



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEM

Economisch Bulletin

Nummer 6 / 2019



Inhoud

Economische en monetaire ontwikkelingen	2
Overzicht	2
1 Externe omgeving	6
2 Financiële ontwikkelingen	16
3 Economische bedrijvigheid	22
4 Prijzen en kosten	27
5 Geld en krediet	33
6 Begrotingsontwikkelingen	41
Kaders	44
1 Het beleidspakket van september	44
2 Liquiditeitsverhoudingen en monetairbeleidstransacties van 17 april tot en met 30 juli 2019	49
3 Binnenlandse tegenover buitenlandse factoren achter de daling van de industriële productie in het eurogebied	55
4 Hoe verhoudt de huidige werkgelegenheidsexpansie in het eurogebied zich tot historische patronen?	59
5 Inkomensrisico van huishoudens gedurende de conjunctuurcyclus	64
6 Hoe bepalen winsten de binnenlandse prijsdruk in het eurogebied?	71
Artikelen	75
1 Derivatives transactions data and their use in central bank analysis	75
2 The taxonomy of ECB instruments available for banking supervision	91
Statistieken	S1

Economische en monetaire ontwikkelingen

Overzicht

Op basis van een grondige beoordeling van de vooruitzichten voor de economie en de inflatie in het eurogebied en rekening houdend met de jongste door medewerkers samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied heeft de Raad van Bestuur, in het kader van zijn streven naar prijsstabiliteit, bij zijn monetairbeleidsvergadering van 12 september een aantal beslissingen genomen. Informatie die beschikbaar is gekomen sinds de vorige vergadering van de Raad van Bestuur wijst op langduriger zwakte van de economie van het eurogebied, duidelijke en aanhoudende neerwaartse risico's en geringe inflatiedruk. Deze factoren komen tot uiting in de door medewerkers van de ECB samengestelde projecties van september, die wijzen op een verdere daling van de inflatievooruitzichten. Tegelijkertijd blijft de economische veerkracht van het eurogebied steun ondervinden van de robuuste werkgelegenheids groei en de stijgende lonen. Tegen deze achtergrond heeft de Raad van Bestuur een omvangrijk pakket monetairbeleidsmaatregelen bekendgemaakt om de nog altijd bij het inflatiedoel van de ECB achterblijvende inflatie te stimuleren (zie Kader 1).

Beoordeling van de economische en monetaire situatie ten tijde van de vergadering van de Raad van Bestuur van 12 september 2019

De groei van de wereldeconomie zwakte in de eerste helft van 2019 af onder invloed van de vertraging van de economische bedrijvigheid in zowel de geavanceerde als de opkomende economieën. Dit sluit aan bij op enquêtes gebaseerde indicatoren, die wijzen op gematigde mondiale bedrijvigheid. Volgens de projecties neemt de mondiale groei dit jaar af, mede door de zwakke bedrijvigheid in de verwerkende industrie, die weer samenhangt met wereldwijd dalende investeringen en toenemende politieke en beleidsonzekerheid als gevolg van de brexit en het oplaaieren van de spanningen op handelsgebied tussen de Verenigde Staten en China. Volgens de projecties zal de mondiale groei zich op middellange termijn geleidelijk herstellen, maar blijft hij beneden het langjarig gemiddelde. De wereldhandel, die naar verwachting dit jaar opnieuw aanzienlijk zal teruglopen, zal zich op middellange termijn herstellen, maar blijft wel zwakker dan de economische bedrijvigheid. De mondiale inflatiedruk blijft naar verwachting beperkt, terwijl de neerwaartse risico's voor de economische bedrijvigheid zijn toegenomen.

Sinds de vergadering van de Raad van Bestuur van juni 2019 is wereldwijd de risicovrije lange rente gedaald onder invloed van verwachtingen in de markt dat het accommoderende monetaire beleid wordt voortgezet en de spanningen op handelsgebied weer oplopen. Deze daling van de risicovrije rentetarieven biedt

ondersteuning aan de koersen van aandelen en bedrijfsobligaties uit het eurogebied. Verder zijn de winstverwachtingen bij het bedrijfsleven licht gedaald onder invloed van de aanhoudende twijfels over de mondiale macro-economische vooruitzichten. Ook de termijncurve van de EONIA gaf een neerwaartse verschuiving te zien. Op de valutamarkten is de waarde van de euro op handelsbasis globaal genomen gelijkgebleven.

In het tweede kwartaal van 2019 steeg het reële bbp van het eurogebied kwartaal-op-kwartaal met 0,2%, na een stijging van 0,4% in het voorgaande kwartaal. Recente economische gegevens en enquête-uitkomsten blijven wijzen op

een gematigde maar positieve groei in het derde kwartaal van dit jaar. Deze groeivertraging weerspiegelt hoofdzakelijk de huidige zwakte van de internationale handel tegen de achtergrond van langdurige mondiale onzekerheid, die vooral de verwerkende industrie in het eurogebied raakt. Tegelijkertijd blijven de dienstensector en de bouwnijverheid veerkrachtig en wordt de groei van het eurogebied eveneens geschraagd door gunstige financieringsvoorwaarden, de nog steeds groeiende werkgelegenheid, de stijgende lonen, de gematigd expansieve begrotingskoers in het eurogebied en de aanhoudende – zij het iets tragere – groei van de mondiale bedrijvigheid.

Deze beoordeling komt globaal overeen met de in september 2019 door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied.

Volgens deze projecties stijgt het reële bbp op jaarbasis met 1,1% in 2019, met 1,2% in 2020 en met 1,4% in 2021. Ten opzichte van de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2019 zijn de vooruitzichten voor de reële bbp-groei in 2019 en 2020 neerwaarts bijgesteld. De risico's rond de groeivoorzichten voor het eurogebied blijven voornamelijk neerwaarts gericht. Deze risico's hebben vooral te maken met het voortduren van de onzekerheid over geopolitieke factoren, de toenemende dreiging van protectionisme en kwetsbaarheden in de opkomende markten.

Volgens de flashraming van Eurostat beliep de HICP-inflatie van het eurogebied in augustus 2019 1,0% op jaarbasis, hetzelfde percentage als in juli.

De lagere energie-inflatie werd gecompenseerd door de hogere voedselinflatie, terwijl de HICP-inflatie zonder voedsel en energie onveranderd bleef. Op basis van de huidige termijnprijzen voor olie zal de totale inflatie waarschijnlijk dalen en tegen het einde van het jaar weer toenemen. De maatstaven van de onderliggende inflatie bleven al met al gematigd en de indicatoren van de inflatieverwachtingen staan op een laag peil. Hoewel de arbeidskostendruk aan kracht en breedte heeft gewonnen als gevolg van de hoge mate van capaciteitsbenutting en de krapper wordende arbeidsmarkten, duurt het langer dan verwacht voordat deze ontwikkeling doorwerkt in de inflatie. Verwacht wordt dat de onderliggende inflatie op middellange termijn zal stijgen, onder impuls van de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB, de aanhoudende economische expansie en de krachtige loongroei.

Deze beoordeling is ook in grote lijnen terug te vinden in de in september 2019 door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied, waarin een HICP-inflatie op jaarbasis wordt voorzien van 1,2% in 2019, van 1,0% in 2020 en van 1,5% in 2021. Vergelijken met de door

medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2019 zijn de vooruitzichten voor de HICP-inflatie gedurende de hele projectieperiode neerwaarts bijgesteld, als gevolg van de lagere energieprijzen en de zwakkere groeivoorzichten. De twaalfmaands HICP-inflatie zonder voedsel en energie zal in 2019 naar verwachting op 1,1% uitkomen, in 2020 op 1,2% en in 2021 op 1,5%.

De groei op jaarbasis van het ruim monetair aggregaat is in juli 2019 aanzienlijk toegenomen, terwijl de kredietverlening aan de private sector min of meer gelijk is gebleven.

De groei van het ruim monetair aggregaat (M3) steeg naar 5,2% in juli 2019, tegen 4,5% in juni. Uit de bestendige groei van dit aggregaat blijkt dat de verstrekking van bancair krediet aan de private sector voortduurt en dat de alternatieve kosten van het aanhouden van M3 laag zijn. De groei van M3 bleef bovendien veerkrachtig, ondanks het feit dat de automatische bijdrage van de nettoaankopen in het kader van het programma voor de aankoop van activa (asset purchase programme - APP) geleidelijk verdwijnt en de economische groei afzwakt. Tegelijkertijd bleven de gunstige voorwaarden voor bancaire financiering en kredietverlening steun geven aan de kredietverlening en daarmee ook aan de economische groei. Het groeitempo op jaarbasis van kredieten aan niet-financiële ondernemingen bleef in juli 2019 stabiel op 3,9%. De door de Raad van Bestuur genomen monetairbeleidsmaatregelen, waaronder de meer accommoderende voorwaarden van de nieuwe reeks driemaandelijke, gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO-III), zullen ertoe bijdragen dat de bancaire kredietvoorwaarden gunstig blijven en dat de toegang tot financiering ondersteund blijft worden, in het bijzonder voor kleine en middelgrote ondernemingen.

De begrotingskoers voor het gehele eurogebied zal volgens de projecties licht expansief blijven en zo de economische bedrijvigheid enige steun bieden.

De begrotingskoers zal de komende twee jaar licht expansief blijven, vooral doordat in de meeste grote eurolanden de directe belastingen en de sociale premies verder worden verlaagd. Met het oog op de afzwakkende economische vooruitzichten en de nog steeds aanzienlijke neerwaartse risico's dienen overheden met begrotingsruimte effectief en tijdig te handelen. In landen met een hoge overheidsschuld moet de overheid een voorzichtig beleid voeren dat de voorwaarden creëert waaronder de automatische stabilisatoren vrijelijk kunnen werken.

Monetairbeleidsbeslissingen

De Raad van Bestuur heeft op basis van zijn reguliere economische en monetaire analyses de volgende beslissingen genomen:

- Ten eerste is het rentetarief voor de depositofaciliteit met 10 basispunten verlaagd naar -0,50%. Het rentetarief voor de basisherfinancieringstransacties en het rentetarief voor de marginale beleningsfaciliteit zijn onveranderd gehouden op respectievelijk 0,00% en 0,25%. De Raad van Bestuur verwacht nu dat de basisrentetarieven van de ECB op hun huidige niveau of daaronder zullen blijven totdat de Raad van Bestuur heeft vastgesteld dat de

inflatieverwachtingen binnen de projectieperiode krachtig convergeren naar een niveau dat voldoende dicht bij maar onder 2% ligt en dat die convergentie consequent in de onderliggende inflatiedynamiek tot uitdrukking komt.

- Ten tweede worden de nettoaankopen in het kader van het APP hervat voor een maandelijks bedrag van € 20 miljard en wel met ingang van 1 november. De Raad van Bestuur verwacht het APP voort te zetten zo lang als nodig is om de accommoderende invloed van de beleidstarieven te versterken, en het te beëindigen kort voordat de Raad van Bestuur aanvangt met de verhoging van de basisrentetarieven van de ECB.
- Ten derde wordt de volledige herinvestering van de aflossingen op effecten die zijn aangekocht in het kader van het APP en die de vervaldatum hebben bereikt, voortgezet, en wel tot geruime tijd voorbij het moment waarop de Raad van Bestuur begint de basisrentetarieven van de ECB te verhogen, en in ieder geval zo lang als nodig is om gunstige liquiditeitscondities en een ruime mate van monetaire accommodatie te handhaven.
- Ten vierde heeft de Raad van Bestuur besloten de modaliteiten van TLTRO-III te wijzigen om de gunstige bancaire leenvoorwaarden in stand te houden, de soepele doorwerking van het monetair beleid te verzekeren en de accommoderende monetairbeleidskoers verder te ondersteunen. De rente van elke transactie wordt nu vastgesteld op het peil van de gemiddelde rente die wordt toegepast bij de basisherfinancieringstransacties van het Eurosysteem gedurende de looptijd van de betreffende TLTRO. Voor banken waarvan de in aanmerking komende nettokredietverlening een bepaalde maatstaf overtreft, zal het bij TLTRO-III-transacties toegepaste tarief lager zijn; dit kan zo laag zijn als het gemiddelde rentetarief op de depositofaciliteit gedurende de looptijd van de transactie. De looptijd van de transacties wordt verlengd van twee tot drie jaar.
- Om de transmissie van het monetair beleid via de banken te ondersteunen heeft de Raad van Bestuur tot slot besloten een tweeledig systeem in te voeren voor de vergoeding van reserves, waarbij een gedeelte van de door de banken aangehouden overliquiditeit zal worden vrijgesteld van de negatieve rente op de depositofaciliteit.

Deze besluiten werden genomen omdat de inflatie nog altijd onder de doelstelling blijft. Met dit veelomvattende pakket aan monetairbeleidsmaatregelen verschaft de ECB een aanzienlijke monetaire stimulans die ervoor moet zorgen dat de financiële condities zeer gunstig blijven en steun geven aan de groei in het eurogebied, de verdere opbouw van de binnenlandse prijsdruk en dus de duurzame convergentie van de inflatie naar de doelstelling van de Raad van Bestuur op middellange termijn. De Raad van Bestuur herhaalde dat er gedurende een lange periode een uiterst accommoderende monetairbeleidskoers nodig is. De Raad blijft ook in de toekomst klaarstaan om al zijn instrumenten zo nodig aan te passen, om ervoor te zorgen dat de inflatie zich op duurzame wijze ontwikkelt in de richting van zijn doelstelling en overeenkomstig het belang dat hij hecht aan symmetrie.

1 Externe omgeving

De mondiale groei zwakte in de eerste helft van 2019 af als gevolg van afnemende economische bedrijvigheid in zowel ontwikkelde als opkomende economieën. Dit sluit aan bij op enquêtes gebaseerde indicatoren die wijzen op gematigde mondiale bedrijvigheid. De bedrijvigheid in de dienstensector zwakte weliswaar af, maar bleef de groei ondersteunen, terwijl de groeidynamiek in de mondiale verwerkende industrie zwak blijft. Volgens de projecties zal de mondiale groei dit jaar dalen bij een zwakke bedrijvigheid in de mondiale verwerkende industrie. Deze komt voort uit afnemende wereldwijde investeringen en groeiende politieke en beleidsonzekerheid als gevolg van de brexit en herlevende handelsspanningen tussen de Verenigde Staten en China. Hoewel deze tegenwind dit en volgend jaar waarschijnlijk druk op de mondiale bedrijvigheid en handel zal uitoefenen, zullen recente beleidsmaatregelen naar verwachting enige steun bieden. Als gevolg daarvan wordt verwacht dat de mondiale groei op middellange termijn zal stabiliseren, maar op een lager niveau dan het gemiddelde groeitempo dat voor de crisis werd genoteerd. De wereldhandel zal naar verwachting dit jaar significant afzakken, maar zich op middellange termijn herstellen. Deze blijft wel gematigder dan de economische bedrijvigheid. De mondiale inflatiedruk blijft naar verwachting beperkt, terwijl de neerwaartse risico's voor de economische bedrijvigheid zijn toegenomen.

Mondiale economische bedrijvigheid en handel

De mondiale groei zwakte in de eerste helft van 2019 af. In het eerste kwartaal bleef de reële bbp-groei in de meeste ontwikkelde economieën relatief goed op peil als gevolg van tijdelijke factoren in een aantal landen, zoals positieve bijdragen van het uitvoersaldo, voorraadopbouw in de Verenigde Staten en voorraadvorming voorafgaand aan de eerste brexit-deadline in het Verenigd Koninkrijk. In het tweede kwartaal nam de invloed van dergelijke factoren af, waardoor de groei matigde. In de Verenigde Staten drukte bij een gelijkblijvende invoer de negatieve bijdrage van het uitvoersaldo de groei, ondanks de begrotingsimpuls en veerkrachtige particuliere consumptie. In het Verenigd Koninkrijk werd de groei in het tweede kwartaal negatief, onder andere als gevolg van achterblijvende investeringen. Hoewel de bedrijvigheid in China in de eerste helft van het jaar stabiel bleef tegen een achtergrond van veerkrachtige particuliere consumptie, haperde de groei in verschillende andere opkomende markteconomieën in het eerste kwartaal als gevolg van idiosyncratische ongunstige factoren in een aantal landen (een dambreuk in Brazilië en vervuiling van een oliepijpleiding in Rusland) en meer aanhoudende tegenwind, zoals verhoogde binnenlandse politieke onzekerheid (in Mexico en Brazilië). De groei herstelde zich in het tweede kwartaal licht doordat een deel van deze tegenwind wegviel, en in sommige landen bleef de economische bedrijvigheid groeien (bijv. in Turkije, als gevolg van de sterke particuliere consumptie en een positieve bijdrage van het uitvoersaldo).

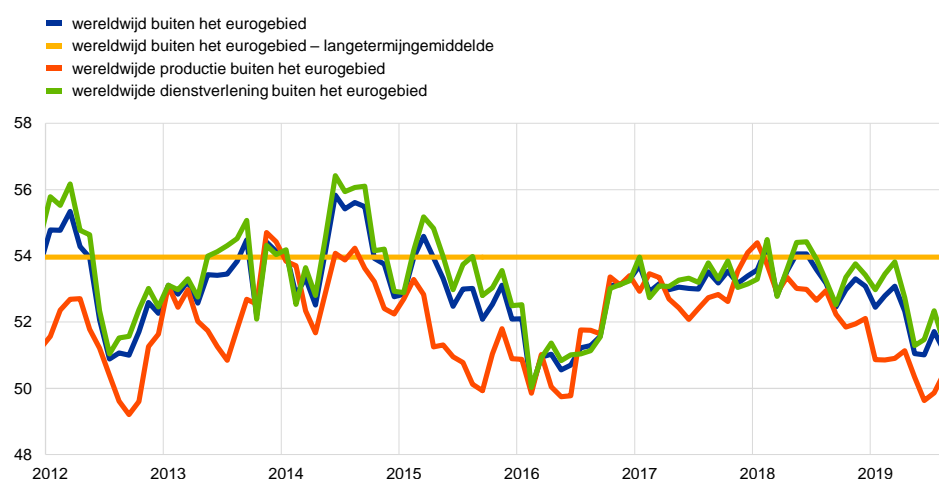
Op enquêtes gebaseerde indicatoren blijven wijzen op gematigde mondiale bedrijvigheid. De samengestelde wereldwijde Purchasing Managers' Index (PMI) voor de productie (uitgezonderd het eurogebied) zwakte in het tweede kwartaal van

2019 verder af en daalde, na een korte opleving in juli, in augustus opnieuw. De afzwakking in het eerste halfjaar was breed zichtbaar in zowel ontwikkelde als opkomende economieën, hoewel meer recent een kleine stijging is genoteerd in de samengestelde PMI-indicator voor opkomende markteconomieën. De mondiale bedrijvigheid in de dienstensector, die rond de jaarwisseling in het algemeen veerkrachtiger was, zwakte in het tweede kwartaal ook af en daalde in augustus nog verder, hoewel deze boven de grenswaarde van 50 blijft. De mondiale bedrijvigheid in de verwerkende industrie vertoonde het afgelopen jaar een dalende trend. Nadat deze in juni en juli tot het niveau van 'inkrimping' was gedaald (d.w.z. tot beneden de grenswaarde van 50), herstelde deze zich in augustus weer tot boven 'neutraal' (zie Grafiek 1).

Grafiek 1

Wereldwijde PMI voor de totale productie

(spreidingsindices)



Bronnen: Markt en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen augustus 2019. Het langetermijngemiddelde betreft de periode van januari 1999 tot en met augustus 2019.

De mondiale financiële situatie heeft de afgelopen paar maanden enige

volatiliteit vertoond. Sinds de afronding van de macro-economische projecties van medewerkers van het Eurosysteem van juni 2019 hebben de koersen van risicovolle activa enige volatiliteit laten zien tegen een achtergrond van tegengestelde signalen. Enerzijds leidden de hoop op een bilaterale handelsovereenkomst tussen de Verenigde Staten en China en de verwachting van een ruimer monetair beleid aan beide zijden van de Atlantische Oceaan tot een opleving van de activaprijzen in juni en juli. Doordat investeerders renteverlagingen verwachtten daalden de rendementen op Amerikaanse overheidsobligaties en andere veilige staatsobligaties significant, terwijl tegelijk de financiële omstandigheden in opkomende markteconomieën significant verruimden. Anderzijds werd de risicobereidheid ondermijnd door de heropleving van het handelsgeschil tussen de Verenigde Staten en China begin augustus en de mededeling van de Federal Open Market Committee (FOMC) dat de renteverlaging in juli niet het begin van een verruimingscyclus betekende, wat leidde tot grote verliezen op de mondiale aandelenmarkten. Tegelijkertijd bleven de rendementen op de voornaamste overheidsobligaties

teruglopen als gevolg van dalende termijnpremies. Ondanks de recente 'risk-off'-episode blijven de omstandigheden op de financiële markten in zowel ontwikkelde als opkomende economieën ruim.

Naar verwachting zal de mondiale groei dit jaar afzakken. Een aantal remmende factoren blijft de wereldeconomie drukken. De mondiale bedrijvigheid in de verwerkende industrie zal naar verwachting zwak blijven, voornamelijk als gevolg van afnemende groei van mondiale investeringen en consumptie van duurzame goederen, die een groot deel van de productie van de verwerkende industrie vormen. Gezien de toenemende onzekerheid over de toekomstige internationale handelsbetrekkingen ligt het niet in de rede dat de mondiale investeringsgroei weer aantrekt. Uit een recente analyse blijkt dat verslechterende financieringsvoorwaarden, toenemende macro-economische onzekerheid en negatieve vraagschokken in de tweede helft van 2018 en begin 2019 de mondiale investeringsgroei hebben gedrukt.¹ Naar aanleiding van de achterblijvende wereldeconomie hebben overal ter wereld beleidsmakers versoepelende maatregelen genomen om de negatieve gevolgen van de economische tegenwind op te vangen. In China gaan begrotingsimpulsen bedoeld om de vertraging van de binnenlandse vraag op te vangen naar verwachting voornamelijk in de tweede helft van dit jaar effect sorteren. In de Verenigde Staten heeft het Federal Reserve System besloten om, als aanvulling op de omvangrijke procyclische begrotingsimpuls en de recente overeenkomst over nieuwe plafonds voor overheidsuitgaven, de referentierente te verlagen met als doel de aanhoudende economische expansie te steunen. Daarnaast heeft een aantal andere landen het monetair beleid eveneens versoepeld, zoals Australië, Brazilië, Zuid-Korea, Indonesië, India en Turkije.

Wat de toekomst betreft, zal de mondiale groei zich naar verwachting op middellange termijn geleidelijk herstellen, maar beneden het langetermijngemiddelde blijven. De ontwikkeling van de mondiale groei is voornamelijk onderhevig aan drie invloeden. Binnen de ontwikkelde economieën zal de conjuncturele dynamiek naar verwachting vertragen doordat capaciteitsbelemmeringen steeds knellender worden bij positieve output gaps en lage werkloosheidscijfers in belangrijke economieën, terwijl aan het einde van de projectieperiode de beleidssteun naar verwachting geleidelijk zal afnemen. Daarnaast zullen de aanhoudende vertraging van de Chinese economie en de verschuiving van investeringen naar consumptie volgens de projecties op de mondiale groei drukken, en op de handel in het bijzonder. Tegelijkertijd wordt verwacht dat de bijdrage van opkomende markteconomieën (met uitzondering van China) aan de mondiale groei, hoewel nog steeds positief, zwakker zal zijn dan was voorzien in de macro-economische projecties van medewerkers van het Eurosysteem van juni 2019. Dit is omdat recente gegevens erop wijzen dat het voorziene herstel na eerdere recessies langzamer plaatsvindt dan aanvankelijk werd verondersteld. Daarnaast wijst de recente stress op de financiële markt in Argentinië, hoewel deze zich nog niet naar andere markten heeft uitgebreid, op de onderliggende kwetsbaarheid van het herstel in een aantal opkomende

¹ Zie het Kader "What is behind the decoupling of global activity and trade?", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2019.

markteconomieën. Over het geheel genomen wordt verwacht dat het tempo van de mondiale groei zich zal stabiliseren op een niveau dat lager ligt dan voor de financiële crisis van 2007-2008.

Wat de ontwikkelingen in afzonderlijke landen betreft, wordt verwacht dat de bedrijvigheid in de Verenigde Staten op de korte termijn veerkrachtig zal blijven, ondanks de ongunstige omstandigheden die het gevolg zijn van het handelsconflict met China en de minder gunstige externe omgeving. De economische prestaties van de Verenigde Staten zijn tot dusverre robuust gebleven, bij een sterke arbeidsmarkt en sterke consumptieve bestedingen. De opheffing van uitgavenplafonds voor het boekjaar 2020-2021 en een eind juli door het Congres overeengekomen tweejarige opschorting van het federale schuldplafond zullen de economische groei verder ondersteunen. Ook de financiële omstandigheden zullen verdere steun bieden. Na een reële bbp-groei van 3,1% op jaarbasis in het eerste kwartaal van 2019 matigde de groei naar 2,0% in het tweede kwartaal als gevolg van de afnemende invloed van tijdelijke factoren (bijv. positieve bijdragen van voorraden en dalende invoer), terwijl de particuliere consumptie en de overheidsuitgaven de totale economische bedrijvigheid bleven ondersteunen. De totale consumentenprijsinflatie op jaarbasis steeg fractioneel van 1,6% in juni naar 1,8% in juli, grotendeels als gevolg van de kerninflatie, terwijl de energieprijzen daalden. De consumptieprijsinflatie ongerekend voedingsmiddelen en energie steeg in juli licht, naar 2,2%. Verwacht wordt dat het groeitempo geleidelijk zal terugkeren naar het potentiële groeitempo van iets minder dan 2%, en dat de consumentenprijsinflatie over de middellange termijn boven de 2% zal blijven.

De economie in China blijft een geleidelijke vertraging vertonen. De bbp-groei op jaarbasis vertraagde van 6,4% in het eerste kwartaal van 2019 naar 6,2% in het tweede kwartaal doordat zwakke consumptieve bestedingen slechts gedeeltelijk werden gecompenseerd door aantrekkende investeringen. Wat de toekomst betreft, zal de groei in 2020 en 2021 naar verwachting verder afnemen, terwijl er geen flankerende begrotingsstimulering is aangekondigd naar aanleiding van de meest recente escalatie van het handelsgeschil. In zijn algemeenheid komt de vertraging van de economische bedrijvigheid voort uit de eerdere effecten van de schuldaufbouwcampagne bedoeld om financiële risico's te beperken, de aandacht van de overheid op het verschuiven van de economie weg van investeringen, en de gevolgen van de aanhoudende handelsspanningen met de Verenigde Staten. De verdere invoering van structurele hervormingen zal naar verwachting leiden tot een ordelijke transitie naar een meer gematigd groeipad, dat minder afhankelijk is van investeringen en uitvoer.

De onderliggende groeidynamiek in Japan blijft bescheiden. De groei in het tweede kwartaal van 2019 bedroeg 0,4% (op kwartaalbasis). Dit was beter dan verwacht, grotendeels door een aantal incidentele factoren, waaronder hogere consumptieve bestedingen als gevolg van de vakantieperiode van de 'gouden week' en meer aanschaf van duurzame goederen. Dat laatste zal waarschijnlijk voor een deel het gevolg zijn geweest van naar voren gehaalde vraag voorafgaand aan de voor oktober 2019 geplande verhoging van de consumptiebelasting. De uitvoer bleef echter gematigd, en de industriële productie en het sentiment in de verwerkende

industrie verslechterden door de afnemende buitenlandse vraag en aanhoudende beleidsonzekerheid. Het uitvoersaldo leverde een negatieve bijdrage, doordat de uitvoer ongewijzigd bleef en de invoer zich herstelde ten opzichte van de zwakte van het voorgaande kwartaal. Hoewel het profiel op korte termijn zal worden bepaald door de naderende verhoging van de consumptiebelasting, die zal leiden tot naar voren gehaalde consumptie in het derde kwartaal en daaropvolgend een terugval, zal de economische bedrijvigheid naar verwachting vervolgens een gematigd pad volgen.

In het Verenigd Koninkrijk kromp de reële bbp-groei in het tweede kwartaal van 2019, grotendeels als gevolg van de onzekerheid rondom de brexit.

De reële bbp-groei vertoont al sinds begin van het jaar enige volatiliteit, grotendeels door gewijzigde activiteiten die verband houden met de oorspronkelijke brexit-deadline van 29 maart. Na een groei van 0,5% (op kwartaalbasis) in het eerste kwartaal kromp de reële bbp-groei in het tweede met 0,2%. Dit was het eerste kwartaal met negatieve groei sinds 2012. De oorzaak hiervoor lag in lagere investeringen en – na een verlenging van de brexit-deadline op het laatste moment – een omslag in de sterke voorraadopbouw in het eerste kwartaal. Ondanks een scherpe waardedaling van het Britse pond sinds het begin van 2019 kromp de uitvoer in het tweede kwartaal met 3,3%. Toch bleef de bijdrage van het uitvoersaldo positief, doordat de invoer – met name van goederen uit de EU – nog sterker daalde dan de uitvoer (-12,9% op kwartaalbasis). De groei van de binnenlandse consumptie bleef in het tweede kwartaal robuust (0,5% op kwartaalbasis), deels ondersteund door sterkere groei van de reële lonen. Op enquêtes gebaseerde gegevens wijzen op enige aanhoudende vertraging van de economische bedrijvigheid in het komende kwartaal. De twaalfmaands CPI-inflatie steeg in het tweede kwartaal bescheiden naar 2,0%, en vervolgens in juli verder naar 2,1%, grotendeels als gevolg van de recentelijk meer ongunstige wisselkoersveranderingen. De aanhoudende onzekerheid rondom het hoe en waarom van de brexit heeft de laatste tijd tot uiting gekomen in verdere volatiliteit van het Britse pond en zal wat de reële economie betreft waarschijnlijk leiden tot verdere volatiliteit van de reële bbp-groei op kwartaalbasis, evenals tot gematigde groei op de middellange termijn.

In Midden- en Oost-Europese landen zal de groei tijdens de projectieperiode naar verwachting robuust blijven, maar wel bescheidener dan in 2018.

Stevige consumptieve bestedingen geschraagd door sterke arbeidsmarkten zullen naar verwachting de economische bedrijvigheid in de toekomst steunen. De investeringsgroei zal volgens de prognoses sterk blijven, hoewel deze iets zal matigen tegen de achtergrond van een meer geavanceerde fase van de financieringscyclus van de EU. Daarnaast drukt de vertraging van de wereldhandel de groeivoorzichten voor deze regio. Op de middellange termijn neemt de economische groei in deze landen naar verwachting weer af naar het potentiële niveau.

De vooruitzichten voor de economische bedrijvigheid in grote

grondstoffenexporterende landen wijzen op gematigde groei. In Rusland werd de bedrijvigheid in het tweede kwartaal ongunstig beïnvloed doordat er vervuilde olie in een belangrijke exportpijpleiding terechtkwam, wat leidde tot grootschalige

verstoringen in de toeleveringsketen. Hoewel van tijdelijke aard zal dit zwaar drukken op de groei in 2019, die al is getroffen door een onverwacht sterke inkrimping in het eerste kwartaal als gevolg van zwakke investeringen, zwakke netto-uitvoer en substantiële neerwaartse bijstellingen van historische gegevens. De verwachte groei in Rusland wordt sterk beïnvloed door ontwikkelingen op de mondiale oliemarkt en de uitvoering van structureel en begrotingsbeleid. Daarnaast heeft de Russische economie te kampen met internationale sancties. Er wordt dan ook verwacht dat de groei op middellange termijn enigszins zal vertragen. De groei in Brazilië zal naar verwachting gematigd blijven, als gevolg van onzekerheid rondom de pensioenhervormingen en bezorgdheid over de houdbaarheid van overheidsfinanciën. Idiosyncratische schokken aan het begin van het jaar (als gevolg van een mijnbouwcrisis) hebben ook negatief op de bedrijvigheid gedrukt. De achterblijvende binnenlandse vraag en aanhoudende onzekerheid weerhouden, in combinatie met substantiële overcapaciteit, investeerders van een krachtigere respons en hebben het vertrouwen gedrukt.

In Turkije presteerde de economische bedrijvigheid tijdens de eerste helft van 2019 verrassend goed. Na een sterke inkrimping in het vierde kwartaal van 2018 herstelde de economie zich begin 2019 dankzij een aanzienlijke begrotingsstimulans voorafgaand aan de lokale verkiezingen in maart. In het tweede kwartaal bleef de economie, ondanks het enigszins wegebben van het effect van de begrotingsstimulans, gestaag groeien dankzij de sterke consumptie van huishoudens en een positieve bijdrage van het uitvoersaldo. De investeringen bleven daarentegen sterk afnemen als gevolg van toegenomen politieke onzekerheid en krappe financieringsvoorwaarden. Naar verwachting zal de groei in de rest van 2019 afzakken en richting het einde van de projectieperiode geleidelijk weer aantrekken.

De wereldhandel zwakte in de eerste helft van het jaar significant af. De groei van de wereldhandel werd in het eerste kwartaal negatief en bleef tijdens het tweede kwartaal zwak. Deze lusteloosheid is grotendeels toe te schrijven aan vertragende industriële bedrijvigheid, verhoogde handelsspanningen en, in zekere mate, een zwakkere tech-cyclus in Azië.² De inkrimping van de wereldhandel was in veel landen merkbaar. De afgezwakte handel is eveneens toe te schrijven aan zwakke intra-Aziatische handel, naast eenmalige factoren, zoals de tijdelijk zwakke binnenlandse vraag in de Verenigde Staten door de gedeeltelijke sluiting van de federale overheid in het eerste kwartaal en teruglopende invoer in het Verenigd Koninkrijk in het tweede kwartaal na de voorraadopbouw van het kwartaal daarvoor. De zwakke intra-Aziatische handel lijkt verband te houden met de vertraging van de binnenlandse vraag in China in de context van grote verbanden tussen regionale waardeketens. Volgens gegevens van het CPB kromp de wereldgoedereninvoer uitgezonderd het eurogebied in juni met 0,6% (op driemaandelijks basis). Dit bevestigt een aanhoudend zwakke groeidynamiek in het tweede kwartaal (zie Grafiek 2). Volgens enquête-indicatoren met betrekking tot nieuwe uitvoerorders zet de afname nog verder door en zal de huidige zwakte van de wereldhandel waarschijnlijk op de korte termijn aanhouden.

² Voor meer informatie over de mondiale tech-cyclus, zie het Kader "[What the maturing tech cycle signals for the global economy](#)", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2019.

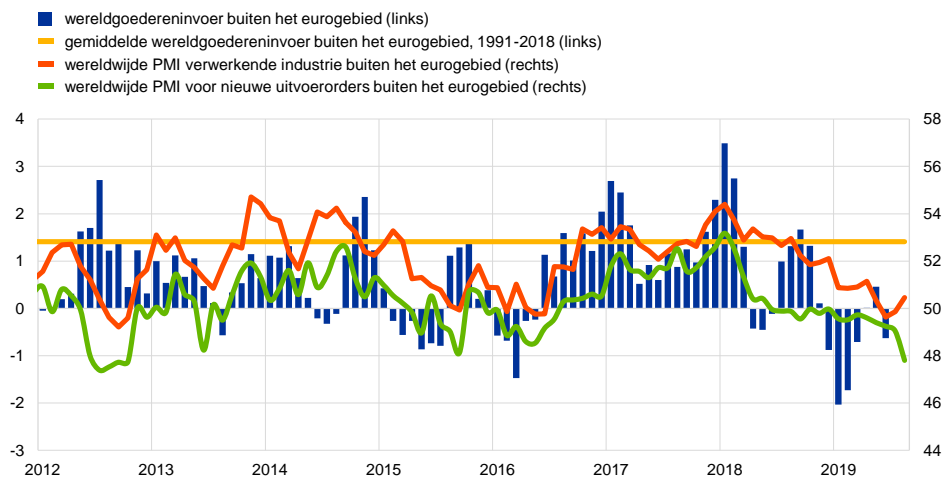
Sinds augustus is het handelsgeschil tussen de Verenigde Staten en China

fors opgelopen. Begin augustus heeft de Verenigde Staten na een bilateraal overleg met de Chinese overheid een heffing van 10% op ongeveer USD 300 miljard aan invoer uit China aangekondigd. Deze heffingen worden ingevoerd in twee fasen, op 1 september en op 15 december. In eerste instantie kondigde de Chinese overheid aan alleen tegenmaatregelen in natura te nemen door de invoer van gewassen uit de Verenigde Staten op te schorten. Eind augustus werden echter nadere tegenmaatregelen aangekondigd in de vorm van het besluit om aanvullende heffingen van 5% of 10% op te leggen op USD 75 miljard aan Chinese invoer uit de Verenigde Staten en om eerder opgeschorte tarieven op auto's en auto-onderdelen opnieuw in te stellen. Dat laatste leidde tot verdere escalatie doordat de Verenigde Staten 5% aan aanvullende heffingen aankondigde op alle Amerikaanse import vanuit China (ter waarde van ongeveer USD 550 miljard).³ Deze verdere intensivering van het handelsgeschil gaat de mondiale bedrijvigheid en wereldhandel nadelig beïnvloeden. Ondertussen blijven ook andere handelskwesties onopgelost. De Amerikaanse regering heeft het nemen van een besluit ten aanzien van eventuele verhogingen van heffingen op auto's uitgesteld tot medio november 2019, terwijl het overleg met de EU over een nieuw handelsverdrag – aangekondigd in juli 2018 – nog gaande is.

Grafiek 2

Enquêtes en de wereldhandel in goederen

(links: driemaands op driemaands mutaties in procenten; rechts: spreidingsindices)



Bronnen: Markt, CPB en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen augustus 2019 voor de PMI's en juni 2019 voor de wereldwijde goedereninvoer.

De wereldwijde economische groei zal naar verwachting dit jaar afzwakken en zich op de middellange termijn slechts geleidelijk herstellen. Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2019, daalt de wereldwijde reële bbp-groei (ongerekend het eurogebied)

³ Aangezien deze nieuwe ronde heffingen na de afsluitdatum is aangekondigd, is deze niet meegenomen in de basisprognose voor de macro-economische projecties door ECB-medewerkers van september 2019. Deze meest recente escalatie leidt aan beide zijden tot een algehele stijging van invoerheffingen. Aanvullende Amerikaanse heffingen van 5% op invoer vanuit China gaan in op 1 september, 15 oktober (en niet op 1 oktober zoals aanvankelijk aangekondigd) en 15 december.

dit jaar naar 3,1%, ten opzichte van 3,8% in 2018. Dit is te wijten aan toenemende tegenwind voor de mondiale economische groei, in een omgeving die wordt gekenmerkt door sterke en groeiende politieke onzekerheid en beleidsonzekerheid. Voor de periode 2020-2021 wordt verwacht dat de groei van de mondiale economische bedrijvigheid zal stabiliseren op 3,5%. Daarnaast is de prognose dat de (conjunctuur)omslag in belangrijke ontwikkelde economieën en China's overgang naar een meer gematigd groeipad slechts gedeeltelijk tegenwicht zullen worden geboden door een geleidelijke opleving in een aantal belangrijke opkomende markteconomieën. Omdat de afzwakkende groei een grotere druk uitoefent op handelsgerelateerde vraagcomponenten (zoals investeringen), is de verwachting dat de groei van de buitenlandse vraag in het eurogebied sterker zal afvlakken dan de mondiale bedrijvigheid, met een verwachte afname van 3,7% in 2018 naar 1,0% in 2019. De mondiale invoer zal naar verwachting over de middellange termijn geleidelijk toenemen. Ten opzichte van de macro-economische projecties door medewerkers van het Eurosysteem van juni 2019 zijn zowel de wereldwijde bbp-groei als de groei van de buitenlandse vraag in het eurogebied neerwaarts bijgesteld voor de voorspeltermijn. Geografisch gezien weerspiegelen de herzieningen van de buitenlandse vraag in het eurogebied handelsvooruitzichten voor opkomende markteconomieën, waaronder in mindere mate China, die lager uitvallen dan verwacht, evenals het vooruitzicht van een tragere importgroei bij belangrijke handelspartners, waaronder het Verenigd Koninkrijk en andere Europese landen buiten het eurogebied.

Ophoping van neerwaartse risico's voor de mondiale bedrijvigheid. Verdere escalatie van handelsgeschillen zou een bedreiging vormen voor de mondiale bedrijvigheid en economische groei. Bovendien zou een 'harde' brexit (zonder deal) ook negatieve gevolgen kunnen hebben buiten het Verenigd Koninkrijk, met name in Europa. Als de terugval van de Chinese economie groter blijkt dan verwacht, zou het bestrijden van de negatieve gevolgen hiervan door middel van efficiënt stimulerend beleid moeilijk kunnen blijken. Dit zou de zoektocht naar een nieuw economisch evenwicht in China in de weg kunnen staan. Rentehervormingen op de financiële markten zouden een significant drukkend effect kunnen hebben op kwetsbare opkomende markteconomieën. Een verdere escalatie van geopolitieke spanningen zou ook een negatief effect kunnen hebben op de mondiale bedrijvigheid en handel.

Mondiale prijsontwikkelingen

De ontwikkeling van de olieprijs sinds eind juli is met name bepaald door bezorgdheid over de mondiale vooruitzichten. Na de hernieuwde escalatie van de handelsspanningen tussen de Verenigde Staten en China begin augustus daalden de olieprijsen eerst met ongeveer 5% voordat deze zich in de tweede helft van de maand enigszins herstelden. Sinds april zijn de vooruitzichten voor de mondiale olieconsumptie meerdere malen neerwaarts bijgesteld. Daardoor zijn productieverlagingen door de OPEC+-groep van olieproducenten – die met name in het eerste kwartaal van het jaar de olieprijsen hebben geschraagd – niet afdoende geweest om de negatieve invloed te compenseren van de bezorgdheid over de vraag naar olie. De impact van recente geopolitieke onzekerheid in het Midden-

Oosten op de olieprijsen is tot dusverre beperkt geweest. Wat de toekomst betreft lijken de risico's voor de olieprijsen ruwweg in evenwicht. Waar een verdere zwakte in de mondiale bedrijvigheid op de prijzen zou drukken, zouden aanbodbeperkingen deze juist verhogen. Saoedi-Arabië en Rusland hebben al gewezen op de mogelijkheid om de productie van de OPEC+-landen in de nabije toekomst opnieuw te verlagen, wat tot hernieuwde opwaartse druk op de prijzen zou kunnen leiden.

In de macro-economische projecties van ECB-medewerkers van september 2019 wordt voorzien dat de olieprijsen over de projectieperiode zullen dalen.

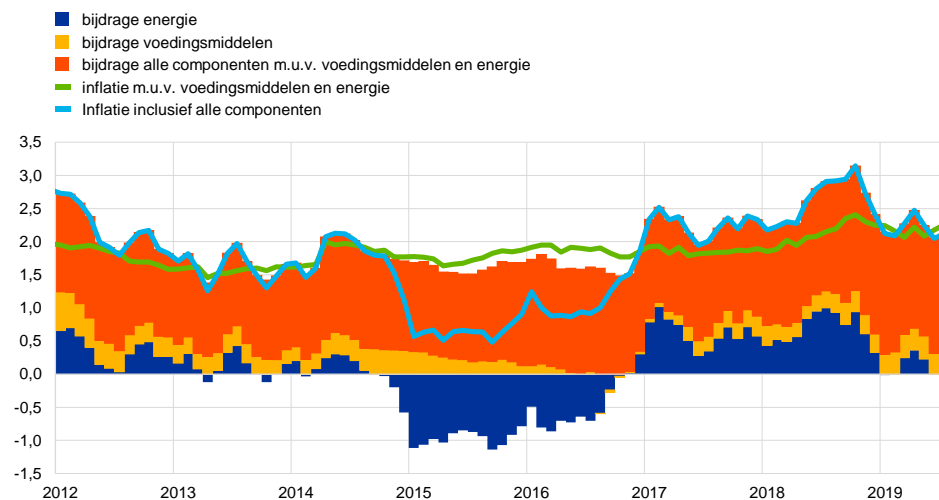
Tegen een achtergrond van kortetermijnschommelingen hebben de bezorgdheid over de vraag naar olie en de hernieuwde intensivering van handelsspanningen de olieprijsen gedrukt, ondanks de overeenkomst tussen de OPEC en andere grote olieproducenten om de productie te beperken. Als gevolg daarvan waren de aannames voor de olieprijsen die de basis vormden voor de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2019 circa 8,3% lager voor 2019 (en 13,4% en 10,3% lager voor 2020 respectievelijk 2021) in vergelijking met de aannames voor de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2019. Sinds de afsluitdatum voor de projecties van september is de olieprijs echter fractioneel gestegen, naar USD 61 per vat ruwe Brent-olie op 5 september.

Mondiale inflatiedruk blijft matig. In landen die zijn aangesloten bij de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) bedroeg de totale consumentenprijsinflatie op jaarbasis gemiddeld 2,1% in juli 2019, een stijging ten opzichte van de 2,0% de maand daarvoor. Die stijging is het gevolg van een positieve bijdrage van de kerninflatie (exclusief voedingsmiddelen en energie) (zie Grafiek 3), die steeg naar 2,3% ten opzichte van 2,2% in de maand daarvoor, terwijl de energie-inflatie stabiel bleef. De krappe arbeidsmarktomstandigheden in de belangrijkste ontwikkelde economieën hebben tot dusver enkel tot een gematigde stijging van de lonen geleid. Dit suggereert dat de onderliggende inflatoire druk ook gematigd blijft. Desondanks wordt verwacht dat deze geleidelijk zal herstellen over de projectieperiode, naarmate de overcapaciteit afneemt.

Grafiek 3

CPI-inflatie in de OESO-landen

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: OESO en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen juli 2019.

Naar verwachting zal de mondiale inflatedruk beperkt blijven. De stijging van de uitvoerprijzen van de concurrenten van het eurogebied zal dit jaar naar verwachting sterk afzakken en op middellange termijn geleidelijk verder terugvallen. Dit weerspiegelt de impact van de aflopende curve van de olieprijsfutures. Verwacht wordt dat deze opwaartse druk van de geleidelijk afnemende mondiale capaciteitsreserves ruimschoots tenietdoet.

2 Financiële ontwikkelingen

Sinds de vergadering van de Raad van Bestuur van juni 2019 is de mondiale risicovrije lange rente gedaald. Dit gebeurde onder invloed van de marktverwachting dat het ruime monetair beleid zou worden voortgezet bij toegenomen wereldwijde handelonzekerheden. Deze daling van de risicovrije rente heeft de prijzen van aandelen en bedrijfsobligaties in het eurogebied geschraagd. Tegelijkertijd zijn de winstverwachtingen van bedrijven iets gedaald als reactie op aanhoudende onzekerheid over de mondiale macro-economische vooruitzichten. Op de valutamarkten is de waarde van de euro op handelsbasis nagenoeg onveranderd gebleven.

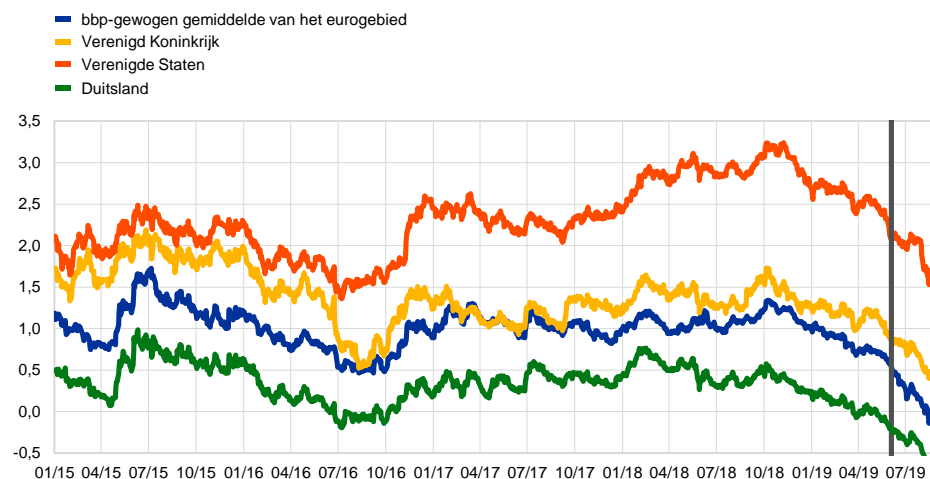
De lange rente in zowel het eurogebied als de Verenigde Staten is sterk gedaald.

Gedurende de verslagperiode (6 juni tot en met 11 september 2019) is het bbp-gewogen rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied met 55 basispunten gedaald naar -0,06% (zie Grafiek 4). Het rendement op tienjaars overheidsobligaties in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk daalde ook significant, met respectievelijk 38 en 19 basispunten. De forse dalingen van het rendement op overheidsobligaties is voor een deel toe te schrijven aan een bijstelling van de renteverwachtingen in belangrijke rechtsgebieden bij toegenomen onzekerheid omtrent mondiale handelsrelaties en de bredere macro-economische vooruitzichten.

Grafiek 4

Rendementen op tienjaars overheidsobligaties

(procenten per jaar)



Bronnen: Thomson Reuters en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Daggegevens. De verticale grijze lijn geeft het begin van de nieuwe verslagperiode per 6 juni 2019 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 11 september 2019.

In de meeste eurolanden bleven de ecarts op overheidsobligaties ten opzichte van de risicovrije OIS-rente globaal onveranderd.

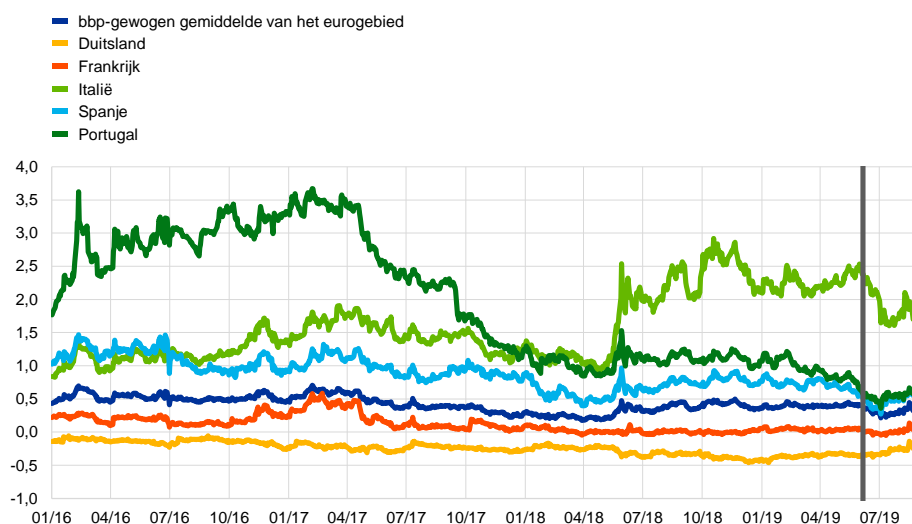
Het ecart op overheidsobligaties bleef tijdens de verslagperiode grotendeels stabiel, met uitzondering van de Italiaanse markt, waar het ecart op tienjaars overheidsobligaties met 1,1 procentpunt daalde als gevolg van de verwachte en daadwerkelijke totstandkoming van een nieuwe regering. Het ecart tussen het bbp-gewogen

gemiddelde rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied en de tienjaars OIS-rente daalde licht en bedroeg op 11 september 0,26 procentpunt.

Grafiek 5

Rendementsecarts tussen tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied en de OIS-rente

(in procentpunten)



Bronnen: Thomson Reuters en berekeningen van de ECB.

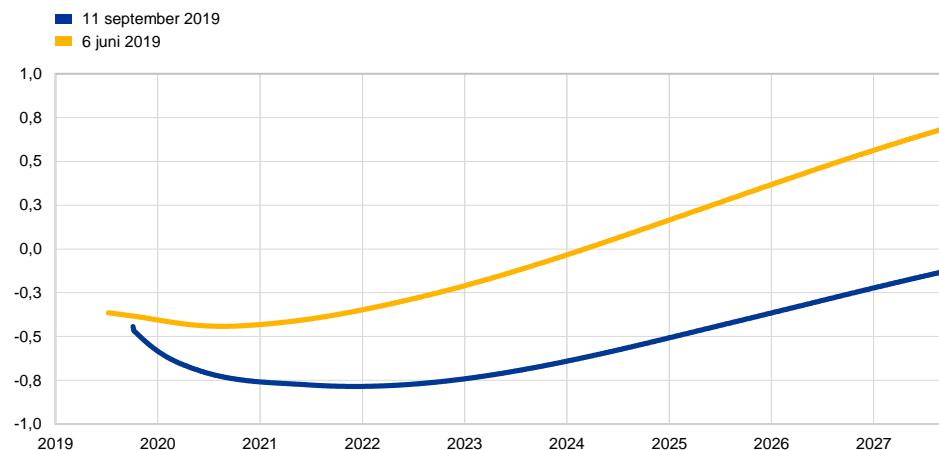
Toelichting: Het ecart wordt berekend door de tienjaars OIS-rente in mindering te brengen op het rendement op tienjaars overheidsobligaties. De verticale grijze lijn geeft het begin van de nieuwe verslagperiode per 6 juni 2019 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 11 september 2019.

De euro overnight index average (EONIA) bedroeg gedurende de verslagperiode gemiddeld -36 basispunten. De overliquiditeit is met ongeveer € 141 miljard gedaald naar circa € 1.763 miljard. De daling van de overliquiditeit werd voornamelijk aangedreven door een stijging van de liquiditeitsverkrappende autonome factoren en, in mindere mate, door vrijwillige aflossingen in het kader van de tweede reeks gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO-II). Zie Kader 2 voor een nadere toelichting op de ontwikkeling van de liquiditeitsverhoudingen.

De EONIA-termijncurve verschoof neerwaarts en vertoonde sterke inversie voor de kortere looptijden. Aan het einde van de verslagperiode vertoonde de curve een dieptepunt van nabij 40 basispunten beneden het niveau van de EONIA rond het vierde kwartaal van 2021 en bleef onder nul voor alle looptijden tot in 2027, wat de marktverwachting weerspiegelt van een langdurige periode met negatieve rente (zie Grafiek 6).

Grafiek 6 EONIA-termijnrente

(procenten per jaar)



Bronnen: Thomson Reuters en berekeningen van de ECB.

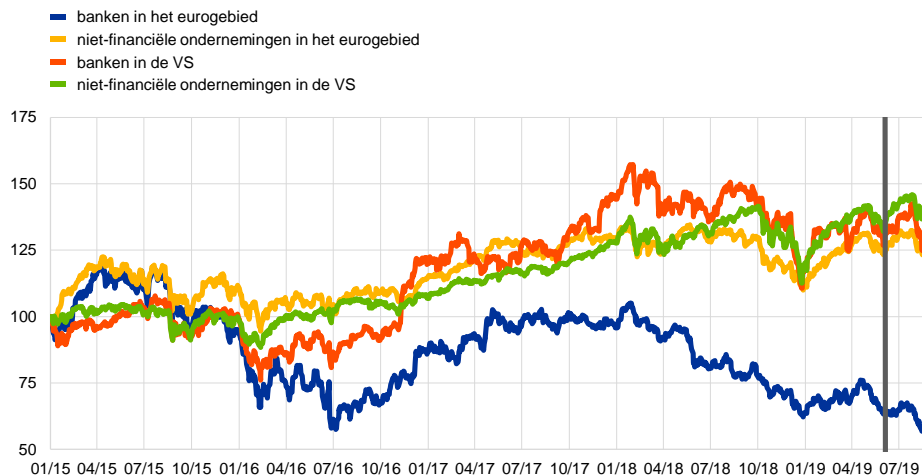
De niet-financiële aandelenkoersen zijn in het eurogebied en de Verenigde Staten gestegen, geschaagd door een daling van de risicovrije rente.

De aandelenkoersen van niet-financiële vennootschappen (non-financial corporations – NFC's) in het eurogebied stegen over de gehele linie met 6%, terwijl de die van banken in het eurogebied steeg met bijna 2% (zie Grafiek 7). Het achterblijven van de aandelenkoersen van banken houdt mogelijk verband met over het algemeen gematigde winstvooruitzichten, die onder andere voortkomen uit hoge kostenstructuren, doorlopende aanpassing van bedrijfsmodellen en het onvoldoende profiteren van efficiëntiewinst uit digitalisering. In de Verenigde Staten stegen de aandelenkoers van NFC's en banken met respectievelijk ongeveer 5% en ongeveer 4%. Wereldwijd werden de aandelenkoersen geschaagd door een aanzienlijke daling van de risicovrije rente. Dit werd echter voor een deel gecompenseerd door een stijging van de risicopremies als reactie op verhoogde mondiale handelonzekerheid en diverse neerwaartse bijstellingen van bedrijfswinstverwachtingen, waarschijnlijk als reactie op aanhoudende onzekerheid over de mondiale macro-economische vooruitzichten.

Grafiek 7

Aandelenkoersindices eurogebied en VS

(index: 1 januari 2015 = 100)



Bronnen: Thomson Reuters en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het begin van de nieuwe verslagperiode per 6 juni 2019 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 11 september 2019.

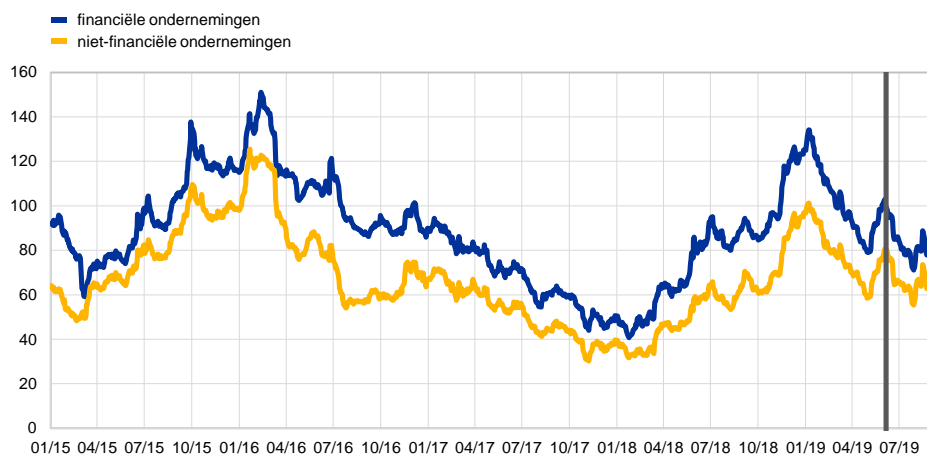
Rendementsecarts op bedrijfsobligaties binnen het eurogebied daalden iets. In

het algemeen is het ecart tussen het rendement op door NFC's uitgegeven kredietwaardige bedrijfsobligaties in het eurogebied en de risicovrije rente met 5 basispunten afgenomen tot 74 basispunten (zie Grafiek 8). Ook de rendementen op door de financiële sector uitgegeven schuldinstrumenten zijn gedaald, waarbij het ecart hiervan met de risicovrije rente met ongeveer 10 basispunten afnam. Hoewel beide ecarts nog steeds globaal op hetzelfde niveau liggen als sinds de introductie van het aankoopprogramma voor bedrijfsobligaties (corporate sector purchase programme – CSPP) in maart 2016, zijn de meest recente dalingen mogelijk in de hand gewerkt door de verwachting van aanvullende monetairbeleidsmaatregelen.

Grafiek 8

Rendementsecarts bedrijfsobligaties in het eurogebied

(basispunten)



Bronnen: iBoxx-indices en berekeningen van de ECB.

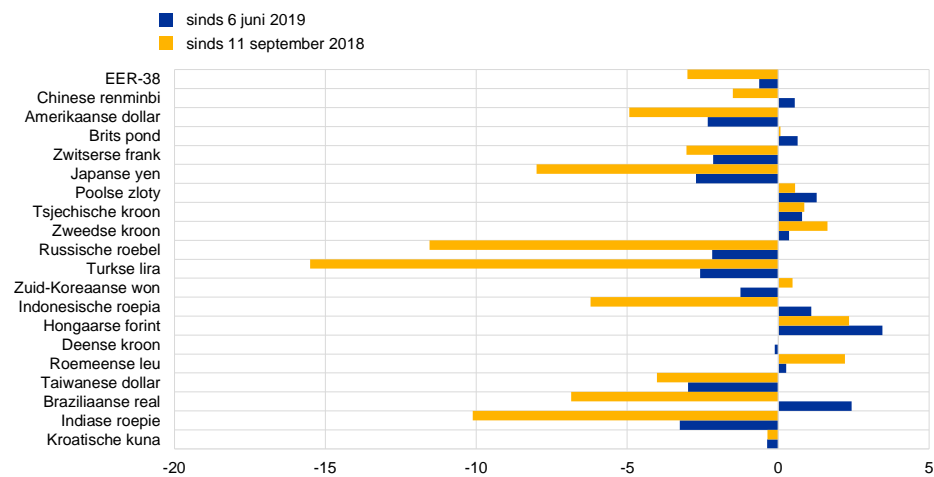
Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het begin van de nieuwe verslagperiode per 6 juni 2019 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 11 september 2019.

Tijdens de verslagperiode is op de valutamarkten de waarde van de euro op handelsbasis globaal onveranderd gebleven (zie Grafiek 9). De nominaal-effectieve wisselkoers van de euro, afgemeten aan de valuta's van 38 van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied, daalde met 0,6%. De euro daalde in waarde ten opzichte van de Amerikaanse dollar (met 2,3%), de Japanse yen (met 2,7%) en de Zwitserse frank (met 2,1%). De waarde van de euro daalde ook ten opzichte van de valuta's van de meeste opkomende economieën. De waarde van de euro steeg met 0,6% ten opzichte van de Chinese renminbi, een omslag na de lagere wisselkoers in juli. Daarnaast steeg de euro ook in waarde ten opzichte van de Braziliaanse real en de Indonesische roepia, en ten opzichte van het Britse pond (met 0,6%) en de valuta's van de meeste EU-landen buiten het eurogebied.

Grafiek 9

Veranderingen in de wisselkoers van de euro ten opzichte van enkele valuta's

(mutaties in procenten)



Bron: ECB.

Toelichting: 'EER-38' is de nominaal-effectieve wisselkoers van de euro ten opzichte van de valuta's van 38 van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied. Alle veranderingen zijn berekend op basis van de wisselkoersen van 11 september 2019.

3 Economische bedrijvigheid

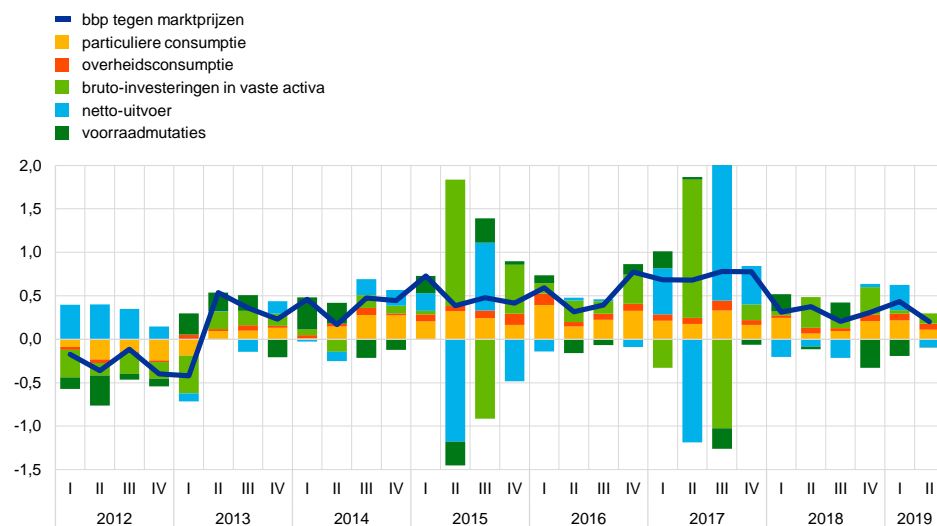
De economische groei in het eurogebied zwakte af in het tweede kwartaal van 2019, en liet opnieuw matige resultaten optekenen zoals in 2018. Op kwartaalbasis vertraagde de reële bbp-groei in het eurogebied tot 0,2% in het tweede kwartaal van 2019, en hij werd voornamelijk gedragen door een toename van de binnenlandse vraag, terwijl de netto-uitvoer de groei drukte. De meest recente economische indicatoren en enquêteresultaten wijzen op een gematigde groei. De door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2019 voorspellen een reële bbp-groei op jaarbasis van 1,1% in 2019 en 1,2% in 2020, die geleidelijk zal stijgen tot 1,4% in 2021. Vergeleken met de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties van juni 2019 zijn de vooruitzichten voor de reële bbp-groei in 2019 en 2020 neerwaarts bijgesteld. Dit is te wijten aan de verslechtering van de kortetermijnvoorzichten als gevolg van dalende vertrouwensindicatoren en aanhoudende mondiale onzekerheid.

De groei in het eurogebied bleef gematigd in de eerste twee kwartalen van 2019, met verschillen tussen de landen die uitgesproken werden in het tweede kwartaal van het jaar. Het reële bbp steeg tijdens de eerste twee kwartalen van 2019 gemiddeld met 0,3% op kwartaalbasis, dat is hetzelfde gemiddelde groeitempo als in het voorgaande jaar (zie Grafiek 10). De matige resultaten vloeien voor een groot deel voort uit de verzwakking van de buitenlandse vraag. De binnenlandse vraag bleef de belangrijkste aanjager van de economische bedrijvigheid, en is de voornaamste component van het bbp die de groei ondersteunt sinds de reële bbp-groei begon te vertragen begin 2018. Voorraadwijzigingen leverden in het tweede kwartaal van 2019 een verwaarloosbare bijdrage aan de bbp-groei, terwijl de nettohandel een negatieve bijdrage leverde, wat een gematigde buitenlandse vraag tegen de achtergrond van mondiale beleidsonzekerheid weerspiegelde. Aan de productiezijde was de verzwakking van de economische bedrijvigheid in het tweede kwartaal van 2019 te wijten aan de negatieve groei in de verwerkende industrie als gevolg van zowel internationale handelsgeschillen als landspecifieke ontwikkelingen (zie Kader 3). Uitgedrukt in toegevoegde waarde verloor de dienstensector enigszins aan kracht in het tweede kwartaal van 2019, wat mogelijk enkele overloopeffecten als gevolg van de zwakke verwerkende industrie weerspiegelt.

Grafiek 10

Reëel bbp van het eurogebied en samenstelling

(mutaties in procenten op kwartaalbasis en bijdragen in procentpunten op kwartaalbasis)



Bron: Eurostat.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2019.

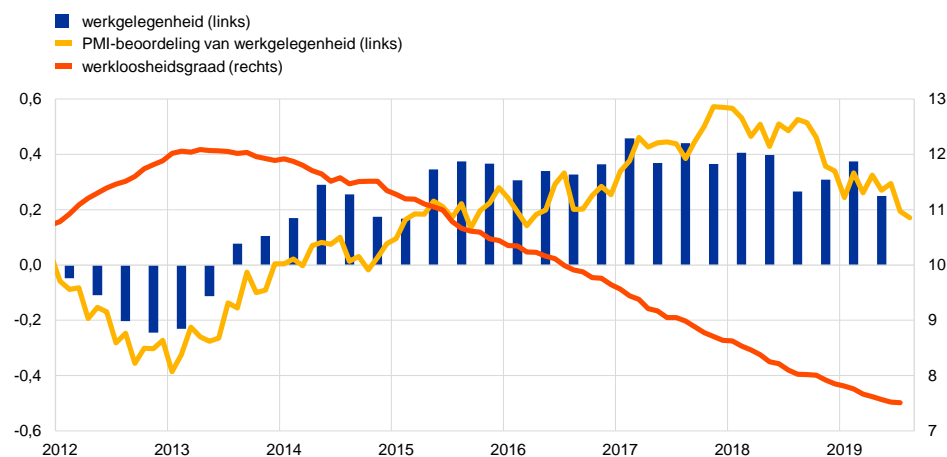
De arbeidsmarkten in het eurogebied gaan er nog steeds op vooruit, zij het in een gematigd tempo. De werkgelegenheid steeg in het tweede kwartaal van 2019 met 0,2% op kwartaalbasis, na een stijging met 0,4% in het eerste kwartaal, in lijn met de productiegroei. In vergelijking met het eerste kwartaal bleef de werkgelegenheidsgroei onveranderd op 0,4% in de dienstensector, terwijl deze afzwakte in de industrie exclusief de bouwnijverheid tot 0,1%, na een stijging met 0,4% in het eerste kwartaal van 2019. De werkgelegenheid in de bouwnijverheid daarentegen daalde met 0,2%, na de stijging met 0,2% in het voorgaande kwartaal.

Recente gegevens en enquête-indicatoren wijzen nog steeds op een positieve werkgelegenheidsgroei, hoewel het tempo enigszins verder zal matigen. De werkloosheidsgraad in het eurogebied bleef in juli ongewijzigd ten opzichte van de voorgaande maand op 7,5%, dat is het laagste niveau sinds juli 2008. Hoewel de op enquêtes gebaseerde kortetermijnindicatoren gedaald zijn ten opzichte van de hoge niveaus van 2018, wijzen ze nog steeds op positieve, zij het gematigdere, werkgelegenheidsgroei in de nabije toekomst.

Grafiek 11

Werkgelegenheid in het eurogebied, op de PMI gebaseerde beoordeling van de werkgelegenheid en de werkloosheid

(links: mutaties in procenten op kwartaalbasis; spreidingsindex; rechts: percentage van de beroepsbevolking)



Bronnen: Eurostat, Markit en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De Purchasing Managers' Index (PMI) wordt uitgedrukt als een afwijking van 50 gedeeld door 10. De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2019 voor de werkgelegenheid, augustus 2019 voor de PMI en juli 2019 voor de werkloosheidsgraad.

Het verloop van de particuliere consumptie wordt nog altijd bepaald door het herstel van de arbeidsmarkt.

De particuliere consumptie steeg in het tweede kwartaal van 2019 met 0,2% op kwartaalbasis, na een wat sterkere groei tijdens het eerste kwartaal. De meest recente ontwikkelingen van de detailhandel en de registraties van nieuwe personenauto's zijn grotendeels in overeenstemming met een gestage consumptiegroei die op korte termijn wordt verwacht. Over een langere termijn beschouwd, schraagt het toenemende arbeidsinkomen de consumptieve bestedingen, wat ook tot uiting komt in het nog steeds robuuste consumentenvertrouwen (zie Kader 5). Daarenboven blijft de versterking van de financiële positie van de huishoudens een belangrijke factor die een veerkrachtige consumptiegroei ondersteunt, en is de kredietwaardigheid van de huishoudens een belangrijke determinant van hun toegang tot krediet.

De groei van de bedrijfsinvesteringen zal naar verwachting verder worden ondersteund door de soepele financieringsvoorwaarden, hoewel getemperde vooruitzichten voor de bedrijfswinsten op enige matiging wijzen.

De investeringsgroei in het eurogebied (exclusief de bouwnijverheid) leefde op in het tweede kwartaal van 2019, tot 1,0% op kwartaalbasis, tegen -0,9% in het eerste kwartaal van 2019. De bedrijfsinvesteringen zullen naar verwachting echter gematigd groeien op korte termijn, in lijn met de relatief zwakke bedrijfsmarges en waarderingen van bedrijven. De winstverwachtingen voor beursgenoteerde ondernemingen in het eurogebied wijzen erop dat de investeringsbeslissingen enigszins zullen matigen, hoewel de gunstige financieringsvoorwaarden tot uiting zouden moeten komen in de toegang tot krediet voor niet-financiële ondernemingen en bijgevolg de groei van de bedrijfsinvesteringen versterken.

De ontwikkelingen in de woningmarkten zullen naar verwachting de groei ondersteunen, zij het in een trager tempo.

De groei van de woninginvesteringen

op kwartaalbasis vertraagde aanzienlijk tot 0,3% in het tweede kwartaal van 2019 tegen 1,4% in het voorgaande kwartaal, en liet daarmee de laagste uitkomst sinds het eerste kwartaal van 2017 optekenen. Recente kortetermijnindicatoren en enquêteresultaten wijzen op enige vertraging van de groei in het derde kwartaal van 2019, hoewel ze boven de historische gemiddelden blijven. De vertrouwensindicator van de Europese Commissie voor de bouwnijverheid voor juli en augustus wijst op een positieve, zij het afnemende, groeidynamiek in het derde kwartaal. Ook de Purchasing Managers Index (PMI) voor de productie in de bouwnijverheid en de component woningen wezen op vrijwel vlakke groeiverwachtingen in de bouwnijverheid in juli en augustus, en lag daarmee onder het gemiddelde niveau van het voorgaande kwartaal.

De groei van de uitvoer uit het eurogebied zwakte verder af in het tweede kwartaal van 2019 tot 0,0% als gevolg van een daling met 0,1% van de goederenuitvoer. De uitvoer van diensten verzwakte verder maar nam nog steeds toe met 0,4%. Deze uitkomst weerspiegelde vooral de uitvoer naar landen buiten het eurogebied, en specifiek de plotse daling van de uitvoer naar het Verenigd Koninkrijk door de aanhoudende onzekerheid over de brexit. Omgekeerd werd de uitvoer enigszins ondersteund door de uitvoer naar Azië (exclusief China) en de uitvoer van hoofdzakelijk chemische producten naar de Verenigde Staten. Voor de nabije toekomst wijzen voorlopige indicatoren op een futloze groei van de uitvoer uit het eurogebied, hoewel de indicator voor nieuwe uitvoerorders in de verwerkende industrie buiten het eurogebied ietwat positievere signalen liet optekenen, net zoals sommige scheepvaartindices tijdens de zomer.

De meest recente economische indicatoren en enquêteresultaten bevestigen aanhoudende neerwaartse risico's voor de economische groeivoorzichten in het eurogebied. De industriële productie van het eurogebied (exclusief de bouwnijverheid) liet een algemene daling op maandbasis optekenen van 1,6% in juli, die voornamelijk het resultaat was van een daling in de productie van investeringsgoederen. Uit de enquêtegegevens blijkt dat de Economic Sentiment Indicator (ESI) van de Europese Commissie tussen juli en augustus toenam tot boven het langetermijngemiddelde. In vergelijking met het voorgaande kwartaal, daarentegen, is de ESI in het derde kwartaal van 2019 tot nog toe gemiddeld genomen gedaald. De samengestelde PMI voor de productie bleef gematigd gedurende het tweede kwartaal van 2019. Ondanks de lichte verbetering recentelijk, in augustus, bleef hij onder het langetermijngemiddelde, wat wijst op matige vooruitzichten voor de economische groei.

De monetairbeleidsmaatregelen van de ECB zullen de binnenlandse vraag blijven ondersteunen, tegen de achtergrond van een verslechtering van de kortetermijnvoorzichten voor de reële bbp-groei in het eurogebied. De particuliere consumptie wordt geschraagd door de gezonde financiële positie van de huishoudens, robuuste arbeidsmarkten en aanhoudende werkgelegenheidsgroei. De bedrijfsinvesteringen worden bevorderd door de gunstige financieringsvoorwaarden en de sterke vraag, ondanks de zwakkere winstgevendheid van de ondernemingen. De investeringen in woningen blijven al met al robuust. De vertraging van de mondiale bedrijvigheid, daarentegen, zal de groei in het eurogebied naar

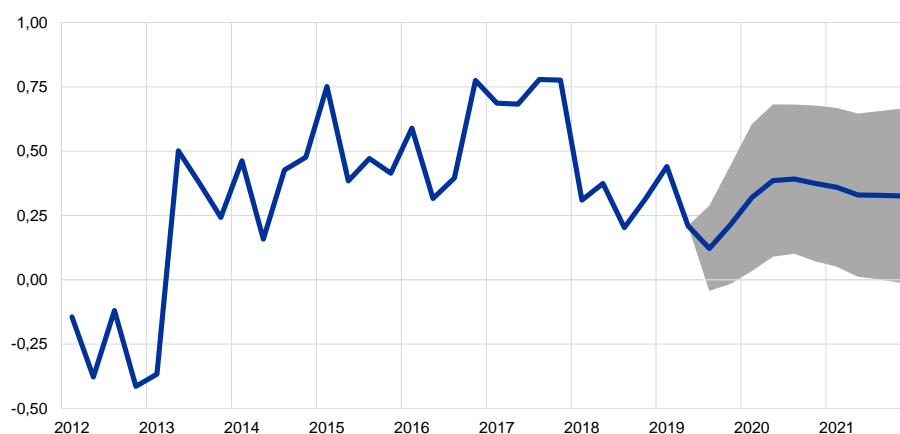
verwachting blijven drukken en een impact hebben op de uitvoer van het eurogebied, tegen de achtergrond van aanhoudende mondiale beleidsonzekerheid en grotere geopolitieke risico's.

Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2019 zal de reële bbp-groei op jaarbasis toenemen met 1,1% in 2019, 1,2% in 2020 en 1,4% in 2021 (zie Grafiek 12). Vergeleken met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2019 zijn de vooruitzichten voor de reële bbp-groei in 2019 en 2020 neerwaarts bijgesteld, als gevolg van de verslechtering van de kortetermijnvooruitzichten. De risico's rond de groeivooruitzichten voor het eurogebied blijven voornamelijk van neerwaartse aard. Mondiale beleidsonzekerheid, toenemend protectionisme en geopolitieke factoren zijn recentelijk weer meer op de voorgrond gekomen en blijven de groei in het eurogebied drukken.

Grafiek 12

Reëel bbp in het eurogebied (inclusief projecties)

(mutaties in procenten op kwartaalbasis)



Bronnen: Eurostat en de "Door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2019".

Toelichting: De marges rond de centrale projecties zijn gebaseerd op de verschillen tussen de werkelijke uitkomsten en eerdere projecties die over een periode van enkele jaren zijn uitgevoerd. De breedte van de marges is tweemaal de gemiddelde absolute waarde van die verschillen. Voor de berekening van de marges, waarin een correctie voor uitzonderlijke gebeurtenissen is opgenomen, wordt een methode gebruikt die beschreven is in "New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges", ECB, december 2009.

4 Prijzen en kosten

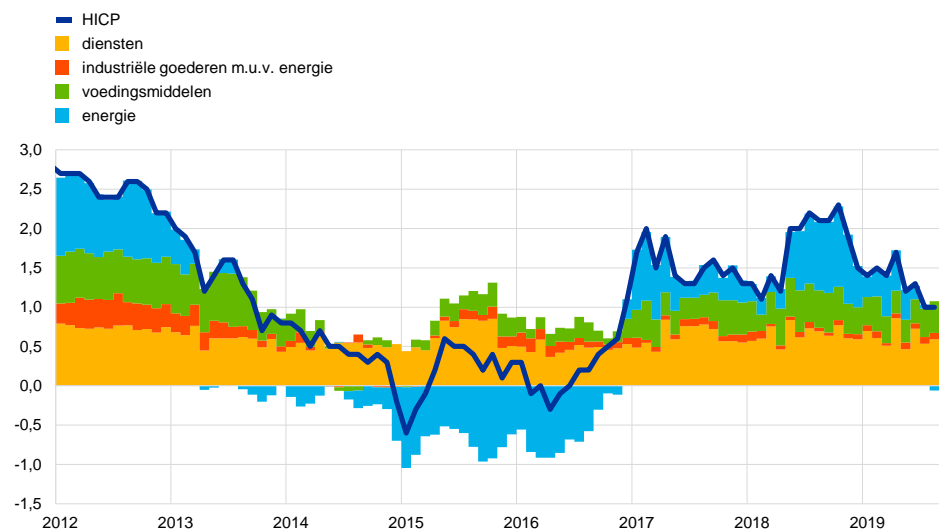
Volgens de flashraming van Eurostat kwam de jaar-op-jaar HICP-inflatie van het eurogebied in augustus 2019 op 1,0% uit, ongewijzigd ten opzichte van juli. De maatstaven van de onderliggende inflatie bleven al met al gematigd en de indicatoren van de inflatievooruitzichten bevinden zich op een laag niveau. Hoewel de druk van de arbeidskosten toenam en zich verspreidde tegen de achtergrond van een hoge capaciteitsbezetting en krapper wordende arbeidsmarkten, neemt de doorwerking ervan naar de inflatie meer tijd in beslag dan aanvankelijk verwacht. Voorspeld wordt dat de onderliggende inflatie op de middellange termijn zal stijgen onder impuls van de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB, de aanhoudende economische expansie en de robuuste loongroei. Die beoordeling wordt ook algemeen weerspiegeld in de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2019 voor het eurogebied, die een jaar-op-jaar HICP-inflatie van 1,2% in 2019, 1,0% in 2020 en 1,5% in 2021 verwachten. Vergeleken met de macro-economische projecties van het Eurosysteem van juni 2019 zijn de vooruitzichten voor de HICP-inflatie over de hele projectieperiode neerwaarts herzien, wat lagere energieprijzen en een tragere groei weerspiegelt. De jaar-op-jaar HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen zal in 2019, 2020 en 2021 naar verwachting respectievelijk 1,1%, 1,2% en 1,5% bedragen.

De totale inflatie bleef in augustus ongewijzigd. Volgens de flashraming van Eurostat beliep de jaar-op-jaar HICP-inflatie van het eurogebied in augustus 1,0%, hetzelfde percentage als dat van juli en een daling ten opzichte de 1,3% in juni (zie Grafiek 13). De inflatie voor energie bleef vertragen en werd in augustus negatief, wat werd geneutraliseerd door het feit dat de prijsstijging voor voedingsmiddelen hoger was dan in juli.

Grafiek 13

Bijdragen van de componenten van de totale HICP-inflatie in het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen augustus 2019 (flashramingen). De groeicijfers voor 2015 zijn opwaarts vertekend als gevolg van een methodologische wijziging (zie het Kader "Een nieuwe methode voor de prijsindex voor georganiseerde reizen in Duitsland en de invloed hiervan op de HICP-inflatie", *Economisch Bulletin*, Nummer 2, ECB, 2019).

De maatstaven van de onderliggende inflatie bleven over het algemeen

gematigd. De HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen daalde van 1,1% in juni tot 0,9% in juli en augustus – wat deels verband hield met kalendereffecten en methodologische wijzigingen.⁴ De maatstaven van de onderliggende inflatie die doorgaans minder volatiel zijn dan de HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen zijn de afgelopen kwartalen eveneens vrij stabiel gebleven (gegevens slechts beschikbaar tot juli; zie Grafiek 14). De HICP-inflatie ongerekend energie, voedingsmiddelen, reisartikelen en kleding bleef in juni en juli ongewijzigd op 1,1%. De indicator van de persistente en gemeenschappelijke inflatiecomponent (Persistent and Common Component of Inflation – PCCI) liet een lichte stijging optekenen van 1,2% in juni tot 1,3% in juli. De 'supercore' indicator daalde van 1,4% in juni tot 1,3% in juli⁵. Al met al bleven de maatstaven van de onderliggende inflatie zijwaarts bewegen, maar ze bevonden zich wel boven hun laagtepunten van 2016.

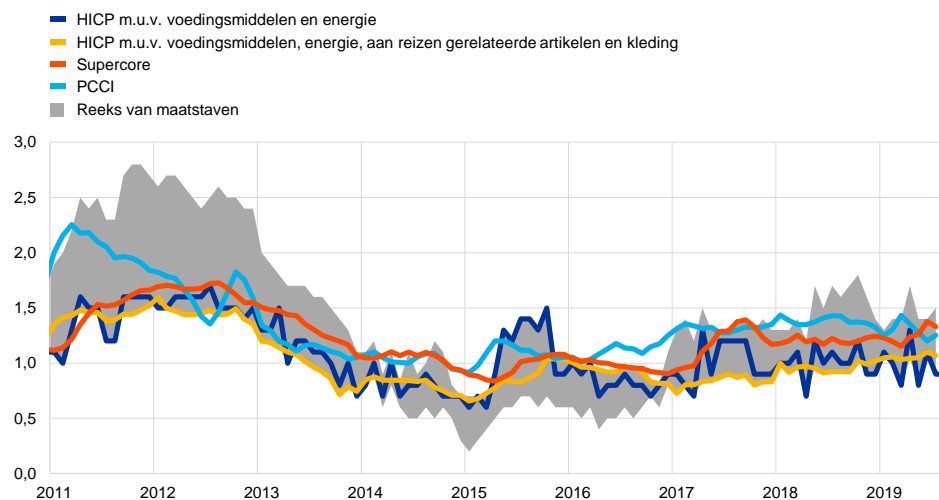
⁴ Geraamd wordt dat wijzigingen in de statistische registratie van pakketreisprizen in Duitsland een neerwaarts effect hebben gehad op de HICP ongerekend voedingsmiddelen en energie in het eurogebied. Voor meer informatie, zie het Kader "Dampening special effect in the HICP in July 2019" in het artikel "Economic Conditions in Germany", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, augustus 2019, pp. 57-59.

⁵ Voor meer informatie over deze maatstaven van de onderliggende inflatie, zie de Kaders 2 en 3 in het artikel "Measures of underlying inflation for the euro area", *Economisch Bulletin*, Nummer 4, ECB, 2018.

Grafiek 14

Indicatoren van de onderliggende inflatie

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen augustus 2019 (flashraming) voor de HICP ongerekend energie en voedingsmiddelen, en juli 2019 voor alle andere indicatoren. De reeks indicatoren van de onderliggende inflatie omvat: de HICP ongerekend energie; de HICP ongerekend energie en onbewerkte voedingsmiddelen; de HICP ongerekend energie en voedingsmiddelen; de HICP ongerekend energie, voedingsmiddelen, aan reizen gerelateerde artikelen en kleding; het getrimd gemiddelde 10%; het getrimd gemiddelde van de HICP; het getrimd gemiddelde 30% van de HICP; en de gewogen mediaan van de HICP. De groeicijfers voor de HICP ongerekend energie en voedingsmiddelen voor 2015 zijn opwaarts vertekend als gevolg van een methodologische wijziging (zie het Kader "Een nieuwe methode voor de prijsindex voor georganiseerde reizen in Duitsland en de invloed hiervan op de HICP-inflatie", *Economisch Bulletin*, Nummer 2, ECB, 2019).

De meest recente indicatoren van de prijsdruk op de consumptieprijzen voor industriële goederen ongerekend energie bevatten gemengde signalen.

De producentenprijsinflatie voor de binnenlandse verkoop van consumptiegoederen, ongerekend voedingsmiddelen, is afgenomen van 0,9% in mei en juni tot 0,8% in juli, maar ze bleef flink boven haar langetermijngemiddelde. Het overeenstemmende inflatiecijfer voor de invoerprijzen steeg tot 0,8% in juli, tegen 0,5% in juni. In de eerdere stadia van de prijsketen bleef de binnenlandse producentenprijsinflatie voor halffabricaten echter afnemen, wellicht deels als gevolg van de recente daling van de energieprijzen. De prijsdruk nam ook af in de allereerste stadia van de prijsketen, waarbij de prijzen van zowel de olie- als de niet-oliegrondstoffen in het jaar-op-jaar inflatiecijfer in augustus daalden ten opzichte van juli.

De loongroei bleef robuust. De jaar-op-jaar groei van de loonsom per werknemer kwam in het tweede kwartaal van 2019 op 2,1% uit, lichtjes minder dan de 2,2% in het eerste kwartaal (zie Grafiek 15). De cijfers voor het eerste en het tweede kwartaal van 2019 werden beïnvloed door een aanzienlijke daling van de socialezekerheidsbijdragen.⁶ De jaar-op-jaar groei van de lonen en salarissen per werknemer, waarin de socialezekerheidsbijdragen niet vervat zijn, kwam in het tweede kwartaal op 2,4% uit, tegen 2,6% in het eerste kwartaal en gemiddeld 2,3% vorig jaar. De jaar-op-jaar groei van de contractlonen in het eurogebied beliep 2,0% in het tweede kwartaal van 2019, tegen 2,3% in het eerste kwartaal. Die vertraging was voornamelijk het gevolg van eenmalige betalingen in Duitsland. Worden

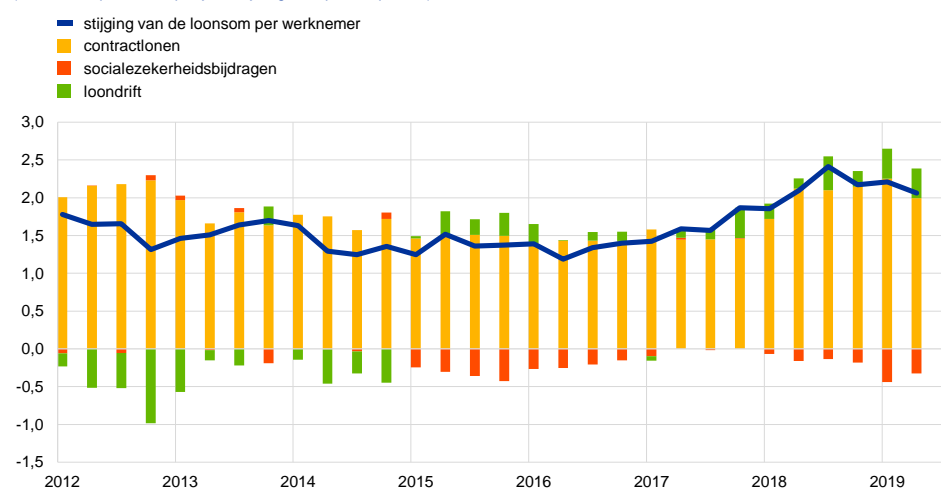
⁶ Dit hield verband met een permanente verlaging van de socialezekerheidsbijdragen van de werkgevers in Frankrijk, ter vervanging van het belastingkrediet voor werkgelegenheid en concurrentievermogen (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* – CICE) in het eerste kwartaal van 2019.

tijdelijke factoren buiten beschouwing gelaten, dan heeft de jaar-op-jaar groei van de loonsom per werknemer zich sinds medio 2018 gestabiliseerd op een lichtjes hoger niveau dan het historisch gemiddelde van 2,1%.⁷

Grafiek 15

Bijdragen van de componenten van de loonsom per werknemer

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2019.

De marktindicatoren van de inflatieverwachtingen op langere termijn zijn zeer laag gebleven, terwijl de enquêtegebaseerde vooruitzichten eveneens historisch laag zijn.

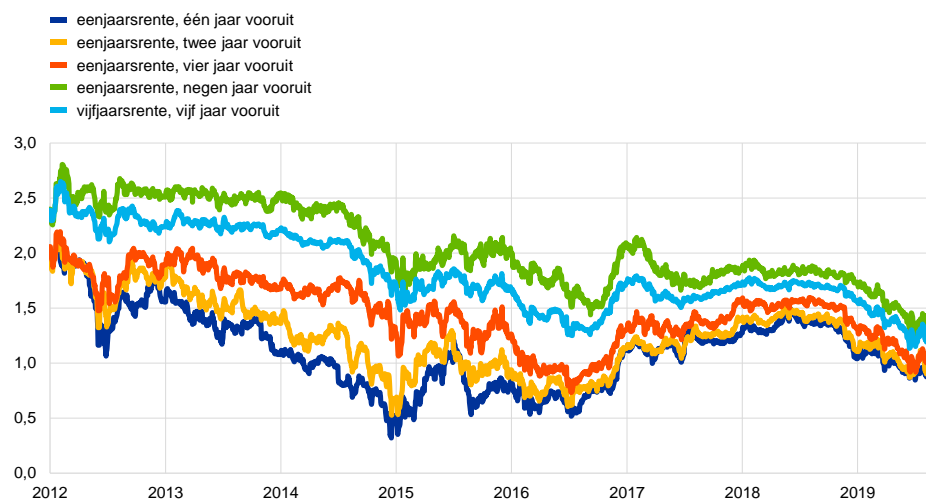
De marktindicatoren van de inflatieverwachtingen zijn over de beschouwde periode enigszins gedaald, en zweven net iets boven hun historisch laagtepunt. De vijfjaars inflatieswaprente vijf jaar vooruit kwam op 11 september 2019 op 1,22% uit, ongeveer 7 basispunten minder dan op het ogenblik van de monetairbeleidsvergadering van de Raad van Bestuur van juli. Hoewel op basis van de marktvooruitzichten een deflatie niettemin weinig waarschijnlijk blijft, wijst het termijnprofiel van de marktgebaseerde indicatoren van de inflatieverwachtingen nog steeds op een langdurige periode van lage inflatie, met een slechts zeer geleidelijke terugkeer naar inflatieniveaus onder, maar dicht bij, 2%. Volgens de Survey of Professional Forecasters van de ECB voor het derde kwartaal van 2019, alsook volgens de Consensus Economics en de Euro Zone Barometer van juli bevinden de enquêtegebaseerde inflatievooruitzichten op lange termijn zich op recorddieptepunten.

⁷ Het historisch gemiddelde is gebaseerd op gegevens van het eerste kwartaal van 1999 tot het tweede kwartaal van 2019.

Grafiek 16

Marktgebaseerde indicatoren van de inflatieverwachtingen

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Thomson Reuters en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen 11 september 2019.

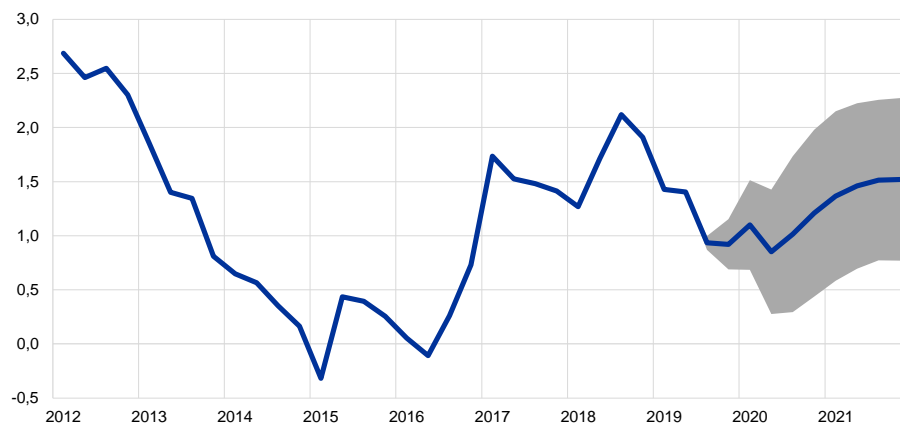
Uit de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2019 blijkt dat de onderliggende inflatie op middellange termijn zal stijgen.

In deze projecties, die gebaseerd zijn op de eind augustus beschikbare informatie, wordt ervan uitgegaan dat de totale HICP-inflatie in 2019 gemiddeld 1,2% zal bedragen; in 2020 zou dat 1,0% zijn en in 2021 1,5%, tegen respectievelijk 1,3%, 1,4% en 1,6% in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2019 (zie Grafiek 17). De herzieningen zijn grotendeels toe te schrijven aan de energiecomponent, die voor zowel 2019 als 2020 sterk neerwaarts werd herzien als gevolg van de lagere oliepijzen. De HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen zal in 2020 naar verwachting zijwaarts bewegen en in 2021 stijgen onder impuls van de verwachte opleving van de bedrijvigheid en het daarmee gepaard gaande herstel van de winstmarges doordat de eerdere stijgingen van de arbeidskosten doorwerken in de prijzen. Verwacht wordt dat de HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen zal stijgen van 1,1% in 2019 tot 1,2% in 2020 en 1,5% in 2021. Dit betekent een neerwaartse herziening, voornamelijk als gevolg van de tot dusver dit jaar zwakker dan verwachte gegevensresultaten.

Grafiek 17

De HICP-inflatie in het eurogebied (inclusief projecties)

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en de Door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2019.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2019 (gegevens) en het vierde kwartaal van 2021 (projectie). De marges rond de centrale projecties zijn gebaseerd op de verschillen tussen de werkelijke uitkomsten en de eerdere projecties die over een periode van een aantal jaren zijn uitgevoerd. De breedte van de marges is tweemaal de gemiddelde absolute waarde van die verschillen. De methode die wordt gebruikt om de marges te berekenen, met een correctie voor uitzonderlijke gebeurtenissen, wordt toegelicht in de "New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges", ECB, december 2009. De afsluitingsdatum voor de projectiegegevens was 29 augustus 2019.

5 Geld en krediet

In juli 2019 is de twaalfmaands groei van het ruime monetaire aggregaat aanzienlijk toegenomen, terwijl de kredietverlening aan de private sector in grote lijnen onveranderd bleef. De groei van M3 bleef veerkrachtig ondanks de afnemende automatische bijdrage van de nettoaankopen in het kader van het programma voor de aankoop van activa (asset purchase programme – APP) en de verzwakking van de economische groei. Tegelijkertijd bleven de gunstige voorwaarden voor bancaire financiering en kredietverlening steun geven aan de kredietstromen en daarmee ook aan de economische groei. De netto-uitgifte van schuldbewijzen door niet-financiële ondernemingen (non-financial corporations – NFC's), die in het eerste kwartaal van 2019 het hoogste peil ooit had laten optekenen, bleef in het tweede kwartaal van 2019 robuust, tegen de achtergrond van de voortdurende verbetering van de situatie op de obligatiemarkten.

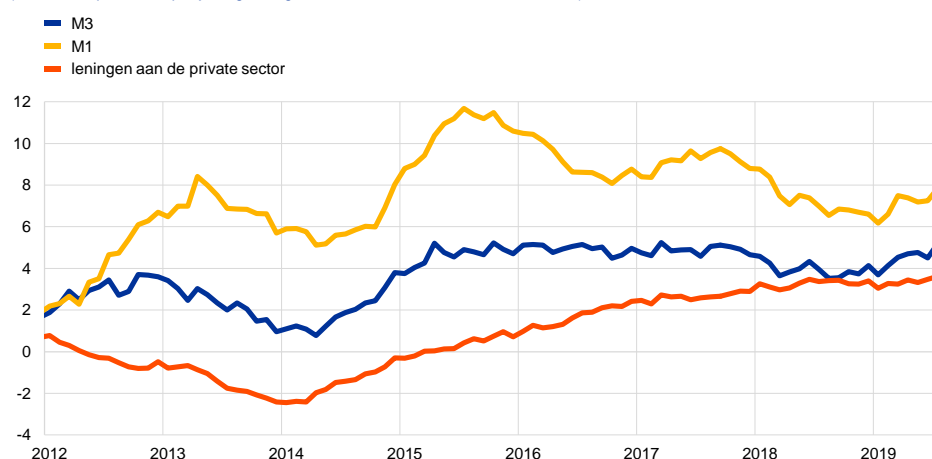
De groei van het ruime monetaire aggregaat is in juli aanzienlijk toegenomen.

De twaalfmaands groei van M3 steeg van 4,5% in juni 2019 tot 5,2% in juli 2019 (zie Grafiek 18) en bereikte daarmee opnieuw het krachtige tempo dat werd opgetekend in de periode van 2015 tot 2017. De hogere groei van M3 werd ondersteund door lagere alternatieve kosten en bleef veerkrachtig ondanks de afnemende automatische bijdrage van de nettoaankopen in het kader van het APP en de verzwakking van de economische groei. Het eng gedefinieerde monetaire aggregaat M1, dat de meest liquide componenten van M3 omvat, leverde opnieuw de grootste bijdrage aan de groei van het ruim monetaire aggregaat. Het twaalfmaands groeitempo van M1 steeg van 7,2% in juni tot 7,8% in juli, in lijn met het sinds het begin van het jaar opgetekende herstel.

Grafiek 18

M3, M1 en leningen aan de private sector

(mutaties in procenten per jaar; gecorrigeerd voor seizoens- en kalendereffecten)



Bron: ECB.

Toelichting: De leningen zijn gecorrigeerd voor verkopen en securitisaties van leningen en saldocompensatie (notional cash pooling). De laatste waarneming betreft juli 2019.

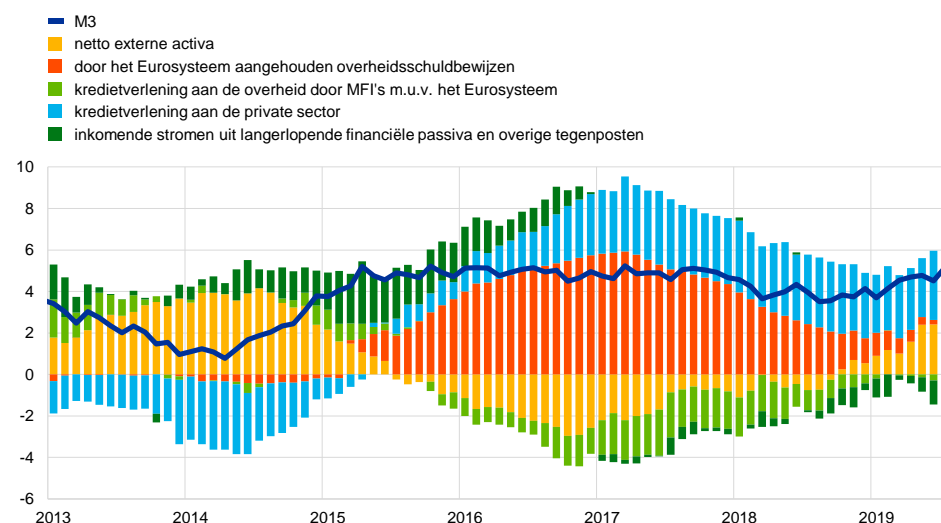
Girale deposito's, die de belangrijkste bijdrage leveren aan de geldgroei, bleven in een krachtig tempo groeien. De twaalfmaands groei van de girale

deposito's nam verder toe tot 8,3% in juli, onder invloed van de sterke groei op jaarbasis van zowel door huishoudens als door NFC's aangehouden girale deposito's. Wat de componenten van M1 betreft, bleef de toename van de chartale geldomloop op jaarbasis krachtig, zij het naar historische maatstaven niet uitzonderlijk hoog. Dat wijst erop dat er voor het eurogebied als geheel geen sprake is van een algemene substitutie naar contant geld in een klimaat van zeer lage of negatieve rente. De niet onmiddellijk opvraagbare kortlopende deposito's (M2 minus M1) bleven steun ondervinden van de lagere alternatieve kosten voor het aanhouden van M3 en leverden in juli een neutrale bijdrage aan de groei van M3. Tegelijkertijd bleven de verhandelbare instrumenten (M3 minus M2) negatief bijdragen aan de groei van het ruime monetaire aggregaat, als gevolg van de relatief lage rentevergoeding op deze instrumenten.

De bijdrage van externe inkomende geldstromen aan de groei van M3 werd in juli opnieuw groter. De afnemende automatische bijdrage van het APP aan de groei van M3 werd grotendeels gecompenseerd door positieve bijdragen van de kredietverlening aan de private sector, die de belangrijkste bron van geldschepping bleef (zie het blauwe gedeelte van de balken in Grafiek 19). De positieve bijdrage van de door het Eurosysteem aangehouden overheidsschuldbewijzen aan de groei van M3, die overeenkomt met de automatische bijdrage van het APP aan de groei van M3, is nagenoeg verwaarloosbaar geworden (zie het rode gedeelte van de balken in Grafiek 19). De geringere bijdrage van het APP is de afgelopen maanden vervangen door externe geldstromen (zie het gele gedeelte van de balken in Grafiek 19). De toenemende bijdrage van de netto externe activa weerspiegelt de grotere belangstelling van buitenlandse beleggers voor activa van het eurogebied.

Grafiek 19
M3 en tegenposten

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten; gecorrigeerd voor seizoen- en kalendereffecten)



Bron: ECB.

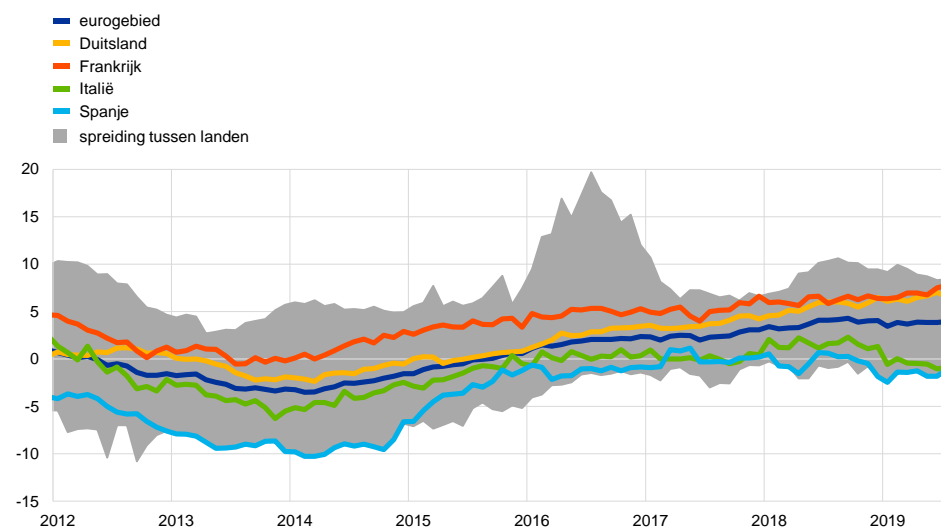
Toelichting: Onder de kredietverlening aan de private sector vallen zowel MFI-leningen aan de private sector als door MFI's aangehouden schuldbewijzen die zijn uitgegeven door de private niet-MFI-sector in het eurogebied. Door het Eurosysteem in het kader van het aankoopprogramma voor bedrijfsobligaties (corporate sector purchase programme – CSPP) aangekochte schuldbewijzen van niet-MFI's vallen er derhalve ook onder. De laatste waarneming betreft juli 2019.

Het groeitempo op jaarbasis van leningen aan de private sector bleef vrijwel onveranderd en vertoonde zwakte in sommige conjunctuurgevoelige segmenten. De groei op jaarbasis van de MFI-leningen aan de private sector – gecorrigeerd voor verkopen en securitisaties van leningen en saldocompensatie (notional cash pooling) – kwam in juli uit op 3,6%, tegen 3,5% in juni (zie Grafiek 18). Dit was voornamelijk het gevolg van een lichte stijging van het twaalfmaands groeitempo van de leningen aan huishoudens, tot 3,4% in juli, tegenover 3,3% in juni. Het groeitempo op jaarbasis van de kredieten aan huishoudens zette de geleidelijke opwaartse tendens dus voort, dankzij verdere verbeteringen op de arbeidsmarkt en nog steeds gunstige ontwikkelingen op de woningmarkt. Het twaalfmaands groeitempo van de leningen aan NFC's bleef in juli stabiel op 3,9%, nadat het in september 2018 (met 4,3%) een keerpunt had bereikt. Dit strookt met het achterblijvend conjunctureel beloop van dit groeicijfer ten opzichte van de reële economische bedrijvigheid en de vertraging van de geaggregeerde vraag in 2018. Een en ander komt vooral tot uiting in de zwakke cijfers voor de conjunctuurgevoelige segmenten, zoals de kortlopende leningen en de kredieten aan de verwerkende industrie. Over het algemeen bleef de kredietgroei profijt trekken van gunstige kredietvoorwaarden. Voorts vertoont de toename van de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens aanzienlijke verschillen tussen de landen (zie Grafiek 20 en 21). Dat heeft onder meer te maken met verschillen in hun conjunctuurcyclus, de uiteenlopende beschikbaarheid van andere financieringsbronnen en de afwijkende huizenprijsontwikkelingen.

Grafiek 20

MFI-leningen aan NFC's in specifieke eurolanden

(mutaties in procenten per jaar)



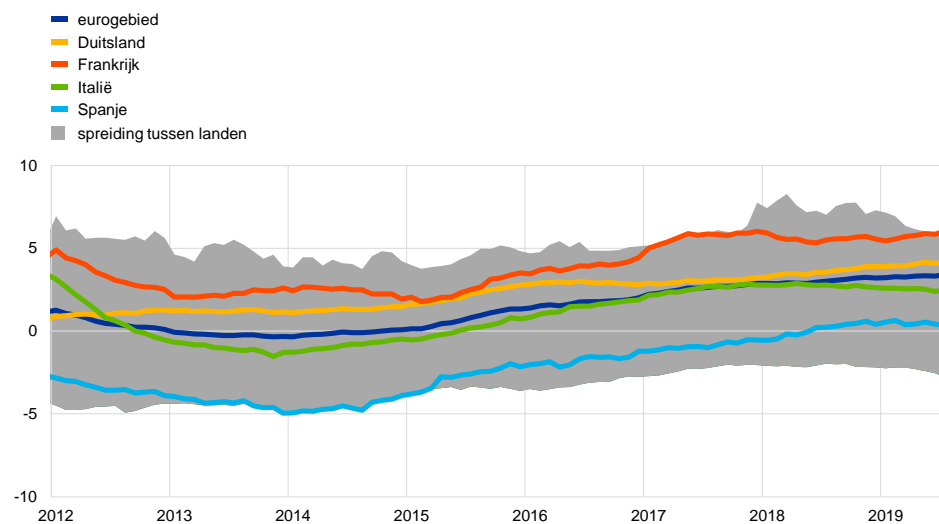
Bron: ECB.

Toelichting: De leningen zijn gecorrigeerd voor verkopen en securitisaties van leningen en saldocompensatie (notional cash pooling). De spreiding tussen landen wordt berekend op basis van de minimum- en maximumwaarden bij een vaste steekproef van twaalf landen van het euromed. De laatste waarneming betreft juli 2019.

Grafiek 21

MFI-leningen aan huishoudens in specifieke eurolanden

(mutaties in procenten per jaar)



Bron: ECB.

Toelichting: De leningen zijn gecorrigeerd voor verkopen van leningen en securitisatie. De spreiding tussen landen wordt berekend op basis van de minimum- en maximumwaarden bij een vaste steekproef van twaalf landen van het eurogebied. De laatste waarneming betreft juli 2019.

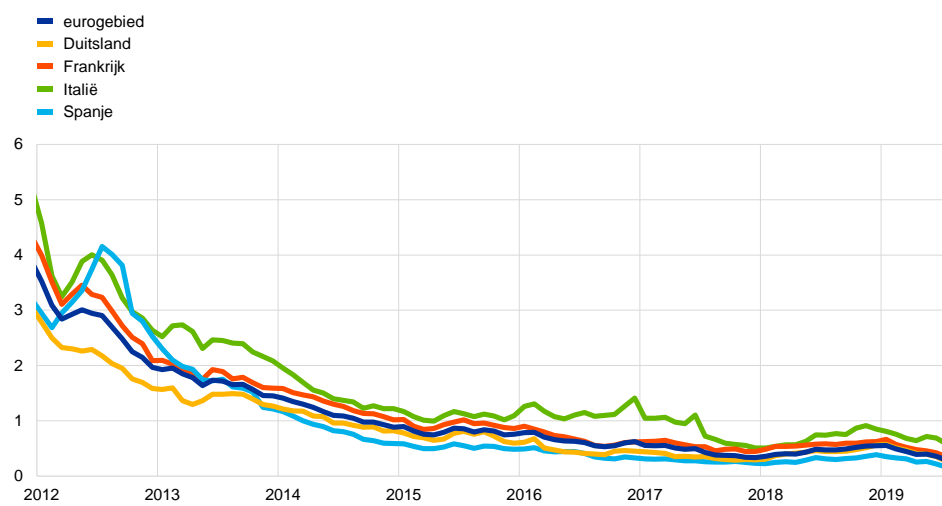
De financieringsvoorwaarden voor banken zijn verder verbeterd. Sinds begin 2019 zijn de samengestelde kosten van schuldfinanciering voor de banken van het eurogebied verder gedaald, grotendeels in overeenstemming met het verloop van de marktreferentietarieven (zie Grafiek 22). Deze ontwikkeling was voornamelijk toe te schrijven aan een aanzienlijke daling van de rente op bankobligaties, terwijl de depositorentetarieven van de banken in het eurogebied dicht bij hun historisch dieptepunt zijn gebleven. Bankobligaties zijn nog steeds een duurere financieringsbron dan deposito's en het aandeel ervan in de totale schuldfinanciering van de banken is beperkt. De verbetering in de kosten voor schuldfinanciering voor de banken deed zich voor in alle grote landen van het eurogebied. Voorts maakten de banken van het eurogebied in hun antwoorden op de enquête van de ECB naar de bancaire kredietverlening gewag van verbeterde toegang tot financiering in de eerste helft van 2019, voornamelijk dankzij hun toegang tot financiering via schuldbewijzen. Tegelijkertijd bleef het peil van de bancaire financieringskosten uiteenlopen tussen de grootste landen van het eurogebied. In de eerste helft van 2019 werden de verschillen tussen de krediet- en de depositorentevoeten van de banken in het eurogebied voor nieuwe contracten iets kleiner. De mogelijkheid om negatieve rentevoeten te hanteren voor deposito's, die voor deposito's van NFC's van land tot land verschilt, heeft een aanzienlijk effect op de omvang van deze marges. De kleinere verschillen tussen de krediet- en de depositorentevoeten oefenen zo een neerwaarts effect uit op de winstgevendheid van de banken. Dit effect wordt evenwel gecompenseerd door de positieve invloed van de lage of zelfs negatieve rente op de kredietkwaliteit (wat de kosten voor voorzieningen vermindert) en op de kredietproductievolumes. Al met al blijven de financieringsvoorwaarden voor banken in het eurogebied gunstig, dankzij de accommoderende monetairbeleidskoers van de ECB en de versterking van de bankbalansen. De

winstgevendheid van de banken in het eurogebied blijft op een laag peil, ondanks de voortgang die de banken boeken bij het consolideren van hun balans, bijvoorbeeld door het terugdringen van niet-renderende leningen.

Grafiek 22

Samengestelde kosten van schuldfinanciering voor banken

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



Bronnen: ECB, Markit iBoxx en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De samengestelde kosten van deposito's worden berekend als het gemiddelde van de rentetarieven op nieuwe contracten van onmiddellijk opvraagbare deposito's, deposito's met een vaste looptijd en deposito's met een opzegtermijn, gewogen naar de respectieve uitstaande bedragen. De laatste waarneming betreft juli 2019.

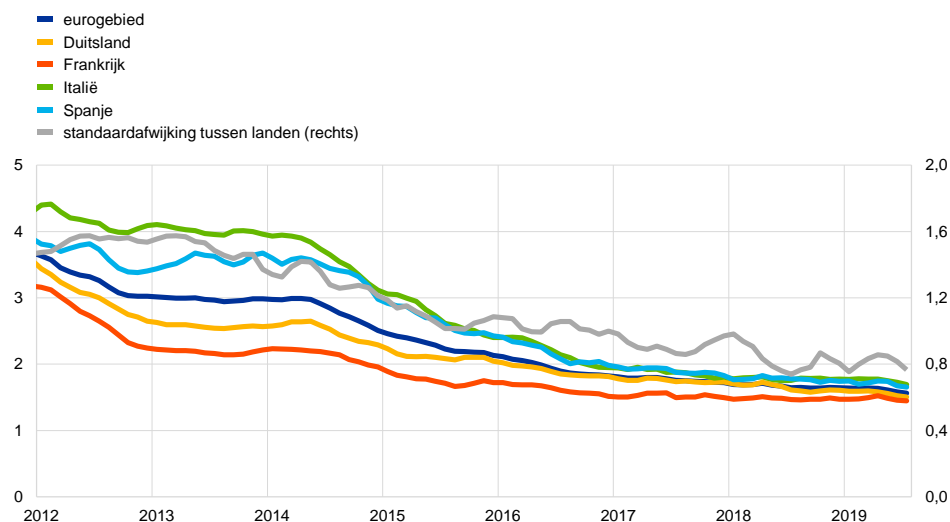
De rentetarieven voor bankleningen aan NFC's en huishoudens zijn verder teruggelopen.

Dit stemt grotendeels overeen met het verloop van de marktreferentietarieven. In juli 2019 bedroeg het samengestelde rentetarief voor bankleningen aan NFC's (zie Grafiek 23) 1,56%, slechts iets hoger dan het historisch dieptepunt, terwijl het samengestelde rentetarief voor bankleningen voor woningaankoop terugliep tot 1,61%, het laagste niveau ooit (zie Grafiek 24). De concurrentiedruk en de gunstiger bancaire financieringskosten oefenden een neerwaarts effect uit op de rentetarieven voor NFC's en huishoudens in het eurogebied. Al met al zijn de samengestelde krediettarieven voor leningen aan NFC's en huishoudens sinds de aankondiging van de kredietverruimende maatregelen van de ECB in juni 2014 aanzienlijk teruggelopen. Tussen mei 2014 en juli 2019 zijn de samengestelde krediettarieven voor leningen aan NFC's en huishoudens met respectievelijk circa 140 basispunten en 130 basispunten gedaald. De rentetarieven voor bankleningen aan NFC's en voor de leningen aan kleine bedrijven – ervan uitgaande dat zeer kleine leningen tot een bedrag van € 0,25 miljoen hoofdzakelijk zijn bedoeld voor kleine bedrijven – liepen vooral aanzienlijk terug in de landen van het eurogebied die zwaarder getroffen waren door de financiële crisis. Dit duidt op een meer uniforme transmissie van het monetair beleid naar de rentetarieven voor bankleningen in alle landen van het eurogebied en voor bedrijven van elke omvang.

Grafiek 23

Samengestelde rente op bankkrediet voor NFC's

(procenten per jaar, driemaands voortschrijdende gemiddelden)



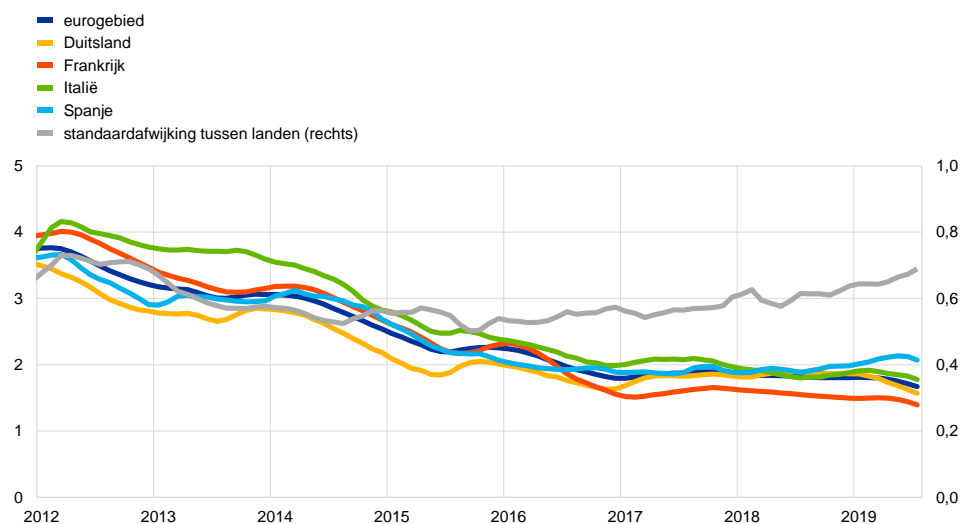
Bron: ECB.

Toelichting: De indicator voor de totale kosten van bankkrediet wordt berekend door de korte- en langetermijnrentes te aggregeren aan de hand van een 24-maands voortschrijdend gemiddelde van de volumes van nieuwe contracten. De standaarddeviatie tussen landen wordt berekend aan de hand van een vaste steekproef van twaalf landen in het eurogebied. De laatste waarneming betreft juli 2019.

Grafiek 24

Samengestelde rente op leningen voor woningaankopen

(procenten per jaar, driemaands voortschrijdende gemiddelden)



Bron: ECB.

Toelichting: De indicator voor de totale kosten van bankkrediet wordt berekend door de korte- en langetermijnrentes te aggregeren aan de hand van een 24-maands voortschrijdend gemiddelde van de volumes van nieuwe contracten. De standaarddeviatie tussen landen wordt berekend aan de hand van een vaste steekproef van twaalf landen in het eurogebied. De laatste waarneming betreft juli 2019.

De totale externe financiering op jaarbasis van NFC's in het eurogebied is in het tweede kwartaal van 2019 vrijwel onveranderd gebleven, na een sterke inkrimping tijdens het voorgaande kwartaal. De kredietverlening van banken is tijdens het tweede kwartaal toegenomen, terwijl de netto-uitgifte van schuldbewijzen

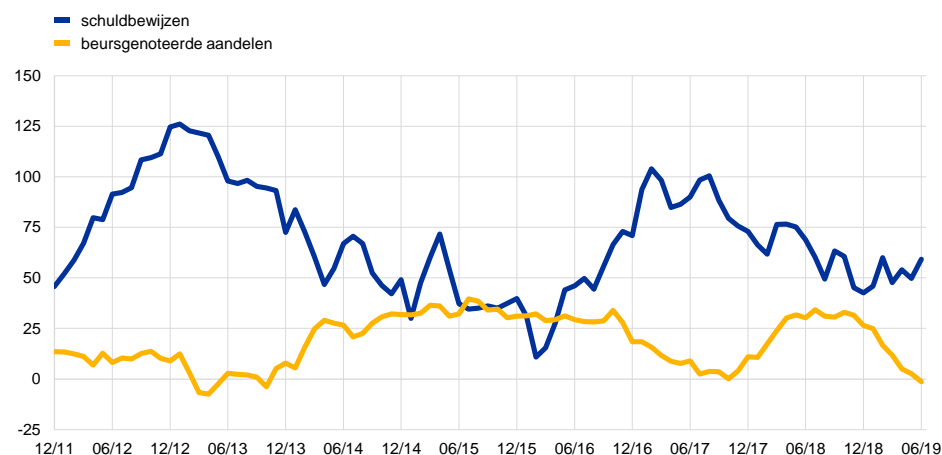
op een solide niveau bleef. De netto-uitgifte van beursgenoteerde aandelen en de leningen van niet-monetaire financiële instellingen bleven dan weer zwak. Vergeleken met vroegere economische vertragingen zijn de schuldfinancieringsstromen aan NFC's tamelijk veerkrachtig gebleven. Dat heeft te maken met het gunstige schuldfinancieringsklimaat, een grotere bijdrage van de diensten en vastgoedgerelateerde activiteiten aan de totale economische groei, stevige groei van de bedrijfsinvesteringen en een vertraging van deze winstgroei. Al deze factoren hebben de schuldfinanciering ondersteund.

In het tweede kwartaal van 2019 bleef de netto-uitgifte van schuldbewijzen door NFC's vrij krachtig, zij het minder sterk dan tijdens het voorgaande kwartaal, toen het hoogste peil sinds 1999 was opgetekend. Dat de netto-uitgifte van schuldbewijzen in het tweede kwartaal van 2019 minder krachtig steeg, strookt met het typische seizoenspatroon van de reeks en het terugbetalingseffect na het uitzonderlijk hoog peil – € 42 miljard – dat tijdens het voorgaande kwartaal was opgetekend. Voorts daalden de kosten van schuldfinanciering via de markt van april tot juni 2019 nog eens met 25 basispunten en bleven ze de netto-uitgifte van schuldbewijzen ondersteunen. Op middellange termijn bekeken, lijkt de in 2017 ingezette geleidelijke vertraging van de netto-uitgiftestromen op jaarbasis minstens tijdelijk tot stilstand te zijn gekomen (zie Grafiek 25). De sinds begin 2019 opgetekende tekenen van een geleidelijke stabilisering worden daarmee bevestigd. Marktgegevens duiden erop dat de netto-uitgifte van schuldbewijzen in juli en augustus 2019 wederom krachtig was, althans die van kredietwaardige emittenten. De uitgifte van hoogrentende obligaties is aanzienlijk geringer dan in het tweede kwartaal van 2019. De netto-uitgifte van beursgenoteerde aandelen bleef afnemen en werd in het tweede kwartaal van 2019 negatief. Debet daaraan waren zowel de geringe bedrijvigheid op het vlak van fusies en overnames als de aanhoudende stijging van de kosten van aandelenfinanciering.

Grafiek 25

De netto-uitgifte van schuldbewijzen en beursgenoteerde aandelen door NFC's in het eurogebied

(stromen op jaarbasis in EUR miljard)



Bron: ECB.

Toelichting: Maandcijfers op basis van een voortschrijdende periode van twaalf maanden. De laatste waarneming betreft juni 2019.

De financieringskosten voor NFC's bleven in juni 2019 net boven het historisch minimumpeil van april 2019.

In juni 2019 kwamen de totale nominale kosten van de externe financiering voor NFC's (bestaande uit bankkrediet, de uitgifte van schuldbewijzen via de markt en financiering met eigen vermogen) uit op 4,6%. Dat was 16 basispunten hoger dan in april 2019, toen de reeks van de financieringskosten een historisch dieptepunt bereikte, maar nog altijd lager dan medio 2014, toen de markt verwachtingen begon te koesteren over de invoering van het programma voor de aankoop van door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen. De stijging van de financieringskosten is toe te schrijven aan de hogere kosten van aandelenfinanciering, opgedreven door hogere risicopremies, die slechts ten dele werd gecompenseerd door de verder teruglopende kosten van schuldfinanciering via de markt. In de daaropvolgende twee maanden zijn de totale financieringskosten naar schatting vrijwel ongewijzigd gebleven op het peil van juni 2019.

6 Begrotingsontwikkelingen

Het begrotingstekort van het eurogebied zal volgens de projecties toenemen als gevolg van lagere primaire saldi gedurende de gehele projectieperiode (2019-2021). Een gunstig rente/groei-ecart en positieve, zij het dalende, primaire begrotingssaldi houden de schuldquote van de overheid in het eurogebied op een neerwaarts pad. De begrotingskoers voor het gehele eurogebied zal naar verwachting licht expansief blijven en zo de economische bedrijvigheid enigszins ondersteunen. Met het oog op de afzwakkende economische vooruitzichten en de nog steeds aanzienlijke neerwaartse risico's dienen overheden met begrotingsruimte die met een groeivertraging te maken hebben effectief en tijdig te handelen. Tegelijkertijd dient in landen met een hoge overheidsschuld de overheid een behoedzaam beleid te voeren en de doelstellingen ten aanzien van het structurele saldo te behalen. Daarmee worden de voorwaarden gecreëerd waaronder automatische stabilisatoren vrijelijk kunnen werken.

Het algemene begrotingssaldo van de overheid in het eurogebied zal gedurende de projectieperiode naar verwachting afnemen.⁸

Op basis van de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2019 wordt voorzien dat het algemene overheidstekort in het eurogebied zal stijgen van 0,5% van het bbp in 2018 naar 0,8% van het bbp in 2019. Deze ontwikkeling wordt gedreven door een lager conjunctuurgezuiverd primair saldo, dat deels wordt gecompenseerd door lagere rentebetalingen, terwijl de conjunctuurcomponent nagenoeg onveranderd blijft. Het hogere tekort zal naar verwachting in 2020 aanhouden en in 2021 verder stijgen naar 1,0% van het bbp (zie Grafiek 26) als gevolg van een aanhoudende daling van het conjunctuurgezuiverde primaire saldo.

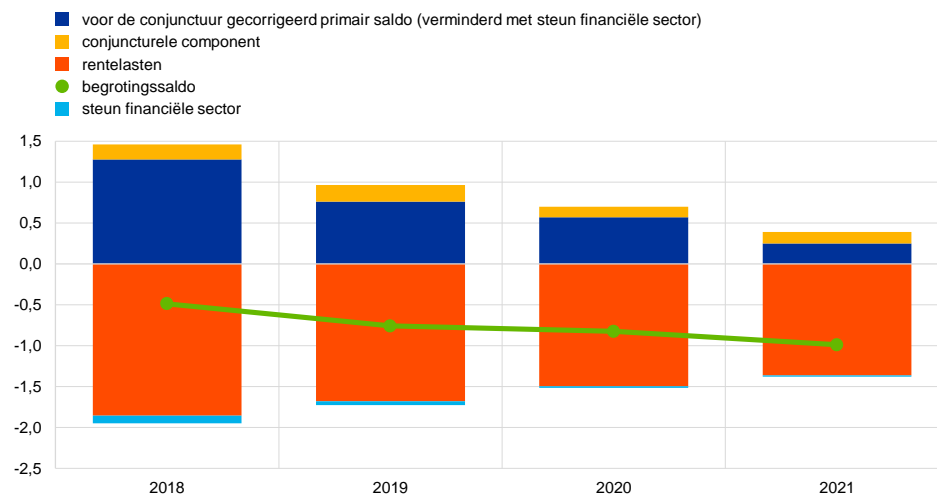
De vooruitzichten voor het algemene begrotingssaldo van de overheid in het eurogebied zijn grotendeels ongewijzigd ten opzichte van de projecties van de medewerkers van het Eurosysteem van juni 2019. Hoewel de tekortquote volgens de projecties iets lager zal uitvallen dan in 2019, als gevolg van een hoger conjunctuurgezuiverd primair saldo, is deze voor 2021 licht opwaarts bijgesteld, vanwege een minder gunstige conjunctuurcomponent.

⁸ Zie de [Door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2019](#).

Grafiek 26

Begrotingssaldo en componenten

(in procenten bbp)



Bronnen: ECB en de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2019.
Toelichting: De gegevens betreffen het aggregaat van de totale overheid in het eurogebied.

De totale begrotingskoers voor het eurogebied zal naar verwachting tijdens de gehele projectieperiode licht expansief zijn.⁹

De versoepeling van de koers in 2019 is hoofdzakelijk toe te schrijven aan verlagingen van directe belastingen in Frankrijk en Duitsland en stijgingen van de overheidsuitgaven in Duitsland. De komende twee jaar zal de koers licht expansief blijven, hoofdzakelijk als gevolg van verdere verlagingen van directe belastingen en socialeverzekeringspremies in de meeste grotere eurolanden.

Volgens de projecties houdt de daling van de algehele schuldquote in het eurogebied aan.

De door de medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2019 voorzien dat de schuldquote van de totale overheid in het eurogebied daalt van 85,4% van het bbp in 2018¹⁰ naar 81,2% van het bbp in 2021. De geraamde daling van de schuldquote van de overheid wordt ondersteund door een negatief rente/groei-ecart¹¹ en aanhoudende primaire overschotten, hoewel deze naar verwachting in de loop van de tijd zullen dalen (zie Grafiek 27). Naar verwachting daalt in de projectieperiode de schuldquote in de meeste landen van het eurogebied. Toch blijft deze in een aantal landen nog altijd fors hoger dan de referentiewaarde van 60% bbp. In vergelijking met de projecties van juni 2019 is de verwachting dat de afname van de totale schuldquote voor het eurogebied iets trager zal verlopen. De geraamde schuldquote voor 2021 is met 0,7 procentpunt opwaarts bijgesteld. In deze verhoging komt een opwaartse

⁹ De begrotingskoers weerspiegelt de richting en omvang van de stimulans die uitgaat van het begrotingsbeleid op de economie, naast de automatische reactie van de overheidsfinanciën op de conjunctuur. De begrotingskoers wordt hier gemeten als de wijziging van het voor de conjunctuur gecorrigeerde primaire saldo verminderd met de overheidssteun aan de financiële sector. Zie voor een bespreking van het begrip 'begrotingskoers binnen het eurogebied' het artikel "The euro area fiscal stance," *Economisch Bulletin*, Nummer 4, ECB, 2016.

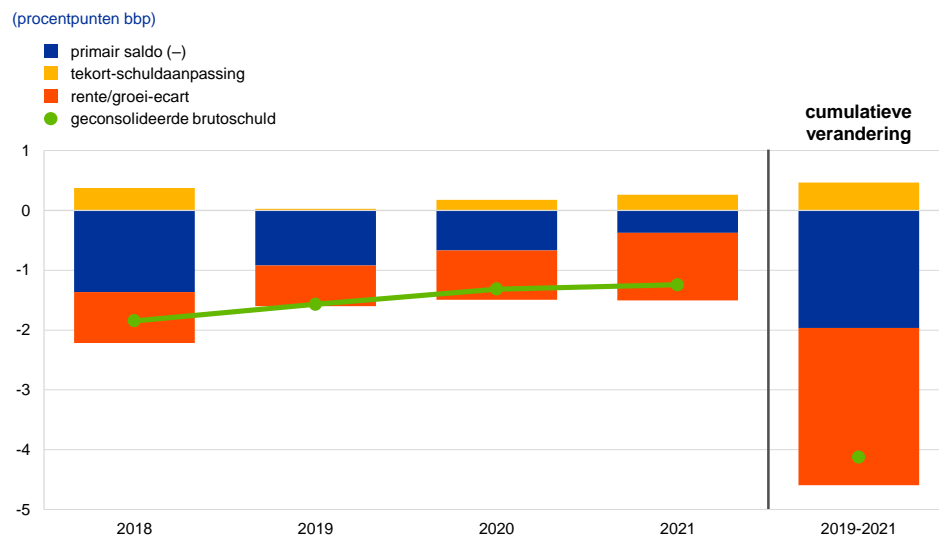
¹⁰ Aangezien meest recente bijstellingen van de cijfers normaal worden meegenomen in de projecties kunnen deze verschillen van de meest recente, bekrachtigde cijfers van Eurostat.

¹¹ Zie voor nadere informatie het kader "Het rente/groei-ecart en de dynamiek van de overheidsschulden", *Economisch Bulletin*, Nummer 2, ECB, 2019.

bijstelling tot uitdrukking van het rente/groei-ecart, lagere primaire overschotten en een statistische herziening van de schuldquote voor 2018.

Grafiek 27

Bepalende factoren voor mutaties in overheidsschulden



Bronnen: ECB en de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2019.
Toelichting: De gegevens betreffen het aggregaat van de totale overheid in het eurogebied.

De EU-lidstaten dienen hun begroting voor 2020 op te stellen in overeenstemming met de bepalingen van het EU-begrotingskader. Met het oog op de afzwakkende economische vooruitzichten en de nog steeds aanzienlijke neerwaartse risico's dienen overheden met begrotingsruimte die met een groeivertraging te maken hebben effectief en tijdig te handelen. In landen met een hoge overheidsschuld dient de overheid een behoedzaam beleid te voeren en de doelstellingen ten aanzien van het structurele saldo te behalen. Daarmee worden de voorwaarden gecreëerd waaronder automatische stabilisatoren vrijelijk kunnen werken. Alle landen dienen hun inspanningen voor een groeivriendelijker samenstelling van de overheidsfinanciën te versterken.

Kaders

1 Het beleidspakket van september

Door J. Schumacher en I. Van Robays

Tijdens zijn vergadering van september kreeg de Raad van Bestuur te maken met een langer aanhoudende vertraging van de economie van het eurogebied dan eerder werd verwacht, aanhoudende en belangrijke neerwaartse risico's en een verdere vertraging van de convergentie van de inflatie naar de middellangetermijndoelstelling. De inflatievooruitzichten blijven nog steeds achter op de doelstelling van de Raad van Bestuur als gevolg van een afnemende groeidynamiek in het eurogebied. Zowel de gerealiseerde als de geprojecteerde inflatiecijfers zijn de afgelopen maanden niet aangetrokken en de maatstaven van onderliggende inflatie zijn over de gehele linie bescheiden gebleven, terwijl zowel marktgebaseerde als op enquêtes gebaseerde indicatoren van de inflatieverwachtingen op de lange termijn zich op een historisch dieptepunt bevinden. Dit beeld komt ook tot uiting in de meest recente macro-economische projecties van ECB-medewerkers voor het eurogebied, waarin sprake is van een verdere neerwaartse bijstelling van de inflatie- en groeivoorzichten.

In de uitoefening van zijn mandaat om prijsstabiliteit in het eurogebied te verwezenlijken heeft de Raad van Bestuur een substantieel pakket aan monetairbeleidsmaatregelen vastgesteld. Dit pakket bestaat uit vijf elementen: (i) een verlaging van de rente op de depositofaciliteit, (ii) aanpassingen van de forward guidance op de belangrijkste rentetarieven van de ECB, (iii) het hervatten van nettoaankopen in het kader van het programma voor de aankoop van activa (asset purchase programme – APP), (iv) aanpassingen aan de voorwaarden van de nieuwe reeks gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO III) en (v) de introductie van een tweeledig systeem voor de vergoeding van reserves. Deze maatregelen leveren tezamen een aanzienlijke monetaire stimulans. Hierdoor zullen financiële omstandigheden in verschillende marktsegmenten tot stand komen die voldoende steun bieden voor een hernieuwde versnelling van de groei en kan de verankering van de inflatieverwachtingen stabiel blijven. De gunstige bancaire leenvoorwaarden worden hierdoor behouden, terwijl tegelijk de soepele doorwerking van de ruime monetaire beleidskoers naar de reële economie wordt gesteund.

Ten eerste heeft de Raad van Bestuur besloten om de rente op de depositofaciliteit te verlagen naar -0,50%. Bij overliquiditeit vormt de rente op de depositofaciliteit het ankerpunt voor de korte rente, die op zijn beurt het mechanisme voor de doorwerking van monetair beleid schraagt. De interbancaire markttrente (EONIA) verankert de daggeldrenteswap in het eurogebied, die de basis vormt van de prijsstelling van veel financiële instrumenten en, met name, de referentierentes die belangrijk zijn voor de vaste rente op leningen. Verlagingen van de rente op de depositofaciliteit geven derhalve een monetairbeleidsstimulans over de gehele rentetermijnstructuur, die de basis vormt voor de financieringskosten van bedrijven

en huishoudens. Daarom vergroot een verlaging van de rente op de depositofaciliteit met 10 basispunten de versoepeling en stimuleert deze banken tegelijk om aan de economie te lenen in plaats van liquiditeit vast te houden. Dit zou het kanaal voor deerschikking van de effectenportefeuilles van het APP moeten ondersteunen.

Ten tweede heeft de Raad van Bestuur duidelijk de richting voor de verdere koers van de korte rente aangegeven door het ‘state based’ element van de forward guidance aan te passen. De aanpassingen vormen een aanvulling op de nadruk die de Raad van Bestuur tijdens zijn vergadering in juli legde op de symmetrie van zijn inflatiedoelstelling en onderstreepte nog eens zijn vastbeslotenheid om bij een inflatie onder de gedefinieerde waarde voor prijsstabiliteit even resoluut op te treden als bij een inflatie daarboven. De vergadering in september heeft meer verduidelijking van de forward guidance verschaft.

De Raad van Bestuur heeft het ‘state-based’ element van zijn forward guidance versterkt door deze te koppelen aan een strengere set voorwaarden voor de inflatievooruitzichten. Deze verbeteringen verhelderden de reactiefunctie van de Raad van Bestuur ten opzichte van de ontwikkeling van de inflatievooruitzichten. De Raad van Bestuur verwacht nu met name dat de belangrijkste rentetarieven van de ECB *“op hun huidige niveau of lager zullen blijven totdat we hebben vastgesteld dat de inflatieverwachtingen binnen onze projectieperiode krachtig convergeren naar een niveau dat voldoende dicht bij maar onder 2% ligt, en een dergelijke convergentie consequent in de onderliggende inflatiedynamiek tot uitdrukking komt.”* De verwijzing naar een niveau *“voldoende dicht bij maar onder 2%”* wijst erop dat de inflatieverwachting significant moet stijgen ten opzichte van het momenteel gerealiseerde en het verwachte niveau en dat de convergentie van de inflatieverwachting binnen de projectieperiode moet worden waargenomen. Bovendien dienen de inflatievooruitzichten krachtig te convergeren, wat betekent dat de Raad van Bestuur ervan verzekerd wil zijn dat het convergentieproces voldoende volgroeid en realistisch is voordat de beleidstarieven weer worden verhoogd. De randvoorwaarde dat de convergentie tot uitdrukking moet komen in de onderliggende inflatiedynamiek waarborgt dat het gerealiseerde inflatiepad de inflatievooruitzichten moet steunen. Deze elementen bieden een waarborg tegen een al te sterke reactie op tijdelijke inflatieschokken en tegen prognose- en meetfouten.

De versterkte forward guidance onderstreept het belang dat de Raad van Bestuur hecht aan het behouden van een zeer accommoderende koers zolang dat nodig is om het inflatieniveau duurzaam een waarde van rond de middellangetermijndoelstelling te laten bereiken. Daarnaast gaf de Raad van Bestuur aan dat de rentetarieven verder zouden kunnen worden verlaagd als de inflatieverwachting daartoe aanleiding geeft, zodat ten aanzien van de beleidsrentes de bias richting versoepeling blijft.

Ten derde heeft de Raad van Bestuur besloten dat de nettoaankopen in het kader van het APP worden hervat voor een maandelijks bedrag van € 20 miljard en dat er gedurende een langere periode zal worden doorgegaan met herinvesteren. De hernieuwde nettoaankopen van activa zullen de lange rente

onder controle houden doordat de risicopremies laag blijven. De Raad van Bestuur heeft daarnaast besloten om de hoofdsommen van de op vervalddag gekomen effecten die waren aangekocht in het kader van het APP integraal te blijven herinvesteren tot lang na het tijdstip waarop de basisrentetarieven worden opgetrokken, en in ieder geval zolang als nodig is om gunstige liquiditeitsvoorwaarden en een aanzienlijke monetaire versoepeling te handhaven. De Raad van Bestuur heeft verder besloten om de mogelijkheid om activa met rendement beneden de rente op de depositofaciliteit aan te kopen voor zover nodig uit te breiden naar de onderdelen van het APP die betrekking hebben op de overheidssector, namelijk het derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties (covered bond purchase programme – CBPP3), het aankoopprogramma voor effecten op onderpand van activa (asset-backed securities purchase programme – ABSPP), en het aankoopprogramma voor bedrijfsobligaties (corporate sector purchase programme – CSPP). Deze uitbreiding zal een verdere soepele uitvoering van het APP faciliteren en weerspiegelt veranderingen in de marktrente ten opzichte van de rente op de depositofaciliteit.

De hervatting van de nettoaankopen van activa vormt een aanvulling op de invloed van de forward guidance op de rentetarieven, aangezien deze naar verwachting zo lang zullen worden voortgezet als nodig is voor het versterken van de verruimende invloed van de beleidsrentes en kort voor de stijging van de rentetarieven zullen worden beëindigd. Hierdoor wordt de signaalfunctie voor beleidstarieven vergroot. Aangezien het 'state-based' element van de forward guidance met betrekking tot de basisrentetarieven van de ECB wordt gebaseerd op ontwikkelingen van de geprojecteerde inflatie en het verloop van de onderliggende inflatie, wordt hierdoor de termijn van nettoaankopen afhankelijk van de inflatieverwachting. Door het herinvesteringsbeleid aan de rentetarieven te koppelen wordt tevens gegarandeerd dat de herinvesteringstermijn gelijk beweegt met het verwachte verloop van de rente, wat de verruimende invloed van die laatste versterkt.

Ten vierde heeft de Raad van Bestuur besloten om de modaliteiten van TLTRO III aan te passen. De prijsstelling van de nieuwe transacties is aantrekkelijker gemaakt. Specifiek werd het in juni aangekondigde verschil van 10 basispunten ten opzichte van de minimale inleentarieven opgeheven. Bij elke transactie wordt het rentetarief nu vastgesteld op het niveau van het gemiddelde tarief van de basisherfinancieringstransacties gedurende de looptijd van de desbetreffende TLTRO III-transactie. Voor banken die meer uitlenen dan een bepaalde maatstaf geldt een lagere rente, die zo laag kan zijn als het gemiddelde rentetarief op de depositofaciliteit. Deze nieuwe prijsstelling zal de financieringsvoorwaarden voor banken zodanig ondersteunen dat banken gunstige leenvoorwaarden blijven aanbieden aan bedrijven en huishoudens. Daarnaast is de looptijd van de TLTRO III-transacties verlengd van twee naar drie jaar, zodat deze beter aansluit op de meest gangbare looptijd van de bancaire financiering van investeringsprojecten. Dit verbetert de ondersteuning die TLTRO III biedt aan de financiering van de reële economie. Ten slotte zullen tegenpartijen gelegenheid krijgen om twee jaar na de vereffening van elke transactie vrijwillig een deel van de geleende bedragen op kwartaalbasis vervroegd af te lossen. Samen zullen deze aanpassingen gunstige

bancaire leenvoorwaarden in stand houden, de soepele doorwerking van monetair beleid verzekeren en de accommoderende monetairbeleidskoers verder ondersteunen.

Ten slotte introduceerde de Raad van Bestuur een tweeledig systeem voor de vergoeding van reserves, waarbinnen een deel van de door banken aangehouden overliquiditeit is vrijgesteld van de negatieve rente op de depositofaciliteit.

De Raad van Bestuur heeft de mogelijke neveneffecten van negatieve rente op bancaire intermediaatiewaardingen nauwgezet bewaakt. Deze kunnen sterker worden naarmate de negatieve rente langer geldt en deze lager is. In dit verband zal een tweeledig systeem bijdragen aan het behoud van de positieve invloed van de het negatieverentebeleid op de economie doordat de directe invloed op de winstgevendheid van banken deels wordt gecompenseerd. De maximale omvang van de aangehouden reserves bovenop de minimumreserveverplichtingen die zijn vrijgesteld van de rente op de depositofaciliteit – het vrijgestelde deel – zal worden bepaald als een veelvoud van de minimumreserveverplichtingen van kredietinstellingen. De vermenigvuldigingsfactor die met ingang van de zevende aanhoudingsperiode van 2019 van toepassing zal zijn, wordt vastgesteld op 6 en de vergoeding over het vrijgestelde deel zal 0% op jaarbasis bedragen.¹² De vergoeding over het vrijgestelde deel en de vermenigvuldigingsfactor waarmee de maximale grootte van dat deel wordt bepaald worden gewijzigd naar aanleiding van omstandigheden op de geldmarkt. Bij de huidige liquiditeitsverhoudingen¹³ kan het vrijgestelde deel maximaal 43% van de aangehouden overliquiditeit bedragen wanneer kredietinstellingen volledig van de vrijstellingen gebruikmaken. Hiermee wordt de door banken gedragen doorwerking van monetair beleid ondersteund, zodat de effectiviteit van het negatieverentebeleid bij de doorwerking van lage beleidstarieven in de bancaire leenrentes wordt vergroot.

Dit veelomvattende beleidspakket zal de convergentie van de inflatie naar de middellangetermijndoelstelling van de Raad van Bestuur ondersteunen. Door middel van de afzonderlijke beleidsmaatregelen en de elkaar onderling versterkende effecten daarvan geven de beleidsbeslissingen van september een substantiële monetaire stimulans, waarmee wordt verzekerd dat bedrijven en huishoudens tegen zeer aantrekkelijke rentes kunnen blijven lenen. De gunstige financieringsvoorwaarden zullen de economische groei onderbouwen door de consumptie- en de investeringsdynamiek te ondersteunen die op hun beurt de convergentie van de inflatie naar de doelstelling van de Raad van Bestuur zullen steunen.

Hoe dan heeft de Raad van Bestuur er opnieuw op gewezen klaar te staan om al zijn instrumenten op passende wijze bij te stellen om de inflatie duurzaam

¹² De omvang van het vrijgestelde deel wordt bepaald op basis van de gemiddelde einddagstanden van de reserverekeningen van de kredietinstellingen gedurende een aanhoudingsperiode. Inclusief minimumreserveverplichtingen, die worden vergoed tegen de rente op de basisherfinancieringstransacties (momenteel 0%), is het maximale totale bedrag aan reserves (d.w.z. de verplichte reserves plus de overreserves) waarop de rente op de depositofaciliteit niet van toepassing is dus beperkt tot zeven maal de minimumreserveverplichtingen.

¹³ Op basis van de gemiddelde minimumreserveverplichtingen en overliquiditeit in de derde en vierde aanhoudingsperiode van 2019; zie het Kader "Liquiditeitsverhoudingen en monetairbeleidstransacties van 17 april tot en met 30 juli 2019".

naar de doelstelling te sturen. Een zeer ruime monetaire koers zal nog gedurende lange tijd vereist zijn. Het beleidspakket van september onderstreept de vastbeslotenheid en de bereidheid van de Raad van Bestuur om de noodzakelijke accommodatie te bieden om zijn prijsstabiliteitsdoelstelling te behalen. In het geval dat de inflatieverwachting blijft steken op een niveau ver beneden de inflatiedoelstelling, blijft de Raad van Bestuur bereid om al zijn instrumenten op passende wijze in te zetten om te waarborgen dat de inflatie duurzaam convergeert in de richting van zijn doelstelling van dicht bij maar onder 2% op de middellange termijn, in lijn met zijn committering aan symmetrie.

2 Liquiditeitsverhoudingen en monetairbeleidstransacties van 17 april tot en met 30 juli 2019

Door Annette Kamps en Christian Lizarazo

In dit Kader wordt een beschrijving gegeven van de liquiditeitsverhoudingen in het Eurosysteem en de monetairbeleidstransacties van de ECB in de derde en vierde reserveaanhoudingsperioden van 2019, respectievelijk 17 april tot en met 11 juni 2019 en 12 juni tot en met 30 juli 2019. Gedurende deze periode zijn de rentetarieven op de basisherfinancieringstransacties (main refinancing operations – MRO's), de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit ongewijzigd gebleven op respectievelijk 0,00%, 0,25% en -0,40%. Tegelijkertijd ging het Eurosysteem verder met de herinvesteringsfase van het programma voor de aankoop van activa (asset purchase programme - APP). De aflossingen op effecten van de publieke sector die de vervaldatum hebben bereikt, gedekte obligaties, effecten op onderpand van activa en bedrijfsobligaties werden geherinvesteerd.

Liquiditeitsbehoefte

Tijdens de verslagperiode bedroeg de gemiddelde dagelijkse totale liquiditeitsbehoefte van het bankwezen (gedefinieerd als de som van de netto autonome factoren en de reserveverplichtingen) € 1.511,3 miljard, een toename van € 14,9 miljard ten opzichte van de voorgaande verslagperiode (de eerste en tweede reserveaanhoudingsperioden van 2019) (Tabel A). Deze kleine toename van de liquiditeitsbehoefte was grotendeels toe te schrijven aan een toename van de netto autonome factoren. Deze stegen tijdens de verslagperiode met € 13,0 miljard, naar € 1.381,3 miljard.

De toename van de netto autonome factoren was het gevolg van een toename van de liquiditeitsverkrappende factoren, die harder groeiden dan de liquiditeitsverruimende factoren. De liquiditeitsverkrappende factoren groeiden hoofdzakelijk als gevolg van 'Overige autonome factoren', die gemiddeld met € 28,2 miljard toenamen naar € 788,7 miljard, en de bankbiljetten in omloop, die gemiddeld met € 21,8 miljard toenamen tot € 1.234,1 miljard. De overheidsdeposito's, die seizoensgebonden volatiliteit kunnen vertonen, bleven tijdens de verslagperiode grotendeels onveranderd op € 270,5 miljard (een stijging van € 7,2 miljard). Wat liquiditeitsverruimende factoren betreft, groeiden de in euro's luidende nettoactiva gemiddeld met € 16,3 miljard naar € 213,0 miljard ten opzichte van de vorige verslagperiode, toen een seizoenpatroon aan het einde van het jaar een sterkere groei veroorzaakte. De liquiditeitsverruimende factoren groeiden daarnaast als gevolg van een hogere waarde van netto buitenlandse activa, die gemiddeld met € 27,9 miljard toenamen, vergelijkbaar met de vorige verslagperiode.

Tabel A**Liquiditeitsverhoudingen Eurostelsel****Passiva – liquiditeitsbehoefte**

(gemiddelden; EUR miljard)

	Huidige verslagperiode: 17 april tot en met 30 juli 2019						Vorige verslagperiode: 30 januari tot en met 16 april 2019	
	Derde en vierde aanhoudings- periode		Derde aanhoudings- periode: 17 april tot en met 11 juni		Vierde aanhoudings- periode: 12 juni tot en met 30 juli		Eerste en tweede aanhoudings- periode	
Autonome liquiditeitsfactoren	2.293,3	(+57,2)	2.253,4	(+3,5)	2.339,0	(+85,6)	2.236,1	(+59,3)
Bankbiljetten in omloop	1.234,1	(+21,8)	1.228,1	(+12,4)	1.240,8	(+12,7)	1.212,2	(+2,2)
Overheidsdeposito's	270,5	(+7,2)	248,3	(-22,2)	295,9	(+47,6)	263,3	(+27,2)
Overige autonome factoren	788,7	(+28,2)	776,9	(+13,3)	802,3	(+25,3)	760,6	(+29,9)
Lopende rekeningen	1.372,5	(+1,2)	1.404,6	(+25,6)	1.335,7	(-68,9)	1.371,3	(+13,7)
Monetairbeleidsinstrumenten	717,5	(-40,1)	730,8	(-17,3)	702,3	(-28,5)	757,6	(-7,3)
Minimumreserveverplichtingen¹	130,1	(+1,9)	128,8	(+0,4)	131,5	(+2,6)	128,1	(+1,1)
Depositofaciliteit	587,4	(-42,0)	601,9	(-17,7)	570,8	(-31,1)	629,4	(-8,4)
Liquiditeitsverkrappende 'fine-tuning'- transacties	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Activa – liquiditeitsverschaffing

(gemiddelden; EUR miljard)

	Huidige verslagperiode: 17 april tot en met 30 juli 2019						Vorige verslagperiode: 30 januari tot en met 16 april 2019	
	Derde en vierde aanhoudings- periode		Derde aanhoudings- periode: 17 april tot en met 11 juni		Vierde aanhoudings- periode: 12 juni tot en met 30 juli		Eerste en tweede aanhoudings- periode	
Autonome liquiditeitsfactoren	912,3	(+44,2)	904,9	(+18,0)	920,8	(+16,0)	868,1	(+75,4)
Netto buitenlandse activa	699,4	(+27,9)	689,7	(+11,1)	710,3	(+20,6)	671,4	(+32,2)
In euro's luidende nettoactiva	213,0	(+16,3)	215,1	(+6,9)	210,5	(-4,6)	196,6	(+43,2)
Monetairbeleidsinstrumenten	3.341,2	(-27,9)	3.355,2	(-6,8)	3.325,1	(-30,0)	3.369,1	(-10,8)
Openmarkttransacties	3.341,0	(-28,0)	3.354,8	(-7,1)	3.325,1	(-29,7)	3.369,0	(-10,7)
Tendertransacties	715,1	(-12,6)	724,2	(-1,8)	704,7	(-19,5)	727,7	(-4,9)
MRO's	5,1	(-0,8)	5,5	(-0,2)	4,6	(-0,9)	5,9	(-1,5)
Driemaands LTRO's	3,3	(-0,7)	3,3	(-0,3)	3,3	(-0,0)	3,9	(-0,7)
TLTRO-II-transacties	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Rechtstreeks effectenverkeer	2.625,9	(-15,4)	2.630,6	(-5,2)	2.620,4	(-10,3)	2.641,3	(-5,9)
Eerste programma voor de aankoop van gedekte obligaties	3,1	(-1,0)	3,2	(-0,7)	2,9	(-0,3)	4,1	(-0,2)
Tweede programma voor de aankoop van gedekte obligaties	3,5	(-0,4)	3,5	(-0,3)	3,4	(-0,1)	3,9	(-0,1)
Derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties	261,7	(-0,5)	261,9	(-0,1)	261,5	(-0,4)	262,2	(-0,1)
Programma voor de effectenmarkten	61,4	(-3,9)	62,8	(+0,1)	59,7	(-3,1)	65,3	(-7,7)
Programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa	26,1	(-0,0)	26,2	(+0,3)	26,0	(-0,2)	26,2	(-1,5)
Aankoopprogramma voor staatsobligaties	2.092,4	(-9,2)	2.095,2	(-4,4)	2.089,2	(-6,0)	2.101,6	(+2,9)
Aankoopprogramma voor bedrijfsobligaties	177,7	(-0,3)	177,7	(-0,1)	177,6	(-0,1)	178,0	(+0,9)
Marginale beleningsfaciliteit	0,2	(+0,1)	0,4	(+0,3)	0,0	(-0,3)	0,1	(-0,1)

Overige liquiditeitsgegevens

(gemiddelden; EUR miljard)

	Huidige verslagperiode: 17 april tot en met 30 juli 2019						Vorige verslagperiode: 30 januari tot en met 16 april 2019	
	Derde en vierde aanhoudings- periode		Derde aanhoudings- periode: 17 april tot en met 11 juni		Vierde aanhoudings- periode: 12 juni tot en met 30 juli		Eerste en tweede aanhoudings- periode	
Totale liquiditeitsbehoefte	1.511,3	(+14,9)	1.477,4	(-14,3)	1.550,0	(+72,6)	1.496,4	(-15,1)
Autonome factoren ²	1.381,3	(+13,0)	1.348,6	(-14,7)	1.418,6	(+70,0)	1.368,3	(-16,2)
Overliquiditeit	1.829,6	(-42,9)	1.877,4	(+7,3)	1.775,1	(-102,3)	1.872,5	(+4,3)

Renteontwikkelingen

(gemiddelden; procenten)

	Huidige verslagperiode: 17 april tot en met 30 juli 2019						Vorige verslagperiode: 30 januari tot en met 16 april 2019	
	Derde en vierde aanhoudingsperiode		Derde aanhoudingsperiode: 17 april tot en met 11 juni		Vierde aanhoudingsperiode: 12 juni tot en met 30 juli		Eerste en tweede aanhoudingsperiode	
MRO	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Marginale beleningsfaciliteit	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Depositofaciliteit	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)
EOA	-0,363	(+0,00)	-0,360	(+0,01)	-0,367	(-0,01)	-0,367	(-0,00)

Bron: ECB.

Toelichting: Alle cijfers in de tabel zijn afgerond naar de dichtstbijzijnde € 0,1 miljard. Cijfers tussen haakjes geven de wijziging ten opzichte van de vorige verslag- of aanhoudingsperiode aan.

1) De minimumreserververplichtingen zijn een pro-memoriestap die niet in de balans van het Eurosysteem voorkomt. Deze post wordt bij de berekening van de totale verplichtingen dan ook buiten beschouwing gelaten.

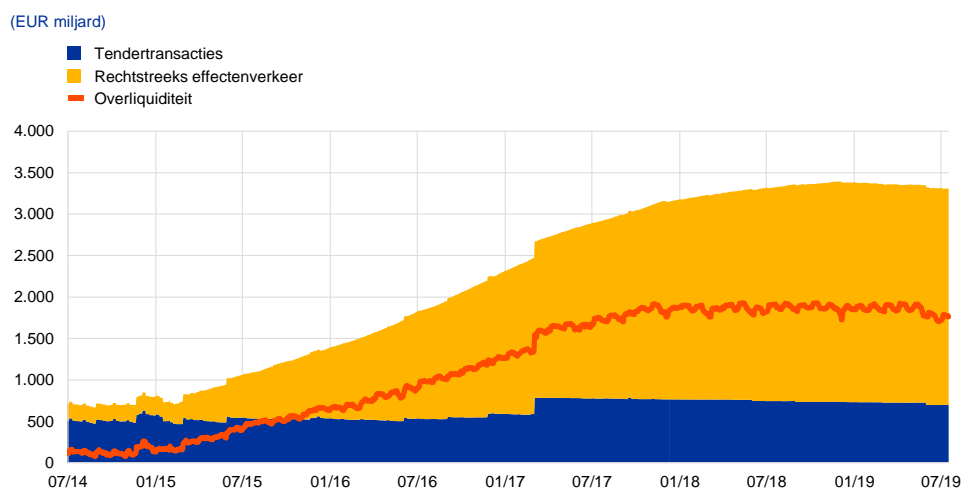
2) De totale waarde van de autonome factoren omvat ook "vereveningsposten".

Liquiditeitsverschaffing door monetairbeleidsinstrumenten

Het gemiddelde bedrag van de liquiditeit die werd verschaft via openmarkttransacties – tendertransacties en APP-aankopen – daalde met € 27,9 miljard naar € 3.341,2 miljard (zie grafiek A). Oorzaken van deze daling waren de lagere vraag naar tendertransacties en een kleinere liquiditeitsinjectie voortvloeiend uit monetairbeleidsportefeuilles, die het gevolg was van aflossingen van effecten die werden aangeschaft onder het programma voor de effectenmarkten en een kleine daling van de boekwaarde van de activa verkregen in het kader van het programma voor de aankoop van door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen (public sector purchase programme – PSPP). Vanwege operationele redenen kunnen er tijdens de herinvesteringsfase op beperkte schaal tijdelijke afwijkingen in de grootte en samenstelling van de APP-portefeuille voorkomen.

Grafiek A

Ontwikkeling liquiditeit die werd verschaft via openmarkttransacties en overliquiditeit



Bron: ECB.

Het gemiddelde bedrag van de liquiditeit die met tendertransacties werd verschaft, is tijdens de verslagperiode licht gedaald, met € 12,6 miljard naar € 715,1 miljard. Deze daling kan grotendeels worden toegeschreven aan de lagere liquiditeitsverschaffing via gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO's). Deze namen gemiddeld af met € 11,2 miljard, als gevolg van vrijwillige vervroegde aflossingen. Door de lagere vraag van tegenpartijen daalde de liquiditeitsverschaffing via MRO's en via driemaands langerlopende herfinancieringstransacties (longer-term refinancing operations – LTRO's) gemiddeld met respectievelijk met € 0,8 miljard, naar € 5,1 miljard, en met € 0,7 miljard, naar € 3,3 miljard.

Liquiditeitsverschaffing via de monetairbeleidsp portefeuilles van het Eurosysteem nam af met € 15,4 miljard, naar gemiddeld € 2.625,9 miljard als gevolg van de aflossing van obligaties onder het Securities Markets Programme en een kleine afname van het PSPP. De aflossing van obligaties aangehouden in het kader van het SMP en de twee eerdere programma's voor de aankoop van gedekte obligaties bedroeg in totaal € 5,4 miljard. Het APP is per 1 januari 2019 de herinvesteringsfase ingegaan. Vanwege operationele redenen kunnen er tijdens de herinvesteringsfase op beperkte schaal tijdelijke afwijkingen in de grootte en samenstelling van de APP-portefeuille voorkomen.¹⁴ Het PSPP nam tijdens de verslagperiode licht af met gemiddeld € 9,2 miljard naar € 2.092,4 miljard.

Overliquiditeit

In verband met de hierboven geschetste ontwikkelingen is de gemiddelde overliquiditeit gedaald ten opzichte van de voorgaande verslagperiode, namelijk met € 42,9 miljard naar € 1.829,6 miljard (zie Grafiek A). Deze daling

¹⁴ Zie het artikel "Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases", *Economisch Bulletin*, Nummer 2, ECB, 2019.

was het gevolg van hogere netto autonome factoren en lagere liquiditeitsverschaffing als gevolg van tendertransacties en APP-aankopen door het Eurosysteem. Wat betreft de verdeling van de overliquiditeit naar rekening-courant en depositofaciliteit: de gemiddelde tegoeden in rekening-courant stegen fractioneel, met € 1,2 miljard naar € 1.372,5 miljard. Het gemiddelde beroep op de depositofaciliteit daalde met € 42,0 miljard, naar € 587,4 miljard.

Renteontwikkelingen

De ongedekte en door onderpand gedekte daggeldtarieven voor algemeen onderpand bleven bijna gelijk aan de rente op de depositofaciliteit van de ECB.

In de markt voor leningen zonder onderpand bedroeg de EONIA gemiddeld -0,363%, onveranderd ten opzichte van de voorgaande verslagperiode. Deze fluctueerde tussen een laagste punt van -0,379% op 19 juni en een hoogste punt van -0,252% op 7 juni, vóór Tweede Pinksterdag op 10 juni. De stijging van de rente viel samen met een merkbare daling van het volume met ongeveer € 800 miljoen naar € 611 miljoen tussen donderdag 6 juni en vrijdag 7 juni. Anekdotisch bewijs wijst erop dat de EONIA-panelbanken in het verleden de neiging hebben vertoond om van een looptijd van één dag naar een looptijd van twee of drie dagen over te gaan om lange weekenden te overbruggen. Daardoor vertoont het EONIA-volume op zulke dagen vaak abrupte dalingen. Voor wat betreft de door onderpand gedekte geldmarkt is het verschil tussen het gemiddelde dagtarief van repo's voor het standaardmandje en het uitgebreide mandje onderpand in de markt voor door algemeen onderpand gedekte activa (GC Pooling)¹⁵ marginaal gegroeid. Vergeleken met de voorgaande verslagperiode is het gemiddelde dagtarief van repo's voor het standaardmandje toegenomen met 0,6 basispunt, naar -0,419%. Tegelijkertijd is het gemiddelde dagtarief voor het uitgebreide mandje met 1,1 basispunt gestegen naar -0,397%.

¹⁵ In de GC Pooling-markt worden repo-overeenkomsten op het Eurex-platform verhandeld op basis van gestandaardiseerde mandjes onderpand.

3 Binnenlandse tegenover buitenlandse factoren achter de daling van de industriële productie in het eurogebied

Door Roberto A. De Santis en Srečko Zimic

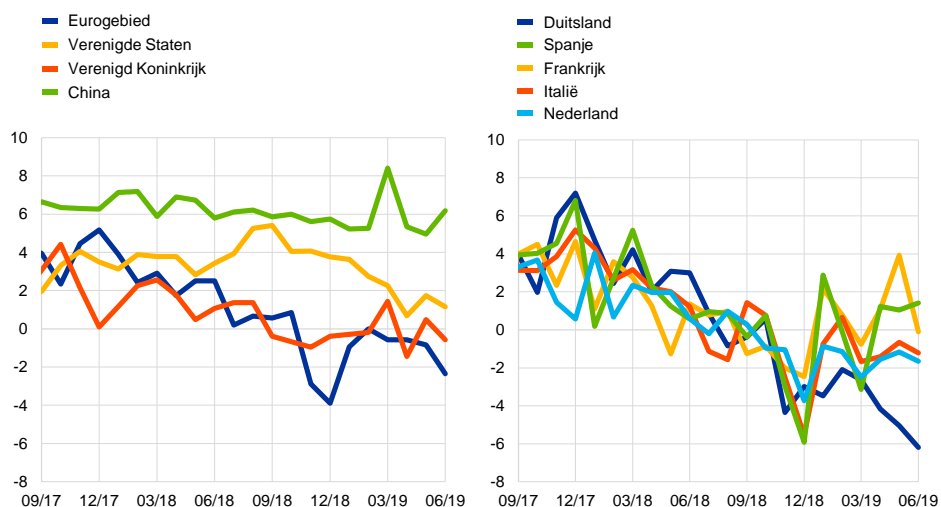
Na een sterke daling in 2018 tegen de achtergrond van zwakke wereldhandel heeft de groei op jaarbasis van de industriële productie in het eurogebied zich in 2019 fractioneel hersteld, maar bleef desondanks negatief. In de periode van

januari 2018 tot en met juni 2019 daalde het groeitempo op jaarbasis van de industriële productie in het eurogebied (ongerekend de bouwnijverheid) over de hele linie met 6,3 procentpunten, van 3,9% naar -2,4% (zie Grafiek A). Dit is verreweg de sterkste daling die in die periode in een grote economie is waargenomen. In de Verenigde Staten zette de daling van de industriële productie later in, namelijk in september 2018. Onder de grootste eurolanden werden de sterkste dalingen genoteerd in Duitsland (10,9 procentpunten), Nederland (5,7 procentpunten) en Italië (5,5 procentpunten). In Frankrijk en Spanje daalde de industriële productie in 2018 in lijn met de ontwikkelingen in alle andere eurolanden, maar die negatieve trend sloeg in 2019 om. De patronen blijven echter zeer volatiel. De afname van de bedrijvigheid in de verwerkende industrie in het eurogebied lijkt negatieve gevolgen te hebben gehad voor de groeitempo's in verschillende subcomponenten van de dienstensector, hoewel die sector als geheel tot nu toe betrekkelijk veerkrachtig is gebleven. In dit Kader worden de achterliggende factoren onderzocht van de ontwikkelingen van de industriële productie in het eurogebied, met als doel het relatieve belang te kwantificeren van buitenlandse tegenover binnenlandse schokken, beschouwd door de lens van een structural vector autoregression (SVAR)-meerlandenmodel.

Grafiek A

Industriële productie ongerekend bouwnijverheid in het eurogebied en andere grote economieën

(mutaties in procenten op jaarbasis)



Bron: Eurostat.

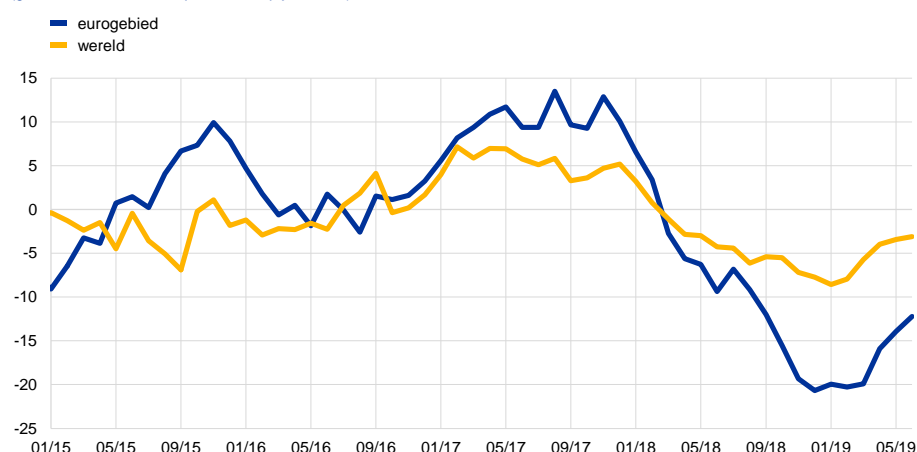
Toelichting: De meest recente waarneming betreft juni 2019.

Al deze ontwikkelingen vonden plaats tegen de achtergrond van teruglopende wereldhandel. Als gevolg van de oplopende handelsspanningen tussen de Verenigde Staten en China en de onzekerheid rondom de brexit zijn tijdens de periode onder beschouwing de nieuwe uitvoerorders wereldwijd sterk gedaald, en die voor het eurogebied nog sterker (zie Grafiek B).

Grafiek B

Purchasing Managers' Indices voor nieuwe uitvoerorders (wereldwijd en voor het eurogebied)

(gemiddelde mutaties in procenten op jaarbasis)



Bron: Markit.

Toelichting: De meest recente waarneming betreft juni 2019.

Om de invloed van doorwerkingseffecten vanuit het buitenland op de industriële productie in het eurogebied te beoordelen is een model gebruikt waarin de industriële productie in een aantal grote economieën wordt meegenomen. Het model maakt gebruik van seizoengezuiverde maandreeksen voor industriële productie (ongerekend de bouwnijverheid) voor het eurogebied, China, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten (zie Grafiek A). Deze zijn geschat voor een relatief korte meetperiode van januari 2007 tot en met juni 2019, deels omdat de economische relaties tussen landen vóór de wereldwijde economische en financiële crisis mogelijk anders waren, maar ook om gegevens voor China te kunnen meenemen. Het model bevat eveneens een controlevariabele, waarvoor de Purchasing Managers' Index (PMI) voor nieuwe uitvoerorders wereldwijd als benadering geldt (zie Grafiek B). Om meer gewicht te geven aan deze wereldhandelsfactor is aangenomen dat deze slechts met vertraging op schokken voor de industriële productie in individuele landen reageert, terwijl de industriële productie in individuele landen direct op wereldwijde schokken reageert. Voor de modellering van alle andere variabelen is aangenomen dat een schok een onmiddellijk effect heeft op de variabele in het eigen land, waarvan de absolute waarde groter is dan het effect ervan op buitenlandse variabelen.¹⁶

¹⁶ De methode voor de identificatie van schokken wordt toegelicht in De Santis, R. A. en Zimic, S., "Spillovers among sovereign debt markets: Identification through absolute magnitude restrictions", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 33, No. 5, 2018, pp. 727-747.

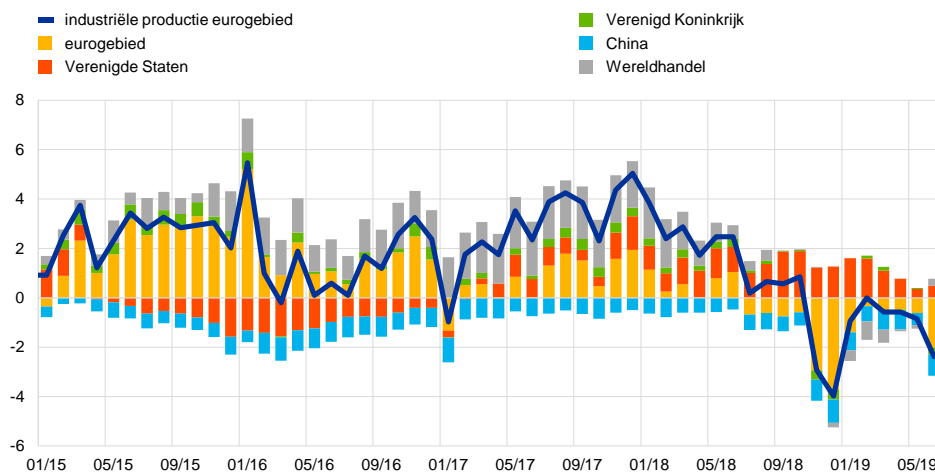
De resultaten van het model wijzen erop dat de groeiafname van de industriële productie in het eurogebied in het afgelopen jaar is veroorzaakt door zowel lagere buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied als ongunstige binnenlandse schokken. Waar de zwakke internationale handel in de eerste helft van 2018 de voornaamste bijdrage leverde aan de afname van de groei van de industriële productie in het eurogebied (zie de grijze balk in Grafiek C),¹⁷ speelden vanaf juli 2018 ook ontwikkelingen specifiek voor het eurogebied een voornamelijk rol (zie de gele balk). Vermeldenswaardig is verder dat de industriële productie in het eurogebied is beïnvloed door recente ontwikkelingen in de Verenigde Staten (zie de rode balk in Grafiek C). De negatieve bijdrage van China is sinds begin 2016 relatief stabiel. Gezien de ontwikkelingen voor Duitsland zoals die in Grafiek A te zien zijn, komen in de binnenlandse schokken in het eurogebied mogelijk de negatieve ontwikkelingen in de Duitse auto-industrie tot uitdrukking. De introductie van een nieuwe emissietest voor motorvoertuigen op 1 september 2018 (de Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure – WLTP) heeft in Duitsland voor verstoringen van de aanvoer gezorgd. Dit kan consumenten ervan hebben weerhouden om dieselauto's te kopen. Hetzelfde geldt mogelijk voor het potentiële verbod op dieselmotoren dat in de zomer van 2018 werd aangekondigd en naar verwachting in 2019 in grote Duitse steden zal worden geïntroduceerd. Dit lijken belangrijke landspecifieke tijdelijke factoren te zijn waaraan een groot gedeelte van de afname van de industriële productie in het eurogebied in de tweede helft van 2018 is toe te schrijven. De meer recente toename van de negatieve bijdrage van binnenlandse factoren aan de groei van de industriële productie in het eurogebied (in juni 2019) is het gevolg van zwakkere groei van de industriële productie in Duitsland (zie Grafiek A), die mogelijk verband houdt met de zwakkere consumptiegroei die in dit land in het tweede kwartaal van 2019 werd genoteerd.

¹⁷ In de eerste helft van 2018 leverde de wereldhandelsfactor een negatieve bijdrage van 1,5 procentpunt aan de verandering in de industriële productie in het eurogebied. Dit betreft het verschil tussen de grijze balk (in Grafiek C) voor juni 2018 en die voor januari 2018.

Grafiek C

Uitsplitsing schokken industriële productie eurogebied ongerekend bouwnijverheid

(mutaties in procenten op jaarbasis)



Bronnen: Eurostat, Markit en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Schokken voor de industriële productie van landen zijn geïdentificeerd door middel van de absolute-waarderestrictiemethode (zie De Santis, R.A. en Zimic, S., op. cit.), waarbij wordt aangenomen dat het effect van de schok op de binnenlandse economie ten tijde van de schok zelf in absolute zin groter is dan de omvang van de doorwerkingseffecten op het buitenland. Aangenomen wordt dat de PMI voor nieuwe uitvoerorders wereldwijd, die een benadering van de wereldhandel vormt, met een vertraging van één reageert op schokken voor de industriële productie van landen. De totale meetperiode loopt van januari 2007 tot en met juni 2019.

Al met al lijkt de afname van de groei van de industriële productie in het eurogebied het afgelopen jaar te zijn gedreven door zowel oplopende mondiale handelsspanningen als binnenlandse ontwikkelingen. Voor de periode van juli 2018 tot en met juni 2019 verklaren de wereldhandelsfactor en alle factoren die samenhangen met de ontwikkelingen in China, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten 37% van de groeiafname van de industriële productie in het eurogebied, terwijl de binnenlandse factoren 63% bijdroegen, hoewel dit effect in de tweede helft van 2018 mogelijk deels was te verklaren door tijdelijke factoren in verband met de auto-industrie. De duidelijke zwakte van de bedrijvigheid in de verwerkende industrie werkt mogelijk door in bepaalde subcomponenten van de dienstensector, maar in zijn algemeen weerstaat de dienstensector de negatieve schok momenteel. De mogelijke gevolgen voor de dienstensector moeten nauwlettend in het oog worden gehouden.

4 Hoe verhoudt de huidige werkgelegenheidsexpansie in het eurogebied zich tot historische patronen?

Door Vasco Botelho en António Dias da Silva

In dit Kader wordt de huidige werkgelegenheidsexpansie in het eurogebied geanalyseerd en vergeleken met perioden van werkgelegenheidsgroei in het verleden. De werkgelegenheid in het eurogebied is bijna zes jaar op rij gestegen, na een dieptepunt in het tweede kwartaal van 2013. Sinds het begin van de huidige expansie is de werkgelegenheid met meer dan 11 miljoen mensen toegenomen en is de werkloosheidsgraad met ruim 4 procentpunten gedaald, waardoor die laatste het niveau van voor de crisis nadert. Ondertussen was de groei van de arbeidsproductiviteit en van de reële lonen relatief zwak. Tegen die achtergrond wordt in dit Kader getracht gelijkenissen en verschillen tussen de huidige werkgelegenheidsexpansie en eerdere periodes van expansie vast te stellen. Het vergt met name een langetermijnperspectief om het verband tussen de werkgelegenheidsgroei en de bbp-groei, het gedrag van de werkloosheid, en het verband tussen de productiviteitsgroei en de groei van de reële lonen te analyseren. De analyse is gebaseerd op jaargegevens uit de AMECO-database van de Europese Commissie voor de 12 landen die het eerst tot het eurogebied zijn toegetreden¹⁸, voor de periode van 1960 tot 2018. Die gegevens worden vervolgens opgesplitst in tien afzonderlijke periodes van opeenvolgende positieve of negatieve werkgelegenheidsgroei.¹⁹ Deze periodes, die werkgelegenheidsexpansies en -inkrimpingen afbakenen, zijn een nuttig referentiepunt om de sterkte en de maturiteit van de huidige werkgelegenheidsexpansie te beoordelen.

Historisch gezien is de huidige werkgelegenheidsexpansie tot nog toe niet uitzonderlijk lang, met een gemiddelde werkgelegenheidsgroei die iets lager is dan tijdens de vorige expansie. Grafiek A toont de gemiddelde groei van de werkgelegenheid en het bbp op jaarbasis voor de 12 landen gedurende de afgebakende perioden van werkgelegenheidsgroei of -inkrimping. De mediane werkgelegenheidsexpansie duurde ongeveer zes jaar, en 1995-2008 was de langste periode van aaneengesloten werkgelegenheidsgroei in het tijdsbestek dat in dit Kader werd geanalyseerd. De mediane werkgelegenheidsinkrimping duurde ongeveer twee jaar. Tegen die achtergrond is de huidige periode van werkgelegenheidsexpansie niet uitzonderlijk lang. Als we kijken naar het groeitempo gedurende de laatste drie werkgelegenheidsexpansies, dan zien we dat de werkgelegenheid gemiddeld met 1,4% per jaar toenam. Tijdens de huidige expansie,

¹⁸ De 12 landen die in de analyse werden opgenomen zijn: België, Duitsland, Ierland, Griekenland, Spanje, Frankrijk, Italië, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, Portugal en Finland. Ze worden de EA12 genoemd.

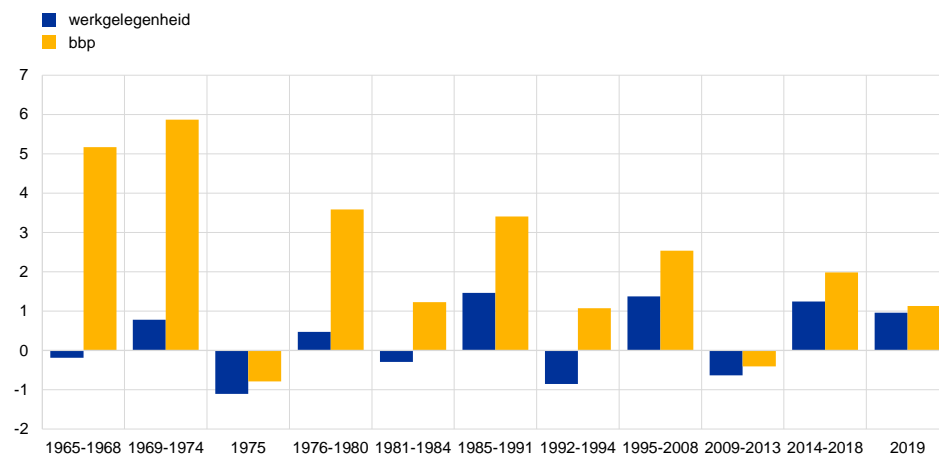
¹⁹ Op basis van deze definitie werden de historische gegevens van 1960 tot 2018 opgesplitst in tien afzonderlijke perioden. Voor 2011 werd een uitzondering gemaakt. Dat jaar werd opgenomen in een periode van krimp hoewel er een lichte toename van de werkgelegenheid werd opgetekend. De gegevens voor 2019 worden afzonderlijk getoond en zijn gebaseerd op de voorjaarsprognose 2019 van de Europese Commissie, om consistentie met de analyse van historische AMECO-gegevens te garanderen.

daarentegen, steeg de werkgelegenheid tussen 2014 en 2018 elk jaar met ongeveer 1,2%, en het groeitempo zal naar verwachting lager liggen in 2019.²⁰

Grafiek A

Gemiddelde werkgelegenheidsgroei en reële bbp-groei op jaarbasis

(procenten per jaar)



Bronnen: AMECO-database van de Europese Commissie en berekeningen van ECB-medewerkers.

Toelichting: 2019 is gebaseerd op de voorjaarsprognose van de Europese Commissie voor de EA12 die beschikbaar is in de AMECO-database.

Tegelijkertijd is de huidige expansie werkgelegenheidsintensiever dan vorige expansies, wanneer de werkgelegenheidsgroei wordt afgemeten aan de reële bbp-groei.²¹

De gemiddelde reële bbp-groei tijdens de huidige werkgelegenheidsexpansie is weliswaar de laagste van alle werkgelegenheidsexpansies uit de steekproefperiode, maar de werkgelegenheidsgroei vertraagde minder sterk. Op de langere termijn beschouwd werden de laatste drie werkgelegenheidsexpansies (2014-2018, 1995-2008 en 1985-1991) gekenmerkt door een aanzienlijk hoger groeitempo van de werkgelegenheid dan in de eerdere expansieperiodes. Dat impliceert dat de elasticiteit van de werkgelegenheidsgroei (ten opzichte van de bbp-groei) tijdens de laatste drie werkgelegenheidsexpansies versterkte en in de loop der tijd gestaag is toegenomen tussen de expansieperiode 1985-1991 en de huidige expansie (zie grafiek B).

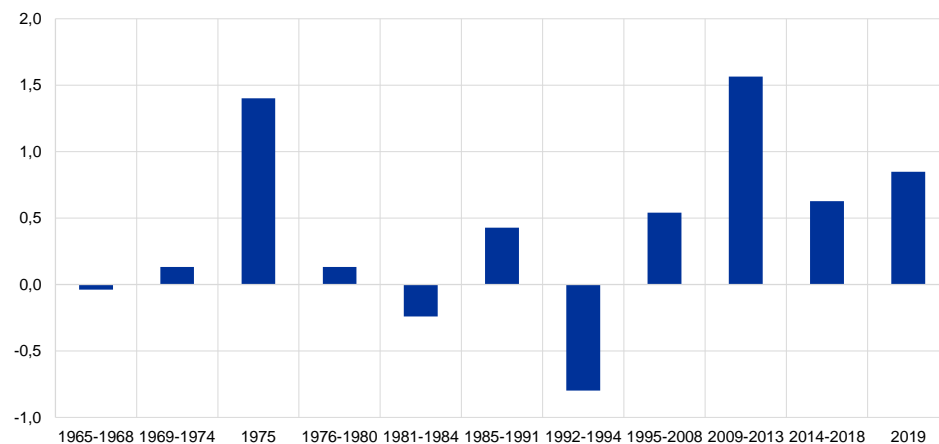
²⁰ Aangezien het doel van de analyse erin bestaat de werkgelegenheidsgroei te vergelijken met de bbp-groei, worden demografische ontwikkelingen niet expliciet in aanmerking genomen. Als we in de plaats daarvan kijken naar de verhouding tussen de werkgelegenheid en de bevolking, dan lijken de werkgelegenheidsontwikkelingen sterker voor de huidige expansieperiode dan voor eerdere expansies. Meer in het bijzonder bereikte de verhouding tussen de werkgelegenheid en de bevolking (voor de leeftijdsgroep van 15 tot 64 jaar) in 2015 het niveau van voor de crisis en het huidige peil is het hoogste gedurende de periode die in dit Kader wordt geanalyseerd.

²¹ Zie ook het Kader "Werkgelegenheidsgroei en bbp in het eurogebied", *Economisch Bulletin*, Nummer 2, ECB, 2019.

Grafiek B

Elasticiteit van de werkgelegenheid ten opzichte van het reëel bbp

(procenten)



Bronnen: AMECO-database van de Europese Commissie en berekeningen van ECB-medewerkers.

Toelichting: 2019 is gebaseerd op de voorjaarsprognose van de Europese Commissie voor de EA12 die beschikbaar is in de AMECO-database. De elasticiteit wordt berekend als de verhouding van de cumulatieve werkgelegenheidsgroei tot de cumulatieve bbp-groei in elke periode.

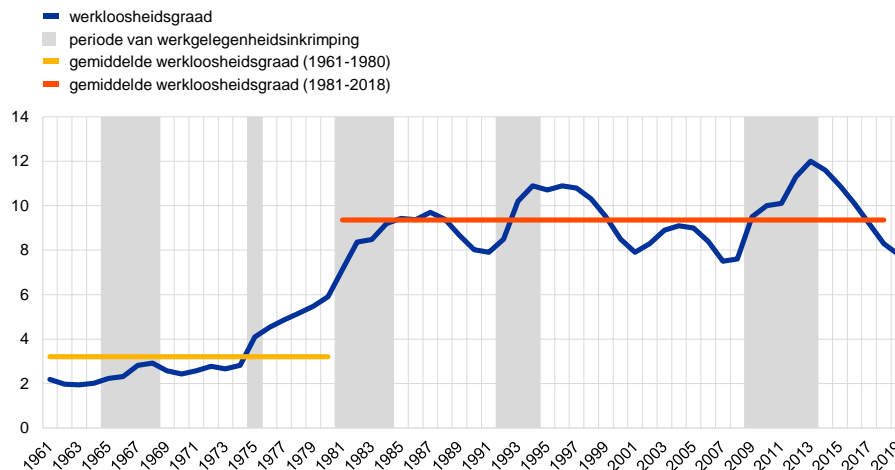
Bovendien was de daling van de werkloosheidsgraad tijdens de huidige expansieperiode vooral opmerkelijk vanuit historisch perspectief. In de periode 2014-2018 daalde de werkloosheidsgraad met een gemiddelde van 0,7 procentpunten per jaar. Dat is het snelste dalingstempo voor een vijfjarige periode gedurende de steekproefperiode (zie Grafiek C). Deze snelle daling doet zich voor tegen de achtergrond van een historisch hoog niveau van de werkloosheidsgraad. Uit een langetermijnperspectief kan een mogelijk structurele verandering in de werkloosheidsgraad in de groep van 12 landen worden vastgesteld rond het midden van de jaren zeventig, toen het werkloosheidscijfer steeg naar een aanzienlijk hoger niveau.²² De afgelopen dertig jaar is de werkloosheidsgraad op jaarbasis immers zelden tot onder 8% gezakt. Als de werkloosheidsgraad blijft dalen in het huidige tempo, zal hij tegen 2020 onder het niveau van voor de crisis dalen. Het blijft echter de vraag of de werkloosheidsgraad in het eurogebied kan dalen tot een niveau dat dichterbij het niveau van voor de jaren tachtig.

²² Diverse auteurs hebben geprobeerd de toename van de Europese werkloosheid te verklaren. Zie bijvoorbeeld Blanchard, O., "European unemployment: the evolution of facts and ideas", *Economic Policy*, Vol. 21, No. 45, 2006, pp. 5-59, waarin wordt gesteld dat er verschillende mogelijke oorzaken zijn voor de toename van de Europese werkloosheid in de jaren zeventig. De voornaamste verklaringen voor de initiële toename van de werkloosheid in Europa houden verband met de impact van ongunstige schokken die zich in de meeste landen voordeden, zoals de stijging van de olieprijs en de vertraging van de productiviteitsgroei. Bovendien hebben de verschillen in aanpak geleid tot heterogene uitkomsten in de afzonderlijke landen, en sommige arbeidsmarktbeleidsmaatregelen waren ongeschikt om de werkloosheidsstijging het hoofd te bieden.

Grafiek C

Werkloosheidsgraad

(procenten)



Bronnen: AMECO-database van de Europese Commissie en berekeningen van ECB-medewerkers.

Toelichting: 2019 is gebaseerd op de voorjaarsprognose van de Europese Commissie voor de EA12 die beschikbaar is in de AMECO-database.

De daling van de werkloosheid en de stijging van de werkgelegenheid in de huidige expansie deden zich gelijktijdig voor met een matiging van de arbeidskosten, maar die matiging was zwakker dan tijdens de vorige expansie.

De reële lonen stegen met gemiddeld 0,3% per jaar tijdens de periode 2014-2018.

Dat is minder dan de 0,5% tijdens de vorige expansieperiode. De gemiddelde productiviteitsgroei tijdens de huidige expansie bedroeg echter slechts 0,7%, terwijl het tijdens de vorige 1,1% beliep.²³ Bijgevolg bleven de reële arbeidskosten per eenheid product dalen, zij het in een trager tempo²⁴ (zie Grafiek D). Op de langere termijn beschouwd, wordt de daling van de gemiddelde bbp-groei, samen met de grotere elasticiteit van de werkgelegenheidsgroei ten opzichte van de bbp-groei, in verband gebracht met een vertraging van het groeitempo van de arbeidsproductiviteit per werknemer. De vertraging van de productiviteit in de 12 landen uit de steekproef hield de afgelopen veertig jaar aan en ging gepaard met een vertraging van de groei van de reële lonen. De vertraging van de groei van de reële lonen was met name uitgesproken ten opzichte van de vertraging van de productiviteitsgroei in de jaren tachtig, en leidde tot een scherpe daling van de arbeidsinkomensquote tijdens die periode, aangezien de reële lonen minder snel reageerden op de ontwikkelingen van de arbeidsproductiviteit.

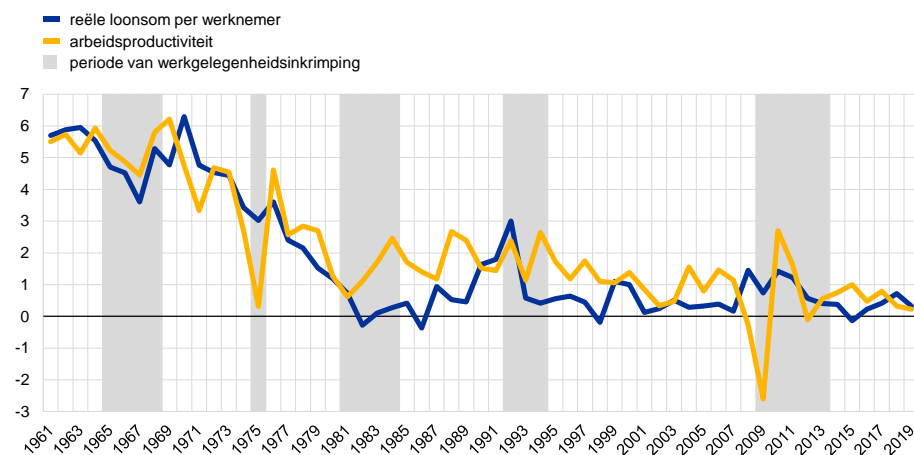
²³ De reële lonen worden gedefinieerd als de reële loonsom per werknemer voor de totale economie, terwijl de arbeidsproductiviteit wordt gedefinieerd als het reële bruto binnenlands product per werknemer. De nominale cijfers worden in reële cijfers omgezet aan de hand van de prijsdeflator voor het bbp tegen marktprijzen.

²⁴ Het groeitempo van de reële arbeidskosten per eenheid product kan worden berekend als het verschil tussen het groeitempo van de reële lonen en dat van de arbeidsproductiviteit. Op die manier berekend daalden de reële arbeidskosten per eenheid product gemiddeld met 0,6% per jaar tijdens de werkgelegenheidsexpansie tussen 1995 en 2008 en dalen ze met gemiddeld 0,4% per jaar tijdens de huidige expansie.

Grafiek D

Arbeidsproductiviteit en reële loonsom per werknemer

(groecijfers, procenten)



Bronnen: AMECO-database van de Europese Commissie en berekeningen van ECB-medewerkers.

Toelichting: 2019 is gebaseerd op de voorjaarsprognose van de Europese Commissie voor de EA12 die beschikbaar is in de AMECO-database.

Over het geheel genomen helpt deze langetermijnanalyse om het recente herstel in perspectief te plaatsen, tegen de achtergrond van vroegere werkgelegenheidsexpansies en -inkrimpingen. De reactie van de

werkgelegenheid op de bbp-groei neemt toe sinds het midden van de jaren tachtig, en de huidige expansie is werkgelegenheidsintensiever dan de vorige. De elasticiteit van de werkgelegenheid ten opzichte van het bbp was in het verleden echter groter (in absolute cijfers) tijdens werkgelegenheidsinkrimpingen dan tijdens -expansies, wat een zekere asymmetrie aan het licht brengt in de manier waarop de werkgelegenheid zich aanpast tijdens oplevingen en neergangen. Het verband tussen de werkgelegenheidsgroei en de bbp-groei kan door tal van factoren zijn beïnvloed, waaronder structurele hervormingen die erop gericht zijn de flexibiliteit op de arbeids- en productmarkten te verhogen, of langetermijnverschuivingen in de sectorale samenstelling van de werkgelegenheid en de toename van de werkgelegenheid in de dienstensector. Al met al kunnen de vastgestelde veranderingen in de langetermijnverhouding tussen de werkgelegenheid en het bbp enerzijds, en tussen de reële loonsom per werknemer en de productiviteit anderzijds ook andere factoren weerspiegelen, zoals een gunstige verschuiving in het tijdschema van het arbeidsaanbod, ongunstige ontwikkelingen van de totale factorproductiviteit en/of kapitaalproductiviteit, waardoor de vraag naar arbeid in verhouding tot de vraag naar kapitaal toeneemt.

5 Inkomensrisico van huishoudens gedurende de conjunctuurencyclus

Door Maarten Dossche en Jacob Hartwig

De gezinsinkomens en de vermogensongelijkheid zijn belangrijker determinanten geworden van de macro-economie. Sinds de financiële crisis is er een verhoogd bewustzijn dat de heterogeniteit tussen huishoudens en bedrijven de conjunctuurschommelingen kan helpen verklaren (bijvoorbeeld via balansen en kredietbeperkingen).²⁵ Tegelijkertijd is de publieke belangstelling voor de verdelingsaspecten van het economisch beleid blijven toenemen. Bovendien maakt de toegenomen beschikbaarheid van microgegevens het mogelijk om relevante micro-economische gestileerde feiten te documenteren. In die context werpt dit kader een licht op de relatie tussen conjunctuurschommelingen en inkomensveranderingen op het niveau van individuele werknemers in het eurogebied.

Er zijn aanwijzingen dat het inkomensrisico van huishoudens gedurende de conjunctuurencyclus varieert en werknemers ongelijk treft. Het individuele inkomstenrisico kan als het meest directe type inkomensrisico van huishoudens worden beschouwd, eerder dan een of andere verzekering van sociale overdrachten of pooling van middelen binnen het huishouden. Op basis hiervan documenteren Guvenen et al. de variatie in individueel inkomstenrisico aan de hand van een grootschalig administratief microgegevensbestand voor de Verenigde Staten.²⁶ Ze stellen dat de asymmetrie van inkomensveranderingen sterk procyclisch is: grote opwaartse bewegingen in inkomsten zijn minder waarschijnlijk tijdens recessies, terwijl grote dalingen in inkomsten dan waarschijnlijker zijn. Bovendien constateren ze dat geaggregeerde schokken werknemers met verschillende kenmerken niet op dezelfde manier treffen: het inkomen van sommige werknemers – zoals jonge laagverdieners – is systematisch conjunctuurgevoeliger dan dat van anderen. Dat verschilt nogal van zuiver willekeurige inkomensschokken die meestal worden gebruikt bij het modelleren van het inkomensrisico van huishoudens.

Het inkomensrisico van huishoudens is belangrijk voor de verspreiding van macro-economische schokken en de overdracht van economisch beleid.

Verschillende auteurs komen tot de bevinding dat de dynamiek van het inkomensrisico van huishoudens leidt tot een cyclisch voorzorgssparen, dat de gevoeligheid van de consumptie voor schommelingen in het geaggregeerde inkomen aanzienlijk doet toenemen.²⁷ De onderzoeksgegevens tonen ook dat de marginale neiging tot consumeren uit het besteedbaar inkomen groter is in

²⁵ Zie Ahn, S., Kaplan, G., Moll, B., Winberry, T. en Wolf, C., "When Inequality Matters for Macro and Macro Matters for Inequality", *NBER Macroeconomics Annual 2017*, Vol. 32, 2018.

²⁶ Zie Guvenen, F., Ozkan, S. en Song, J., "The Nature of Countercyclical Income Risk", *Journal of Political Economy*, Vol. 122, No. 3, June 2014, pp. 621-660.

²⁷ Zie McKay, A., "Time-varying idiosyncratic risk and aggregate consumption dynamics", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 88, June 2017, pp. 1-14; Bayer, C., Luetticke, R., Pham-Dao, L. en Tjaden, V., "Precautionary Savings, Illiquid Assets, and the Aggregate Consequences of Shocks to Household Income Risk", *Econometrica*, Vol. 87, Issue 1, January 2019, pp. 255-290; Heathcote, J. en Perri, F., "Wealth and Volatility", *The Review of Economic Studies*, Vol. 85, Issue 4, October 2018, pp. 2173-2213.

huishoudens met een hoger inkomensrisico, wat de geaggregeerde consumptie nog conjunctuurgevoeliger maakt.²⁸ Voor zover inkomens van huishoudens met een grote marginale neiging tot consumeren meer voordeel halen uit een macro-economisch stabiliseringsbeleid, versterkt de verdeling van het inkomensrisico van huishoudens ook de effecten van fiscale en monetaire beleidsmaatregelen.²⁹

De variatie in inkomensrisico in het eurogebied kan worden bestudeerd aan de hand van enquêtegegevens over het inkomen. Aangezien gegevens tot voor kort maar beperkt beschikbaar waren, werd er tot nu toe nog geen systematische analyse uitgevoerd van trends in het individuele inkomensrisico in het eurogebied, noch doorheen de tijd, noch tussen personen onderling. Om dat aan te pakken, worden in dit kader de longitudinale gegevens over individuele inkomensniveaus gebruikt die gedurende een periode van vier jaar werden opgetekend door de EU-statistiek van inkomens en levensomstandigheden (EU-SILC). De analyse focust op de vier grootste landen van het eurogebied. Daardoor kunnen micro-economische gestileerde feiten binnen het eurogebied makkelijker worden begrepen, terwijl wordt gebruikgemaakt van nationale verschillen in economische structuren en recente macro-economische ontwikkelingen.³⁰

²⁸ Zie Jappelli, T. en Pistaferri, L., "Fiscal policy and MPC heterogeneity", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 6, Nr. 4, October 2014, pp. 107-136; Auclert, A., "Monetary Policy and the Redistribution Channel", *American Economic Review*, Vol. 109, No. 6, June 2019, pp. 2333-2367.

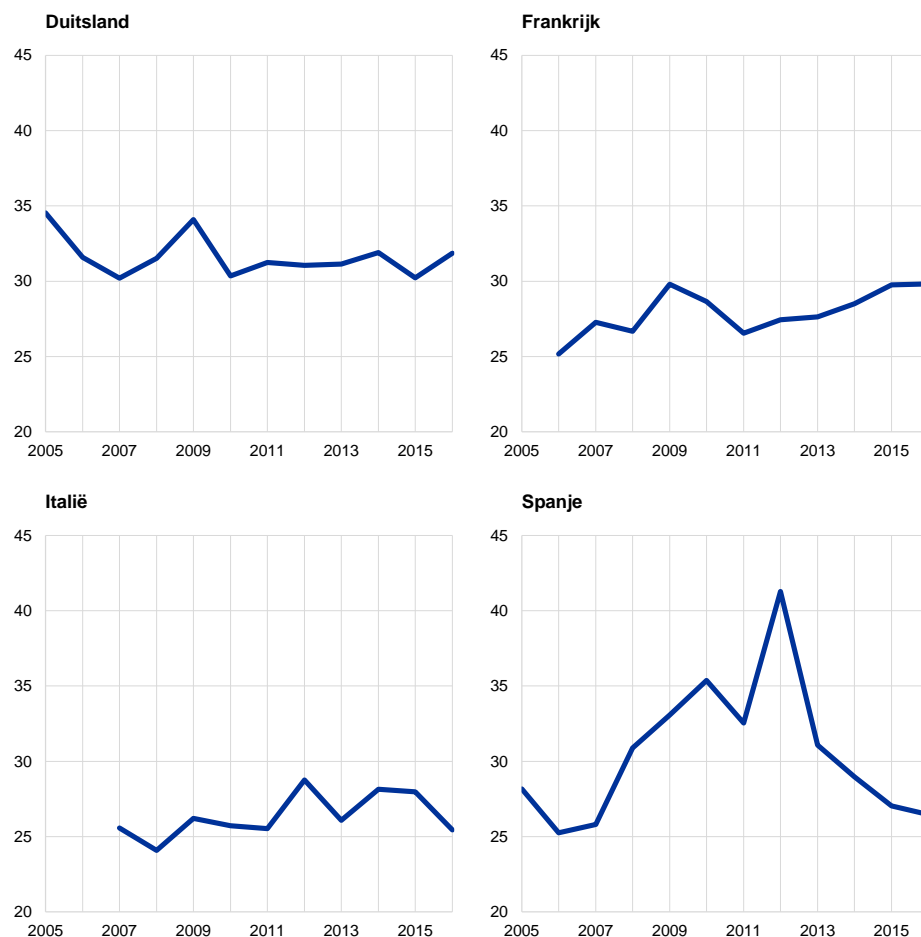
²⁹ Zie Ampudia, M., Georgarakos, D., Slacalek, J., Tristani, O., Vermeulen, P. en Violante, G., "Monetary policy and household inequality", *Working Paper Series*, No. 2170, ECB, July 2018; Kaplan, G. en Violante, G., "A Model of the Consumption Response to Fiscal Stimulus Payments", *Econometrica*, Vol. 82, No. 4, July 2014, pp. 1199-1239.

³⁰ De longitudinale dimensie van de EU-SILC-gegevens is niet beschikbaar voor Duitsland. Aangezien de Duitse EU-SILC-gegevens gebaseerd zijn op het Duitse socio-economische panel GSOEP, wordt in de analyse gebruikgemaakt van de nieuw ontwikkelde EU-SILC-kloon die sinds versie 34 bij het GSOEP is geleverd.

Grafiek A

Neerwaarts arbeidsinkomenrisico

(procentueel aandeel personen met een daling van hun arbeidsinkomen)



Bronnen: Eurostat, DIW Berlijn en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Aandeel personen tussen 25 en 65 jaar met een daling van hun arbeidsinkomen (gebaseerd op de EU-SILC-variabele PY010G voor bruto beschikbaar inkomen van de werknemer in de longitudinale databestanden; voor Duitsland wordt de kloon van het longitudinale EU-SILC-databestand van de GSOEP gebruikt).

Het neerwaartse inkomensrisico is procyclisch in het eurogebied, maar

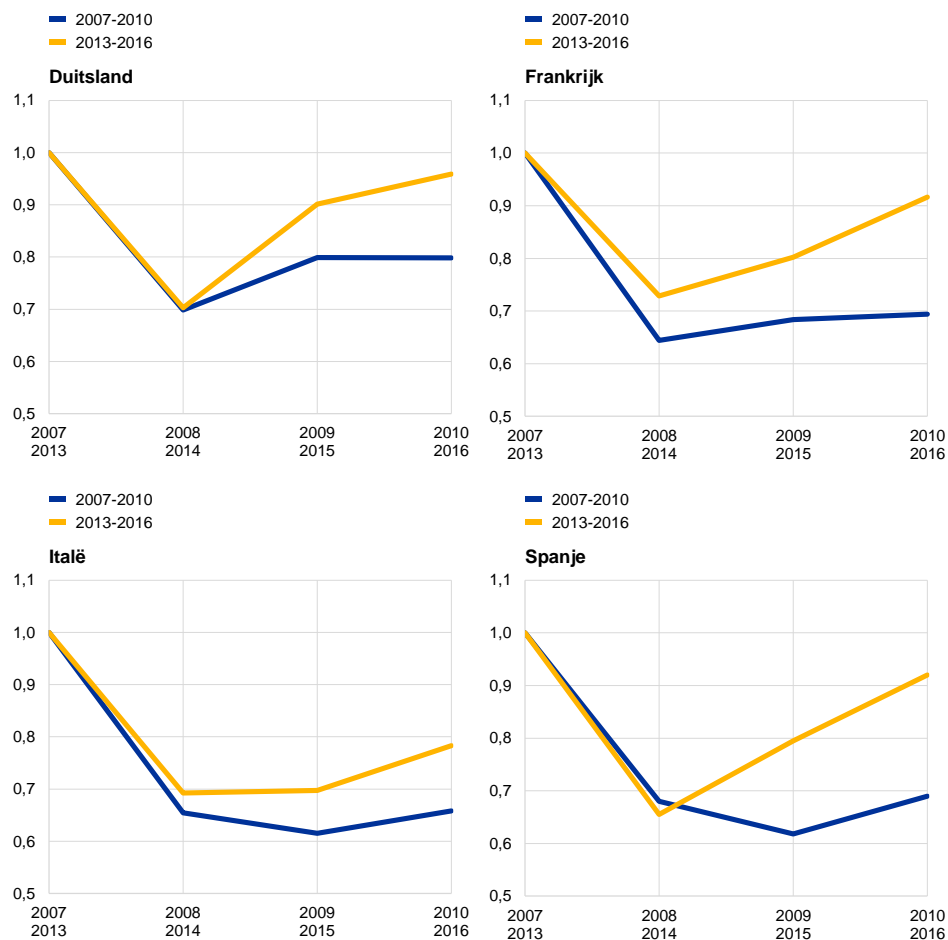
varieert aanzienlijk van land tot land. Grafiek A toont de verandering van het aandeel werknemers met een daling van hun arbeidsinkomen ten opzichte van het jaar ervoor (dat wil zeggen het gerealiseerde inkomensrisico).³¹ Aangezien er meer werknemers werkloos worden tijdens recessies, neemt het aandeel van de werknemers die hun inkomen zien dalen toe tijdens recessies, en vice versa. Dat is duidelijk zichtbaar tijdens de financiële crisis van 2008-2009, maar nog meer in Spanje tijdens de overheidsschuldencrisis van 2011-2012. In Spanje weerspiegelt de hogere variabiliteit van de werkloosheid zich ook in een hogere variabiliteit van het aandeel werknemers met een daling van hun arbeidsinkomen. Dat komt veel minder voor in Duitsland, Frankrijk en Italië, waar de arbeidsmarkten minder soepel zijn.

³¹ Het procentueel aandeel personen met een daling van hun arbeidsinkomen houdt een reeks verschillende verschijnselen in: werkloosheidsperiodes, loonsverlagingen en aanpassingen van het arbeidsaanbod, op zowel de intensieve als de extensieve marge. Deze indicator kan daarom niet als een mate van loonstarheid worden beschouwd.

Grafiek B

Verloop van het arbeidsinkomen na een sterke inkomensdaling

(inkomen genormaliseerd op 1 in het eerste jaar)



Bronnen: Eurostat, DIW Berlijn en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Trends in het genormaliseerde arbeidsinkomen van mannen tussen 26 en 50 jaar die een sterke daling van hun inkomen ondervinden (gedefinieerd als een inkomensdaling van meer dan 15%) in 2007 of 2013 (inkomen gebaseerd op de EU-SILC-variabele PY010G voor het bruto beschikbaar inkomen van de werknemer in de longitudinale databestanden; voor Duitsland wordt de kloon van het longitudinale EU-SILC-databestand van de GSOEP gebruikt).

Het neerwaartse inkomensrisico is persistent en impliceert een grote impact op het levenslange inkomen.

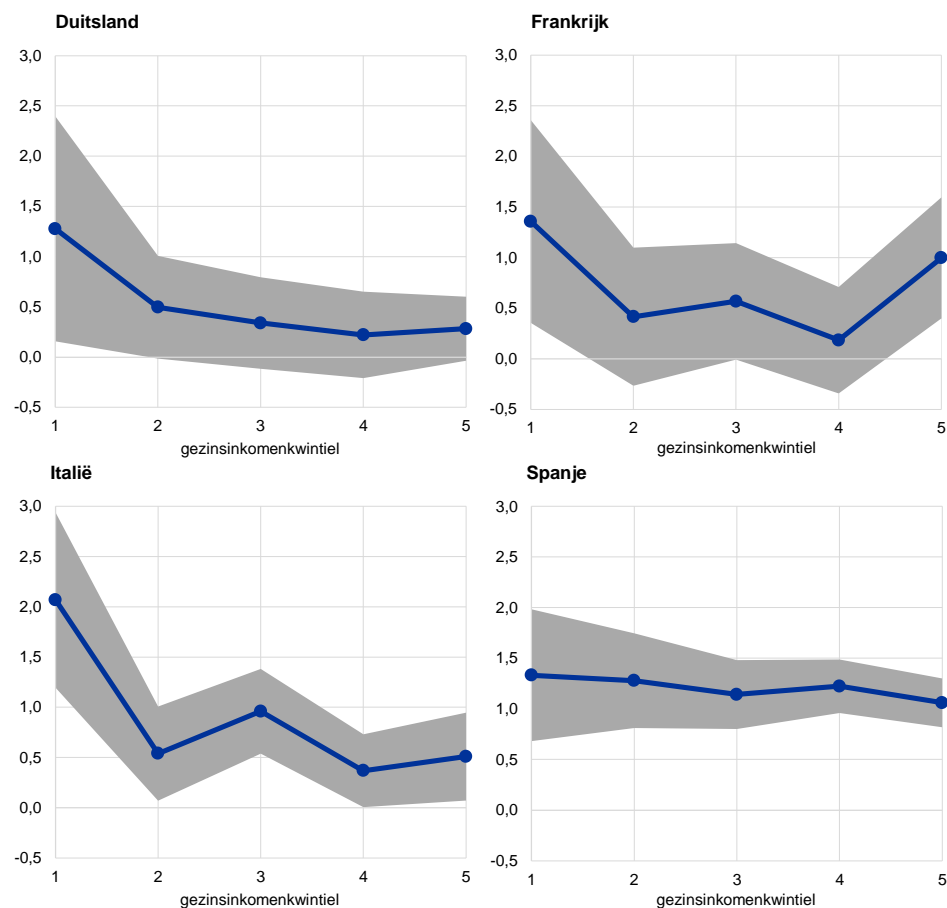
Grafiek B toont hoe na een sterke daling van het arbeidsinkomen van een persoon, het inkomen ook in de twee daaropvolgende jaren lager ligt. Dat wijst erop dat het gerealiseerde risico op een dalend inkomen persistent is en impliceert dat een banenverlies het individuele levenslange arbeidsinkomen, en dus ook de consumptieve bestedingen, aanzienlijk kan beïnvloeden.³² Daarnaast lijkt de persistentie ook af te hangen van de conjunctuur: inkomensdalingen sinds 2013 - het jaar waarin de huidige economische expansie is begonnen - lijken minder aan te houden dan de dalingen die aan het begin van de financiële crisis worden opgetekend. Terwijl er tussen de landen aanzienlijke verschillen bestaan in de verandering van het aandeel werknemers dat hun arbeidsinkomen ziet dalen, lijkt de graad van persistentie tamelijk vergelijkbaar.

³² Zie Pissarides, C., "Loss of Skill During Unemployment and the Persistence of Employment Shocks", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107, No. 4, November 1992, pp. 1371-1391.

Grafiek C

Worker betas over de inkomensverdeling heen

(inkomenselasticiteit in verhouding tot de bbp-groei)



Bronnen: Eurostat, DIW Berlijn en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Geraamde elasticiteit van het arbeidsinkomen ten opzichte van de geaggregeerde bbp-groei over de gezinsinkomensverdeling heen (personen worden opgedeeld in inkomenskwintelen op basis van het gezinsinkomen in de voorgaande twee jaren om een valse correlatie tussen blootstelling en opdeling te vermijden: het gezinsinkomen is gebaseerd op de EU-SILC-variabele HY020 voor totaal beschikbaar gezinsinkomen in het longitudinale databestand; voor Duitsland wordt de kloof van het longitudinale EU-SILC-databestand van de GSOEP gebruikt). De grijze zones stellen 95%-betrouwbaarheidsintervallen voor.

Het inkomensrisico in het eurogebied verschilt van huishoudens tot huishoudens.

Grafiek C geeft 'worker betas' weer, zoals gedocumenteerd in Guvenen et al. voor de Verenigde Staten.³³ 'Worker betas' meten de elasticiteit van het arbeidsinkomen ten opzichte van veranderingen in de geaggregeerde bbp-groei. Over de inkomensverdeling heen is de gevoeligheid van het arbeidsinkomen voor veranderingen in bbp-groei aanzienlijk groter voor werknemers in huishoudens met een lager inkomen. Dat patroon kan duidelijk worden waargenomen in Duitsland, Frankrijk en Italië. In Spanje is de gevoeligheid van het arbeidsinkomen voor veranderingen in de bbp-groei binnen huishoudens met een lager inkomen vergelijkbaar met die bij werknemers in andere landen, maar die daalt er niet zo sterk wanneer huishoudens een hoger inkomen hebben. Dat kan een weerspiegeling zijn van de algemeen hogere variabiliteit van de werkloosheid in Spanje, die

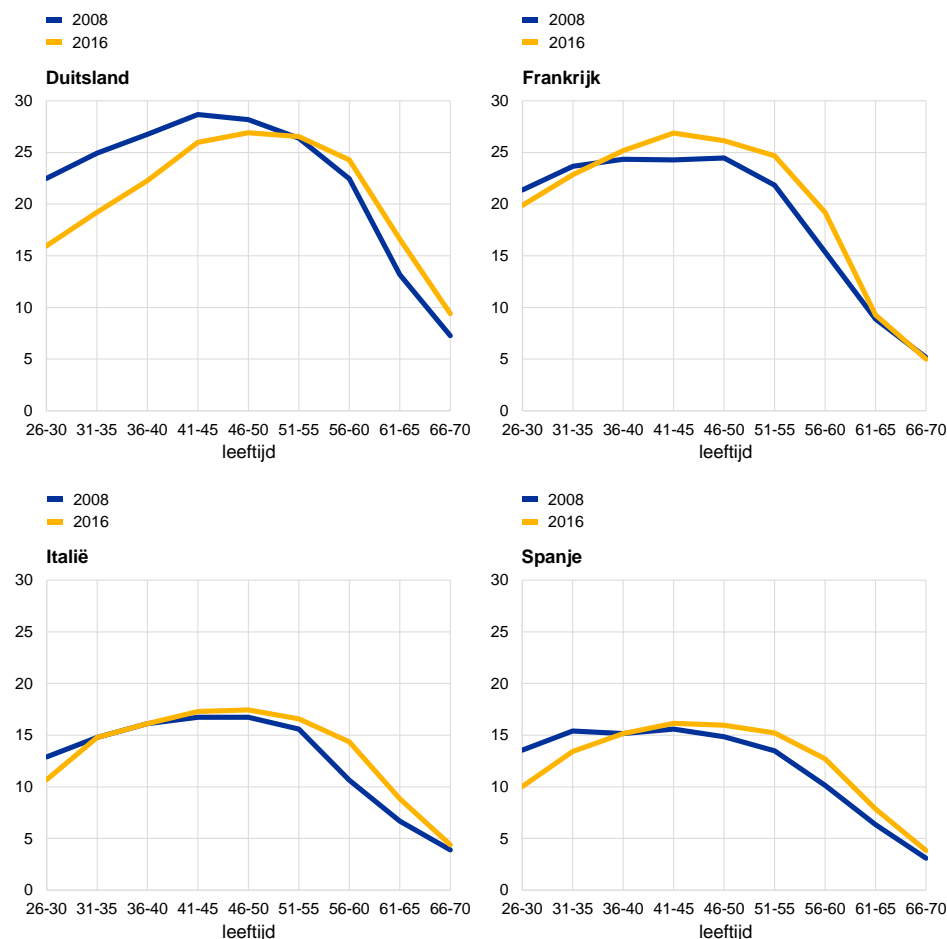
³³ Zie Guvenen, F., Schulhofer-Wohl, S., Song, J. en Yogo, M., "Worker Betas: Five Facts about Systematic Earnings Risk", *American Economic Review*, Vol. 107, No. 5, May 2017, pp. 398-403.

werknemers gelijkertreeft doorheen de hele inkomensverdeling.³⁴ Een structurele verklaring voor deze bevinding valt echter buiten het bestek van dit kader.

Grafiek D

Arbeidsinkomen naar leeftijd

(EUR duizend per jaar)



Bronnen: Eurostat, DIW Berlin en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Geraamd arbeidsinkomen van personen tussen 26 en 70 jaar (in vijfjarige leeftijdsgroepen) in 2015 constante euro (gebaseerd op de EU-SILC-variabele PY010G voor bruto beschikbaar inkomen van de werknemer in de longitudinale databestanden; voor Duitsland wordt de kloon van het longitudinale EU-SILC-databestand van de GSOEP gebruikt).

De verdeling van het inkomensrisico toont ook aan wie in de eerste plaats de kosten van conjunctuurschommelingen draagt.

Er wordt in de macro-economie al lang gedebatteerd over de welvaartskosten van conjunctuurcycli. Aan de hand van een representatief agent-model, stelde Lucas dat de welvaartskosten van recessies vrij laag zijn.³⁵ Dat betekent dat de argumentering voor het gebruik van macro-economisch beleid gericht op het stabiliseren van de conjunctuurcyclus vrij zwak zou zijn. Onderzoek sinds Lucas toont aan dat een inzicht in zowel de verdeling van inkomens- en consumptiedalingen als de persistentie ervan helpt bij de beoordeling

³⁴ Er zijn aanwijzingen dat het verschil in werkloosheidsgraad tussen de eurolanden gerelateerd is aan het bestaan van verschillende arbeidsmarktinstellingen. Zie Boeri, T. en Jimeno, J., "Learning from the Great Divergence in unemployment in Europe during the crisis", *Labour Economics*, Vol. 41, Issue C, 2016, pp. 32-46.

³⁵ Lucas, R., *Models of business cycles*, Basil Blackwell, Oxford, 1987.

van hoe schadelijk een economische neergang is.³⁶ In deze context toont grafiek D de verdeling van het reële arbeidsinkomen over de leeftijdsgroepen heen in 2008 en 2016. Die wijst erop dat de inkomens van jongere werknemers sinds de financiële crisis niet even sterk gestegen zijn als die van oudere werknemers. In Duitsland en Spanje was het inkomen van jongere werknemers in reële termen in 2016 zelfs lager dan in 2008. Rekening houdend met de heterogeniteit tussen personen, zijn de welvaartskosten van conjunctuurcycli in het eurogebied bijgevolg allicht tamelijk aanzienlijk.

Het inkomensrisico van huishoudens in het eurogebied is vergelijkbaar met dat in andere economieën: een nuttig inzicht om de huidige economische vooruitzichten te beoordelen.

Alles wel beschouwd kan uit de analyse worden opgemaakt dat, net als in de Verenigde Staten, (i) het individuele inkomensrisico sterk verbonden is met de prestaties van de arbeidsmarkt en dat (ii) het in een economische neergang veel meer toeneemt voor sommige groepen van werknemers dan voor andere. Dit is belangrijk om te kunnen begrijpen hoe economisch beleid wordt overgebracht en hoe macro-economische schokken worden versterkt. In de nasleep van de aanzienlijke externe schok die de economie van het eurogebied recent heeft getroffen, kan de aanhoudende veerkracht van de arbeidsmarkt (zie Paragraaf 3) helpen verklaren waarom het inkomensrisico van huishoudens tot nog toe de macro-economische impact van deze schok nog niet heeft versterkt.

³⁶ Zie Krebs, T., "Job Displacement Risk and the Cost of Business Cycles", *American Economic Review*, Vol. 97, No. 3, June 2007, pp. 664-686.

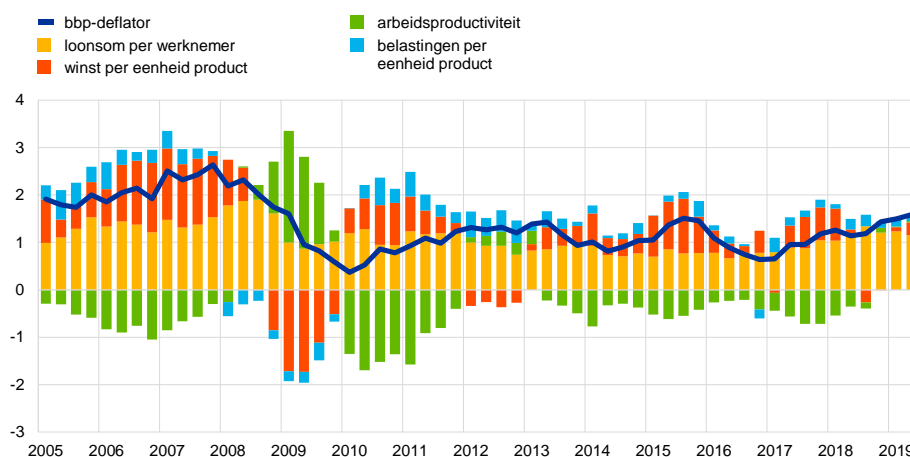
Hoe bepalen winsten de binnenlandse prijsdruk in het eurogebied?

Door Elke Hahn

Winsten kunnen een aanzienlijk deel van de binnenlandse prijsvorming uitmaken en de doorberekening van veranderingen in kosten aan de finale prijzen beïnvloeden. De nationale rekeningen bevatten een brede maatstaf voor de winst, het bruto-exploitatietooverschot, die ons meer kan vertellen over de rol van winsten voor de binnenlandse prijsdruk, zoals die wordt gemeten in de bbp-deflator. In grafiek A wordt deze rol weergegeven in termen van veranderingen in de winst per eenheid product, dus het bruto-exploitatietooverschot gedeeld door het reële bbp, de in dit kader gebruikte maatstaf voor de winstmarges. De winsten per eenheid product waren goed voor ongeveer een derde van de stijging van de bbp-deflator in het eurogebied in de afgelopen twee decennia. Dit kader illustreert hoe winsten recent de binnenlandse prijsdruk in het eurogebied hebben bepaald. Het licht toe welke de voornaamste factoren zijn van de bewegingen in de winstmarges en hoe zij waarschijnlijk hebben bijgedragen aan de recente ontwikkelingen ervan.

Grafiek A
bbp-deflator en bijdragen

(mutaties in procenten per jaar, bijdragen in procentpunten tot mutaties in procenten per jaar, kwartaalgegevens)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De gecombineerde bijdragen van de beloning per werknemer en de arbeidsproductiviteit leveren de bijdrage uit de loonkosten per eenheid product. De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2019.

De bijdragen van de winsten per eenheid product aan de binnenlandse kostendruk daalden in 2018. In de eerste helft van 2019 stegen ze licht maar bleven laag. De winstgroei per eenheid product zwakte merkbaar af in de loop van 2018. Dat wil zeggen gedurende de periode waarin de loongroei (gemeten in termen van beloning per werknemer) en de groei van de loonkosten per eenheid product sterk aantrokken, wat het groeitempo van de bbp-deflator afzwakte (zie grafiek A). In de eerste helft van 2019 werd de winstgroei per eenheid product licht positief en ondersteunde die de geleidelijke verdere stijging van het groeitempo van de bbp-deflator. Op geaggregeerd niveau zijn er twee belangrijke factoren die de

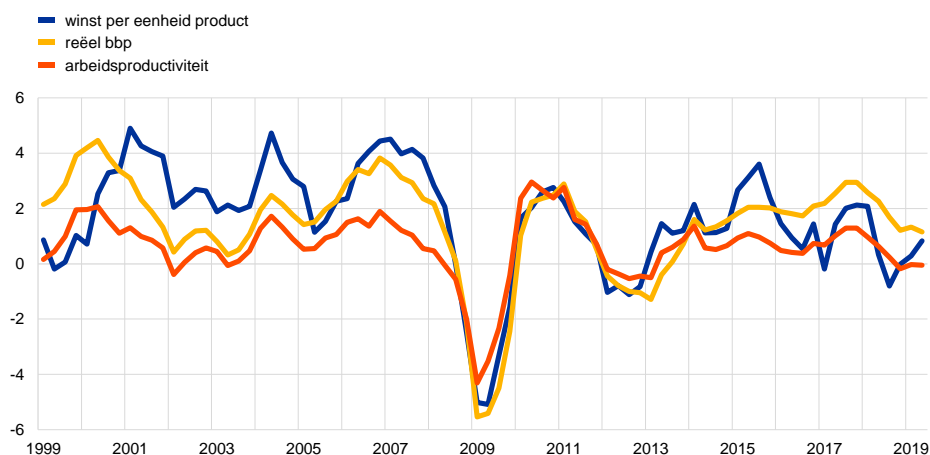
bewegingen in de winstbijdrage per eenheid product typisch verklaren, de economische cyclus en de ruilvoet.

Uit empirische resultaten blijkt dat de winstmarges procyclisch bewegen met de ontwikkelingen in de economische activiteit (zie grafiek B). Bij een economische neergang stijgen de arbeidskosten per eenheid product doorgaans omdat de contractueel vastgelegde lonen slechts met enige vertraging op de neergang reageren, terwijl de arbeidsproductiviteit onmiddellijk daalt, aangezien de productie sneller daalt dan de werkgelegenheid. Aangezien het zwakkere economische klimaat de ruimte beperkt om prijsverhogingen te compenseren, is er een neerwaartse druk op de winstmarges bij een economische neergang en omgekeerd bij een economische opleving. De winstmarges reageren daarom sterk positief op de ontwikkeling van het reële bbp en de arbeidsproductiviteit als algemene conjunctuurindicatoren. Grafiek B illustreert dat dit parallel verloop ook in 2018 plaatsvond, toen de groei van de winsten per eenheid product verzwakte terwijl de groei van het reële bbp en van de arbeidsproductiviteit vertraagde. In de eerste helft van 2019 kwamen de verslechtingen van de drie indicatoren tot stilstand, terwijl de winstgroei per eenheid product al geleidelijk was beginnen te versterken, als gevolg van andere factoren dan de cyclus.

Grafiek B

Winsten per eenheid product, bbp en arbeidsproductiviteit

(mutaties in procenten per jaar, kwartaalgegevens)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2019.

De winstmarges hangen soms ook nauw samen met ontwikkelingen in de ruilvoet, vooral als deze onderhevig zijn aan sterke veranderingen (zie grafiek C). Die veranderingen zijn terug te voeren tot verschillende bronnen.

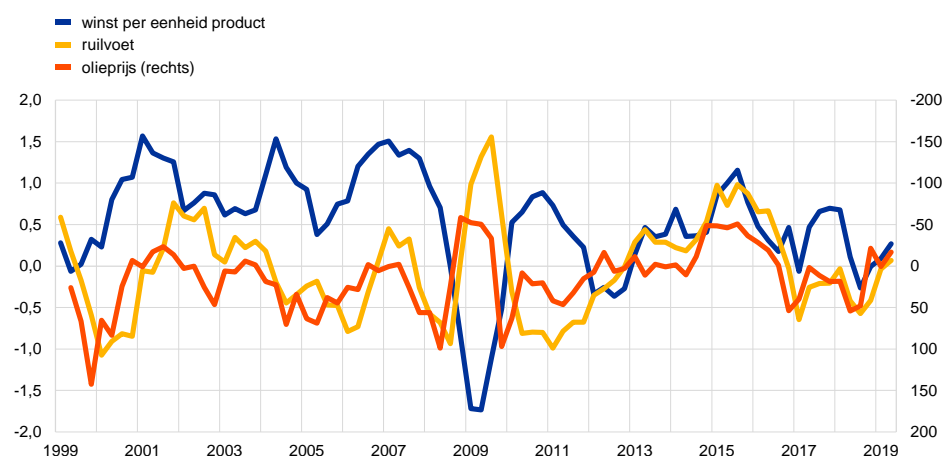
Verbeteringen in de ruilvoet die verband houden met een prijsdaling van ingevoerde inputs zoals olie kunnen een positief effect hebben op de winstmarges, indien bedrijven hun verkoopprijzen met minder dan de daling van hun inputkosten verlagen. Dit lijkt het geval te zijn geweest in de periode van medio 2014 tot begin 2016. Veranderingen in de uitvoerprijzen, die verband houden met een depreciatie van de wisselkoers van de euro, kunnen de winstmarges ten goede komen als exporteurs de prijzen van hun producten op de markt afstemmen en hun

uitvoerrijzen in buitenlandse valuta ongewijzigd laten. Bovendien kunnen de ruilvoetontwikkelingen ook worden beïnvloed door de ontwikkeling van de relatieve prijzen tussen de binnenlandse en de buitenlandse economie, indien deze ook tot uiting komen in de dynamiek van de in- en uitvoerprijzen. In dit opzicht kan een sterkere relatieve prijsontwikkeling in de binnenlandse economie dan die van de buitenlandse economie leiden tot verbeteringen in de ruilvoet met positieve gevolgen voor de winstmarges. In 2018 lijkt de ruilvoet de winstmarges te hebben gedrukt en dit was vooral het gevolg van de stijging van de olieprijsen. De olieprijsen zijn sinds eind 2018 echter gedaald, wat de ruilvoet heeft verbeterd. Dit lijkt de winstgroei per eenheid product te hebben ondersteund en aldus te hebben bijgedragen aan hun gunstiger ontwikkeling in vergelijking met die van de conjunctuurindicatoren in de eerste helft van 2019.³⁷

Grafiek C

Winsten per eenheid product, ruilvoet en olieprijsen

(bijdragen in procentpunten tot de bbp-deflator, mutaties in procenten per jaar, kwartaalgegevens)



Bronnen: Eurostat, Bloomberg en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2019.

De sectorsamenstelling van de ontwikkelingen in de winsten per eenheid product bevestigt dat de verzwakking van de winsten per eenheid product in 2018 voornamelijk plaatsvond in de conjunctuurgevoelige sectoren, terwijl de geleidelijke versterking van de winsten per eenheid product in de eerste helft van 2019 ontwikkelingen in minder conjunctuurgevoelige sectoren weerspiegelde (zie grafiek D). Een procyclisch effect op de winst per eenheid product is, in het bijzonder, zichtbaar voor de industriële sector (ongerekend de bouwnijverheid), die sterk onderhevig is aan ontwikkelingen in de handel en daardoor het meest te lijden heeft gehad onder de verslechtering van het mondiale klimaat en de conjunctuurcyclus van het eurogebied sinds eind 2017. De verslechtering van de ruilvoet die samenhangt met de opleving van de olieprijsen in de loop van 2018 heeft waarschijnlijk bijgedragen tot de matiging van de

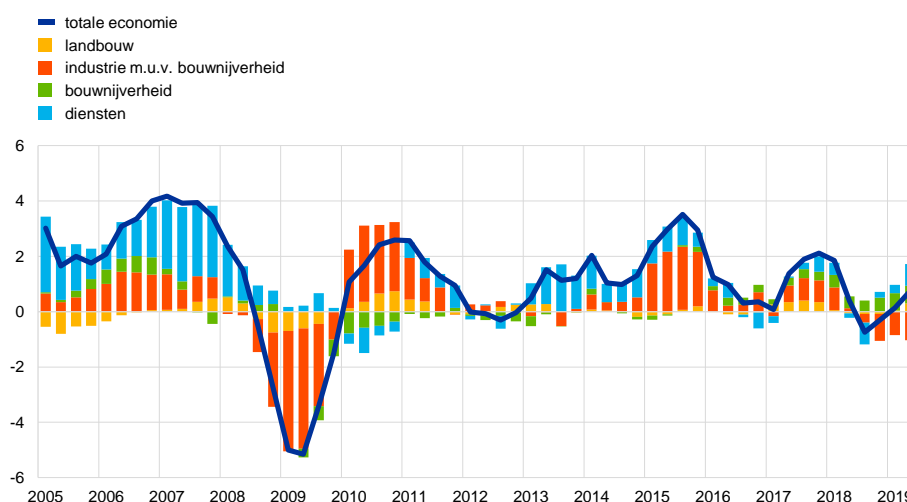
³⁷ Een andere factor die heeft bijgedragen aan de toename van de winstgroei per eenheid product in de eerste helft van 2019 is de invoering van een begrotingsmaatregel in Frankrijk in 2019. Deze begrotingsmaatregel houdt in dat een belastingkrediet (CICE) wordt omgezet in een permanente verlaging van de socialezekerheidsbijdragen van de werkgevers, wat een daling van de groei van de beloning per werknemer betekent, maar een overeenkomstige stijging van de winstgroei per eenheid product inhoudt.

winstmarges in 2018, met name in sectoren als het vervoer (deel van de dienstensector). De daaropvolgende daling van de olieprijsen kan evenzo hun herstel hebben ondersteund. Tegelijkertijd zijn de ontwikkelingen in de winstmarges in meer op het binnenland gerichte sectoren, zoals de bouwsector, in de gehele periode beter gebleven, wat ook te danken is aan de momenteel zeer gunstige financieringsvoorwaarden.

Grafiek D

Ontwikkelingen in winsten per eenheid product en bijdragen van economische sectoren

(mutaties in procenten per jaar, bijdragen tot mutaties in procenten per jaar, kwartaalgegevens)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Bij de uitsplitsing van de winstgroei per eenheid product naar economische sectoren worden de winsten per eenheid product berekend op basis van de toegevoegde waarde. De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2019.

Tot slot kan worden gesteld dat de totale winstmarges in de loop van 2018 verzwakten en de toename van de binnenlandse prijsdruk in het eurogebied voor dat jaar temperden, maar in de eerste helft van 2019 geleidelijk begonnen te groeien. De daling van de winstmarges in 2018 was een reactie op de recente vertraging van de economische activiteit en de olieprijsgerelateerde verslechtering van de ruilvoet in dat jaar.³⁸ De aanpassing impliceerde een gedeeltelijk buffereffect van de opgetekende stijgingen van de arbeidskosten en genereert het beeld van een beperkte doorberekening van de lonen in de prijzen. In de eerste helft van 2019 begonnen de winstmarges opnieuw op te leven, onder meer als gevolg van een verbetering van de ruilvoet dankzij de lagere olieprijsen. Verwacht wordt dat de winstmarges zullen stijgen in lijn met de geleidelijke toename van de economische bedrijvigheid zoals voorzien in de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2019.

³⁸ Uit econometrisch onderzoek blijkt dat de daling van de groei van de winsten per eenheid product in 2018 grotendeels was terug te voeren op de buitenlandse vraag, het olieaanbod en de loonverhogingsschokken (zie de toespraak van Philip R. Lane, "The Phillips Curve at the ECB", *London School of Economics*, 4 september 2019).

Artikelen

1 Derivatives transactions data and their use in central bank analysis

Prepared by **Lena Boneva, Benjamin Böninghausen, Linda Fache Rousová and Elisa Letizia**

Data on derivatives transactions have recently become available at a number of central banks, including the ECB, and have opened up new avenues for analysis. Collected as a result of reforms of the over-the-counter (OTC) derivatives market, which were primarily designed to counter systemic risk, the data have numerous applications beyond the domain of financial stability.

This article presents two such applications. It demonstrates how data gathered under the European Market Infrastructure Regulation (EMIR) can be used to better understand two types of derivatives market that are of particular importance for central bank analysis, namely the interest rate derivatives and inflation-linked swap markets.

For the interest rate derivatives market, the article shows how investor expectations for interest rates may be inferred through “positioning indicators” that track how a set of “informed investors” take positions in the market in anticipation of future interest rate movements. Such quantity-based indicators can complement other, more established indicators of interest rate expectations, such as forward rates or survey-based measures.

For euro area inflation-linked swap markets, the article exploits the fact that EMIR data allow a first systematic look at trading activity in these markets, which can provide valuable and timely information on investors’ inflation expectations. It highlights a number of structural features of activity in these markets and discusses their possible implications for the monitoring of market-based measures of inflation compensation.

1 Introduction

Since the collapse of Lehman Brothers and near-failure of AIG in 2008, OTC derivatives have been recognised as one of the amplifiers of the global financial crisis. In response, G20 leaders pledged at the Pittsburgh summit in September 2009 to reform OTC derivatives markets to improve their transparency, prevent market abuse and reduce systemic risks. In Europe, this initiative was formalised in 2012 in the European Market Infrastructure Regulation (EMIR). EMIR imposes several requirements on entities that enter into a derivatives contract, such

as the implementation of risk management standards, clearing of certain contracts through central counterparties (CCPs) and reporting obligations.³⁹

While the OTC derivative reforms were primarily designed with the aim of reducing systemic risk, data from EMIR have applications in central bank analysis beyond the financial stability domain.⁴⁰ Following a brief introduction to the EMIR data (see Section 2), this article presents two examples of such uses. First, it shows how EMIR data on interest rate derivatives can be used to gauge the expectations of investors regarding the future evolution of key interest rates (see Section 3). This is based on the premise that investors expecting lower interest rates in the future position themselves by buying more contracts (than they sell) that benefit from lower interest rates. “Positioning indicators” calculated on this basis can thus be seen as capturing the strength of informed investors’ expectations and have the potential to complement other indicators of interest rate expectations such as forward rates or survey-based measures. Second, the article looks at structural activity patterns in euro area inflation-linked swap markets (see Section 4). It provides an overview of the most relevant contracts and the counterparties that trade in those markets, and draws some conclusions for the ECB’s monitoring of market-based measures of inflation compensation, in particular regarding the information content at various maturities. Both applications demonstrate the wide potential for the use of EMIR data in central bank analysis.

2 The EMIR data

In February 2014 EMIR introduced mandatory reporting of all individual derivatives contracts. This reporting obligation applies to both OTC and exchange-traded derivatives in all five main asset classes, i.e. commodity, equity, foreign exchange, credit and interest rate derivatives. Trades cleared via CCPs are also included. The reporting covers information on both the counterparties involved and the characteristics of the contract, which may change over the life cycle of a derivative trade and are submitted daily.⁴¹

All EU-located entities that enter a derivatives contract are subject to the reporting obligation. They must report to one of the seven trade repositories

³⁹ For a comprehensive overview of the elements of the OTC derivative reforms, see the article entitled “[Looking back at OTC derivative reforms – objectives, progress and gaps](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2016.

⁴⁰ For examples of how EMIR data are used in the financial stability context, see e.g. Abad, J. et al., “Shedding light on dark markets: First insights from the new EU-wide OTC derivatives dataset”, *ESRB Occasional Paper Series*, No 11, European Systemic Risk Board, 2016; Hoffmann, P., Langfield, S., Pierobon, F. and Vuillemeij, G., “Who bears interest rate risk”, *Working Paper Series*, No 2176, ECB, 2018; Dalla Fontana, S., Holz auf der Heide, M., Pelizzon, L. and Scheicher, M., “The anatomy of the euro area interest rate swap market”, *Working Paper Series*, No 2242, ECB, September 2018; Rosati, S., Vacirca, F., “Interdependencies in the euro area derivatives clearing network: A multi-layer network approach”, forthcoming in the *Journal of Network Theory in Finance*; Benos, E., Payne, R. and Vasios, M., “Centralized Trading, Transparency and Interest Rate Swap Market Liquidity: Evidence from the Implementation of the Dodd-Frank Act”, forthcoming in the *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

⁴¹ For each derivative transaction more than 120 data fields have to be reported. The information includes the type of derivative, the underlying, the price, the amount outstanding, the execution and clearing venues of the contract, the valuation, the collateral and life-cycle events. For more details, see “[Commission Delegated Regulation \(EU\) No 148/2013](#)”.

currently authorised by the European Securities and Markets Authority (ESMA). Daily transaction-by-transaction derivatives data are then made available to over 100 authorities in the EU, depending on their mandate and jurisdiction. For example, the ECB obtains a subset of the data reported by euro area counterparties.⁴² One important implication of this is that transactions between two counterparties domiciled outside the euro area (e.g. between two UK banks or between UK and US banks) are typically not available to the ECB.

Owing to their volume, velocity and variety, the EMIR data can be classified as “big data”, which poses many challenges for using them. In cooperation with the European Systemic Risk Board (ESRB), the ECB has developed an EMIR-dedicated IT infrastructure to store and access the data received from all trade repositories. Despite the significant improvement in data quality since the launch of EMIR reporting in 2014, a careful data cleaning procedure has to be applied before the data can be used for policy analysis; for example, observations are deleted when both the market and notional values are missing or when the notional value is considered an outlier.⁴³ This article focuses on data between 2 May 2018 and 12 June 2019, as the cleaned data – even as a time-series – are of sufficiently good quality and easily accessible through the EMIR IT infrastructure.

3 Inferring market expectations for future interest rates from EMIR data

The interest rate derivatives market allows market participants to trade financial products linked to future interest rates. The market value of these contracts changes as interest rates move, and investors can use them to hedge against movements in interest rates or for speculative purposes. By analysing the positioning of participants in the market, some inference can be made about their views on the outlook for interest rates.

The market positioning indicators based on EMIR data help to inform central bank analysis. Information on the positioning of certain groups of investors in interest rate derivatives can complement price-based indicators and surveys, which are both commonly used to infer financial market expectations for monetary policy or the macroeconomic outlook.⁴⁴

Positioning indicators rely on three main building blocks: (i) the assessment of an investor’s “net long” (or “net short”) position in a certain contract, (ii) the

⁴² In fact, the ECB’s access is somewhat wider than this. See Article 2 of “[Commission Delegated Regulation \(EU\) No 151/2013](#)”.

⁴³ This is when the value exceeds a fixed threshold. The thresholds differ across asset classes and have been set on the basis of ECB market intelligence activity.

⁴⁴ Price-based indicators include, in particular, those calculated on the basis of forward contracts on key euro area interest rates such as EONIA and EURIBOR, either for a given forward horizon (e.g. a one-year rate, one year ahead) or for reserve maintenance periods that are tied to specific ECB Governing Council meetings. Surveys considered by the ECB include those from private providers commonly referenced in the marketplace as well as the ECB’s own, recently introduced [Survey of Monetary Analysts](#).

identification of a specific set of “informed investors”, and (iii) the choice of appropriate interest rate derivative contracts.

An investor’s net long (or net short) position captures how and to what extent they may profit from future interest rate movements. In the case of a fixed-income futures contract – say, a bond futures contract – a buyer, or an investor holding a long position, gains from a decline in interest rates owing to the inverse relationship between interest rates and the value of the underlying bond. The opposite is true for a seller, or the investor who holds a short position. Where an investor simultaneously holds long and short positions, exposure to future interest rate movements is determined by netting all positions. As a result, investors with a “dovish” interest rate outlook (i.e., expecting interest rate declines) are likely to be positioned net long, while those with a “hawkish” view would position themselves net short.

Any meaningful positioning indicator needs to single out a particular subset of investors since the market overall is positioned neither net long nor net short.

This follows from the fact that, if one investor takes a long position, another investor has to take an equivalent short position in the same derivative. As a consequence, the net long (and net short) position of all investors combined must be equal to zero, barring reporting errors and/or sample limitations. An informative positioning indicator therefore has to focus on a particular, meaningful set of investors.⁴⁵

The positioning indicator constructed here aims to single out “informed investors” who actively take positions in interest rate derivatives on the basis of their expectations for future interest rates. Their identification is challenging, however. Box 1 explains how EMIR data are enriched to obtain a detailed sector classification which facilitates this task. But even a granular sector classification cannot fully capture the heterogeneity of individual investors’ trading strategies in interest rate derivatives.⁴⁶ To address these challenges, “informed sectors” are chosen according to the following criteria: (i) they form a view on future interest rates on the basis of monetary policy and macroeconomic developments, (ii) they react quickly to a change in the outlook, (iii) they trade actively in derivatives contracts, primarily to generate a profit from them, and (iv) they pursue a strategy that is neither very short-term (e.g. arbitrageurs trading to exploit intraday volatility) nor very long-term (e.g. insurance companies or banks hedging their balance sheet duration gaps). The sector referred to as “hedge funds” can satisfy all these criteria, in particular as it is normally identified as comprising entities which take positions on the basis of their expectations for the future evolution of financial market prices in a relatively unconstrained way. However, there are many difficulties in correctly

⁴⁵ The frequently cited (disaggregated) Commitments of Traders report published by the US Commodity Futures Trading Commission provides such subsets. Some market observers use it to follow the evolution of the long and short positions of commercial and non-commercial counterparties in futures contracts on, for instance, currencies and commodities.

⁴⁶ Other approaches, complementary to the one employed here, can be more data-driven, e.g. focusing on investors that change their position often or whose activity in the market is particularly intense. Such approaches will be explored in further extension of this work.

identifying such funds⁴⁷ and there may be other classes of investors acting in a similar manner.

Therefore, we report a range of positioning indicators based on different investor categories (Table 1). The first sample follows the definition of hedge funds in the ECB's Manual on investment fund statistics⁴⁸ and includes all non-UCITS funds, as well as UCITS funds⁴⁹ with a hedge fund strategy (see Box 1). The second sample is broader as it includes all investment funds. One rationale for broadening the category is that an asset manager would have only one view on the short-term interest rate outlook, but would typically control several funds, some of them falling into the category of hedge funds and others not. The third sample also includes other financial institutions – which are not banks, insurance companies or pension funds – to control for misclassification and to capture other types of active investor such as systematic trading firms. Finally, to capture only large and active⁵⁰ investors, all previous samples are restricted to the counterparties that hold the largest 100 portfolios in terms of gross notional amount on average over time.

Table 1
Defining informed investors

	Non-UCITS and hedge fund UCITS	All investment funds	Other financial institutions	Largest 100 investors	Average number of investors in the sample across time
Positioning measure 1	✓				229
Positioning measure 2		✓			402
Positioning measure 3		✓	✓		450
Positioning measure 4	✓			✓	97
Positioning measure 5		✓		✓	99
Positioning measure 6		✓	✓	✓	100

Note: The average number of investors included in positioning measures 4-6 is not always 100 as some of the 100 counterparties with the largest portfolios are not active over the full period.

Finally, a class of interest rate derivatives needs to be chosen. A basic choice is between derivatives with linear payoffs (e.g., swaps, forwards or futures) and derivatives with non-linear payoffs (most notably options). Since the positioning indicators are intended to capture exposure to general interest rate movements rather than unusual developments, this suggests a preference for derivatives with linear payoffs. In addition, the market segment has to be sufficiently liquid, which is not always the case for options markets.

⁴⁷ The main difficulty is limited data coverage and disclosure, as many hedge funds are domiciled in off-shore centres.

⁴⁸ The [Manual on investment fund statistics](#) defines hedge funds as funds "which apply relatively unconstrained investment strategies to achieve positive absolute returns, and whose managers, in addition to management fees, are remunerated in relation to the fund's performance", but it is acknowledged that a generally accepted definition of hedge funds does not exist.

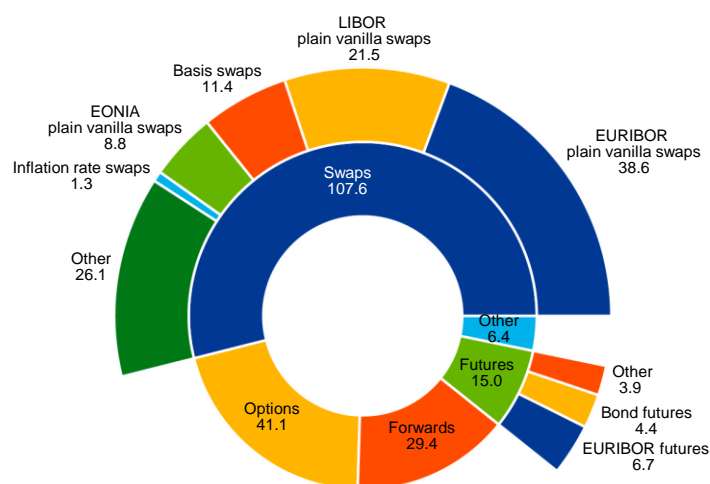
⁴⁹ The classification of funds into UCITS and non-UCITS depends on whether they fall under the [EU Directive on undertakings for collective investment in transferable securities \(UCITS\)](#). UCITS funds are mutual funds which can be sold to retail investors and are perceived as non-speculative, diversified and well-regulated investments.

⁵⁰ Classifying funds on the basis of their description as active or passive shows that the sample is not dominated by passive funds.

The full interest rate derivatives market in the euro area is very large in terms of both volume and the number of instruments it contains (Chart 1). As of June 2019 the total outstanding notional amount in interest rate derivatives was around €200 trillion, which accounted for two-thirds of the total euro area derivatives market.⁵¹ Interest rate swaps and futures are key instruments in the interest rate derivatives market. Swaps are the most prominent contracts, covering about 54% of the notional value of outstanding contracts. Swaps (including those based on EONIA) are traded “over the counter” and are used for a wide range of purposes, including the hedging of interest rate risks on banks and insurers’ balance sheets (e.g. risks arising from positive and negative duration gaps respectively). The futures market is smaller than the swaps market, but is exchange-traded and hence much more standardised and extremely liquid. Among futures, three-month EURIBOR futures have the largest notional amount outstanding (around €7 trillion out of €15 trillion in June 2019), followed by eurodollar and Bund futures.

Chart 1
The euro area interest rate derivatives market

(EUR trillions)



Sources: EMIR data available to the ECB.

Notes: Figures show notional amounts outstanding as at 12 June 2019. The sample includes both cleared and uncleared outstanding contracts for which the direction (i.e. buyer or seller side) is known. “Forwards” includes forward rate agreements; “Options” includes swaptions. “Other” (€6.4 trillion) includes less common and unclassified contracts. For swaps, “LIBOR plain vanilla swaps” comprises contracts referenced to pound sterling LIBOR, US dollar LIBOR, Japanese yen LIBOR and Swiss franc LIBOR. “Basis swaps” includes all contracts which exchange two floating rates. “Other” comprises contracts exchanging two fixed rates and fixed-for-floating rate swaps not indexed to EURIBOR, EONIA or LIBOR, as well as other less common or unclassified contracts. For futures, “Bonds” includes all bond futures (both government and corporate, of any maturity and any country), while “Other” includes eurodollar futures and unclassified contracts. The notional amounts reported should be interpreted as an upper bound because transactions could be counted more than once as a result of transactions that could not be paired. In addition, if a clearing member clears a trade on behalf of a client, two transactions (a transaction between the client and the clearing member and a transaction between the clearing member and the CCP) are counted.

The positioning indicators are based on EURIBOR futures contracts, owing to their significant information content as regards euro area interest rate developments. As suggested by market intelligence, informed investors make extensive use of EURIBOR futures, primarily on account of their substantial liquidity

⁵¹ The aggregates of gross notional values derived from EMIR data tend to be different from those obtained from the Bank for International Settlements semi-annual surveys, owing to various conceptual and measurement differences between the two data sources. For more details, see Abad, J. et al., op. cit.; *ESMA Annual Statistical Report, EU Derivatives Markets, 2018*, European Securities and Markets Authority, October 2018.

and high degree of standardisation. Investors that need to adjust their positions may often prefer futures contracts to interest rate swaps, since it is easier to close out existing positions. Moreover, futures on the three-month EURIBOR are attractive because of their direct link to euro area short-term interest rate developments at specific horizons. The basis risk of tracking EONIA through a EURIBOR futures contract is fairly limited at present given the stable spreads between the two. The focus of the positioning indicators is on EURIBOR futures with a residual maturity of above one year to facilitate comparison with gauges of interest rate expectations commonly used by central banks, for instance the one-year EONIA, one year ahead.⁵²

The positioning measure is the ratio of informed investors' net long positions to their gross positions.⁵³ The net long position (long minus short) of each investor is normalised by their gross position (long plus short). This measure has at least two advantages. First, because the measure is normalised by the gross position, it allows the views expressed by all informed investors to be considered, including smaller investors that may have strong views but are unable to take sizeable absolute positions. A simple sum of net long positions across all informed investors without any normalisation would give significant weight to very large investors and idiosyncrasies of individual players. Second, the sum across all informed investors and the normalisation also make the indicator more robust against misreporting.

The measure reveals that the positioning of investment funds is relatively polarised, suggesting that a focus on this investor category is indeed warranted since investment funds appear more inclined to express a view on future interest rates than other types of investor. Using all investment funds (positioning measure 2) as the category representative of informed investors, Chart 2 shows that around 60% of these investors take an either extreme hawkish or extreme dovish view, with the extreme dovish view clearly predominating on the date in question (12 June 2019). This pattern is different from that for dealer banks, for example, which tend to be positioned in a more neutral way, as they typically act as market makers. This does not imply that dealer banks do not have views on monetary policy or the macroeconomic outlook, but their dealing activity generally outweighs the proprietary risk-taking motive. Since dealing activity also implies that many of their positions offset each other, their portfolios tend to be large in terms of gross notional amount (as indicated by the size of the bubbles) but less so in terms of the net notional amount.

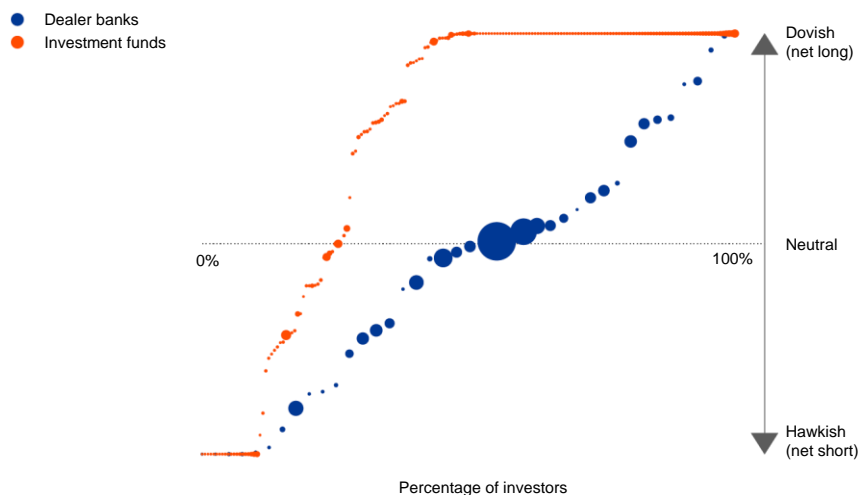
⁵² In addition, for maturities of over one year the mechanical roll-over effect in the nearest-dated futures is removed.

⁵³ Positioning at the sector level is computed as the average of individual positions.

Chart 2

Empirical quantiles of the net-over-gross positioning of investment funds and dealer banks

(notional amounts)



Sources: EMIR data available to the ECB.

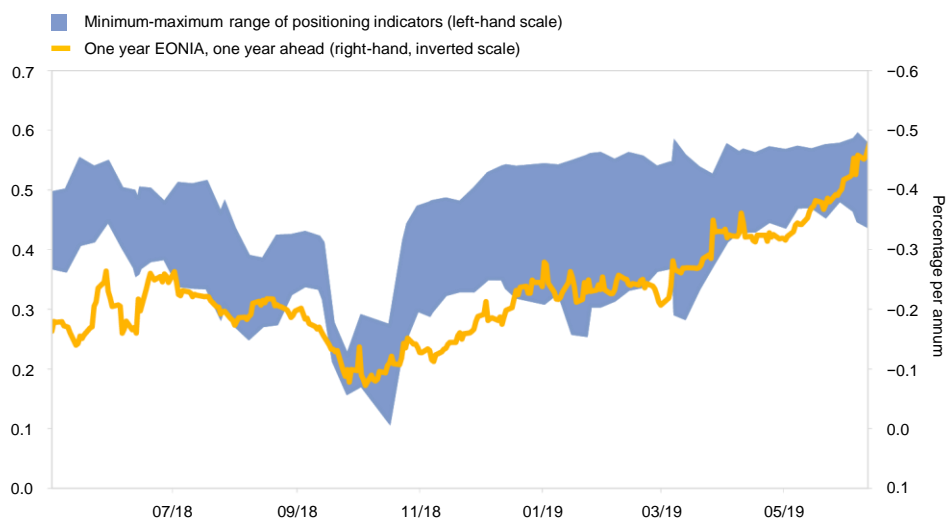
Note: Data are as at 12 June 2019 and show net-over-gross positions of individual investors in the market for EURIBOR futures with a residual maturity of more than one year. The size of the bubbles is proportional to the size of individual portfolios in terms of gross notional amount.

Net long positioning has trended upwards since the start of 2019, consistent with market expectations of a more accommodative monetary policy (Chart 3).

The one-year EONIA forward rate one year ahead provides another approximation of how interest rate expectations have evolved over the period under consideration. It shows a downward trend starting in late 2018 as investors started pricing in a more accommodative monetary policy and became less sanguine about the global economic outlook. Consistent with these developments, informed investors have increased their net long positions over the same period. The results shown here thus suggest that the positioning indicators – as a quantity, or volume-based, proxy for expectations about monetary policy and the general economic outlook – can provide signals comparable to price, or rate-based, proxies. Further data analysis may also help identify sectors whose positioning, on average, appears to be the most indicative of the market's price formation mechanism. Ideally, such analysis would also shed new light on the information embedded in forward interest rates, in particular in situations where the signals from the positioning and price-based indicators are not entirely consistent.

Chart 3

Positioning of informed investors in three-month EURIBOR futures and one-year EONIA, one year ahead



Source: EMIR data available to the ECB.

Note: The range is calculated from positioning indicators based on six different samples of informed investors as detailed in Table 1. A positioning indicator is calculated as the mean of the ratio of net to gross notional amount across individual investors in a sample. A smoothing correction has been applied for an outlier observation on 5 June 2019.

Box 1

Identifying counterparty sector in EMIR data

Prepared by Francesca D. Lenoci and Elisa Letizia

A prerequisite for the definition of “informed investors” is comprehensive and detailed information on sector classification. This box explains how EMIR data are enriched to obtain such a classification.

While EMIR data contain a field with information on the sector of a reporting counterparty, this information suffers from some limitations. The first relates to data quality: the sector reported by some counterparties varies over time, and in some cases the sector is missing. The second limitation is conceptual: the EMIR sector classification is not sufficiently detailed for many central bank purposes and does not single out entities with key roles in the derivatives market. In particular, CCPs, their clearing members and banks which are subsidiaries of the 16 largest dealers (G16) are not directly identifiable.⁵⁴ Furthermore, the EMIR sector breakdown⁵⁵ does not always overlap with the widely used ESA 2010 classification.⁵⁶

⁵⁴ The G16 are: Bank of America, Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Crédit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JPMorgan Chase, Morgan Stanley, Nomura, Royal Bank of Scotland, Société Générale, UBS and Wells Fargo.

⁵⁵ The EMIR sector classification distinguishes eight types of financial entity: alternative investment funds, assurance undertakings, credit institutions, insurance undertakings, investment firms, institutions for occupational retirement provision, reinsurance undertakings, undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) and their management companies, and a residual category. Non-financial corporations report one letter codes from the NACE statistical classification.

⁵⁶ The European System of Accounts (ESA 2010) is a statistical classification system used to group institutional units with the same primary activity. The sector code divides the economy into six sectors: non-financial corporations, financial corporations, general government, households, non-profit institutions serving households and the rest of the world.

To overcome these limitations, EMIR data are enriched with eight data sources to obtain a sector classification. The classification is performed using one source at a time, thereby establishing a hierarchy among sources. In the first step, counterparties are classified using four official lists: the ECB's lists of monetary financial institutions and investment funds, the list of insurance undertakings compiled by the European Insurance and Occupational Authority (EIOPA) and ESMA's list of CCPs. As these lists cover only a limited set of entities located in the EU/euro area, four more data sources are used in the second step: the European System of Central Banks' Register of Institutions and Affiliates Data (RIAD) and three commercial data sources (BankFocus, Lipper and Orbis). As a last source in the hierarchy, the sector given in the EMIR data is used, but only if reported consistently.

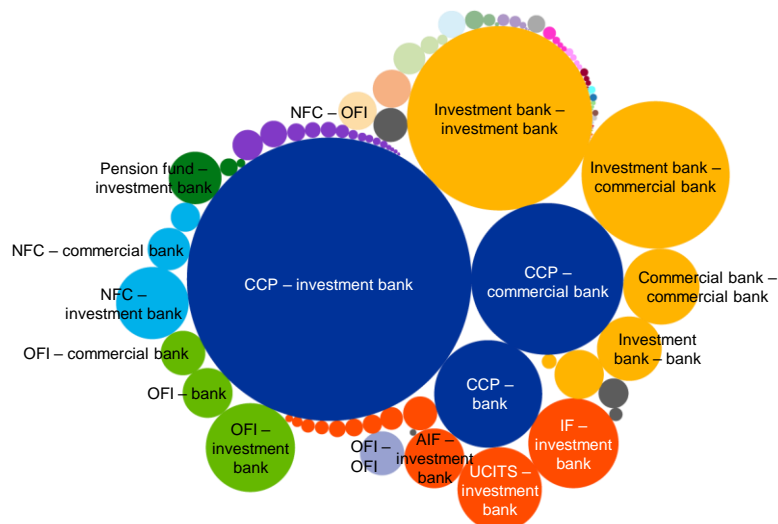
The resulting sector classification has a good coverage, is detailed and shows whether an entity plays a key role in the derivatives market. As of mid-2019, the counterparty sector has been identified for more than 98% of the notional value of outstanding trades in EMIR data (Chart A).⁵⁷ Granular information on subsectors is often also available. For instance, banks are further split into investment and commercial banks, and investment funds into UCITS and alternative investment funds. Information on investment funds' strategy (e.g. bond, equity, hedge fund) is also at hand. Moreover, entities with key roles in the derivatives market, such as clearing members and banks belonging to the G16 dealers, are flagged as such.

⁵⁷ For the remaining 2%, the domicile of the counterparty is either not available or outside Europe.

Chart A

Identifying counterparty sector in EMIR data: breakdown by notional value

(percentages of gross notional value of outstanding contracts)



Banks	Investment	43.1%
	Commercial	13.2%
	Not allocated	4.8%
CCPs		23.3%
Investment funds (IFs)	UCITS	1.7%
	AIFs	1.2%
	Not allocated	2.0%
Other financial institutions (OFIs)		4.3%
Non-financial corporations (NFCs)		3.0%
Insurance companies	Life and composite	0.3%
	Non-life	0.1%
	Not allocated	0.3%
Pension funds (PFs)	Private	0.4%
	Public	0.1%
	Not allocated	0.1%
Government institutions		0.4%
Central bank		0.1%
Money market funds		0.0%
Other		1.7%

Sources: EMIR data, ECB, EIOPA, ESMA, BankFocus, Lipper, Orbis and ECB calculations.

Notes: Data are as at mid-June 2019. The table shows the new sector classification sorted by percentage of gross notional value of all outstanding contracts ("Not allocated" indicates that the notional amount has not been allocated to one of the subsector categories). The chart shows pairs of counterparty sectors, where the bubbles are proportional to the gross notional value of all outstanding contracts. Investment banks include G16 dealers (and relevant banking subsidiaries) and banks performing both commercial and investment banking activity. AIF stands for alternative investment fund. "Other" is a residual category for when the sector is not known.

4 Examining euro area inflation-linked swap markets

Another promising application of the EMIR data lies in providing a more thorough understanding of euro area inflation-linked derivatives markets,

which contain important information on the inflation expectations of investors.

Inflation expectations play a central role for the ECB, since its primary objective is to maintain price stability in the euro area. In the conduct of monetary policy, such expectations are relevant in their own right, since they influence economic decisions in areas such as consumption and investment, as well as wage and price setting, and thus inflation. Moreover, they serve as a cross-check on the inflation outlook in the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections, which in turn inform the ECB's monetary policy decisions. In addition to survey-based measures, which capture inflation expectations as expressed directly in regular expert surveys, there are market-based measures of inflation compensation, reflecting the information derivable from the prices of financial instruments. These include inflation-linked swaps, inflation-linked bonds and inflation options, all of which are linked to future inflation outcomes. Since these financial instruments are traded continuously, market-based measures not only provide additional valuable information on the inflation expectations of investors, but can also give more timely indications of potential shifts in the inflation outlook.⁵⁸

EMIR data allow a first quantitative look at the structure of the euro area inflation-linked swap (ILS) market. To date the ECB has relied heavily on market intelligence regarding the activity underlying developments in, for instance, ILS rates. Such market intelligence – while useful – is generally qualitative in nature, and challenging to gather in a consistent fashion across counterparties in practice. The EMIR data complement this type of information and allow it to be cross-checked by offering a quantitative, more systematic look at trading activity in euro area ILS markets. This section uses the EMIR data to demonstrate some structural features of these markets.⁵⁹

The data suggest that activity in the euro area ILS market is dominated by swaps linked to aggregate euro area inflation rather than national consumer price indices. Chart 4 shows that, on average, swaps linked to the euro area Harmonised Index of Consumer Prices excluding tobacco (HICPxT) account for more than 80% of both the number of transactions and the notional amount involved. The remaining euro area ILS market is almost exclusively linked to the French consumer price index (CPI). Activity in swaps linked to other countries' CPIs is very limited, even Italian CPI-linked swaps, despite the existence of a sizeable Italian CPI-linked bond market.⁶⁰ Since the monitoring of investors' inflation expectations relies on market quotes (as ILSs are traded "over the counter"), it appears reasonable to assign a higher information content to those ILSs for which quotes are

⁵⁸ For more information see the article entitled "[Interpreting recent developments in market-based indicators of longer-term inflation expectations](#)", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2018.

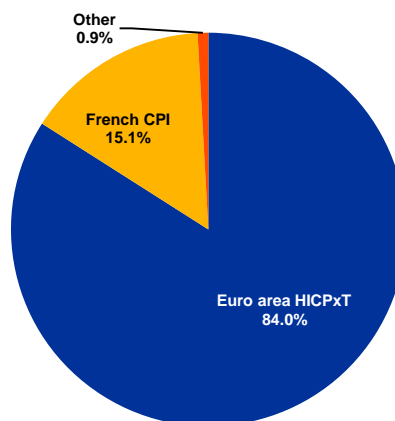
⁵⁹ The portion of euro area ILS markets covered by the data available at the ECB has an outstanding notional amount of close to €1 trillion. However, since these data represent a subset of the market (see Section 2), the actual size of the market is larger, and potentially significantly so. In any case, the subset reveals that, in the euro area, the ILS market is substantially smaller than the interest rate derivatives market. For instance, the outstanding notional amount of EURIBOR futures contracts is roughly ten times as high as that of euro area HICP-linked swaps.

⁶⁰ Inflation-linked bonds are also primarily indexed to the aggregate euro area HICPxT, but both France and Italy have substantial – and comparable – amounts of bonds outstanding that are linked to their respective national CPIs.

more firmly supported by underlying activity.⁶¹ On that basis and in light of the above observations, monitoring aggregate euro area inflation expectations in ILS markets seems most reliable. However, this does not preclude the monitoring of individual countries' CPI-linked ILS rates to detect expectations of possible deviations from the aggregate at the national level.

Chart 4

Euro area inflation-linked swap market activity, by underlying reference index



Sources: EMIR data and ECB calculations.

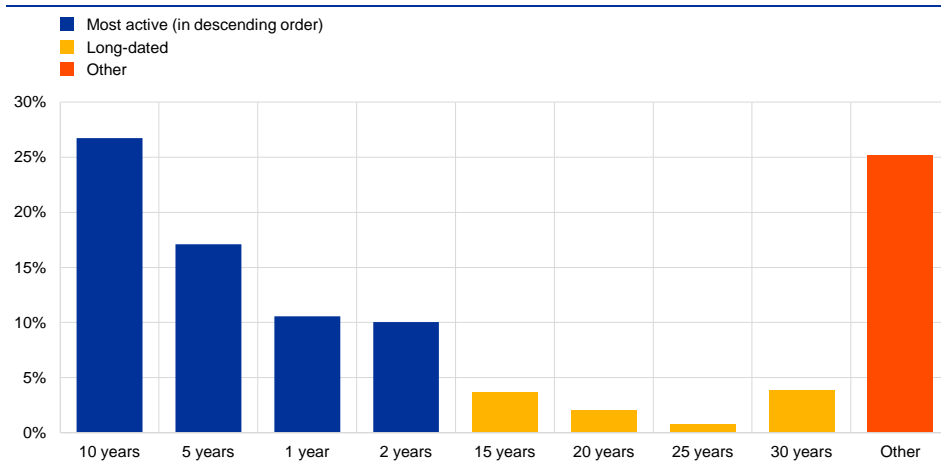
Notes: Data are as at mid-2019. The shares are based on the average of two activity measures, namely the number of transactions and the notional amount involved in these transactions.

EMIR data also show that activity is relatively concentrated in the ten-year, five-year, two-year and one-year maturity segments. These results relate to *spot* rates of zero coupon swaps – that is, swaps that exchange fixed rate payments for variable payments on the basis of realised inflation between now and a given future date. Chart 5 shows that the four most active points on the curve account for around 50% of all activity in euro area HICPxT-linked swaps. The fact that almost a quarter of activity is clustered at the ten-year spot point, with the second-largest share at the five-year spot point, has an interesting corollary. It suggests that among *forward* ILS rates, the five-year rate five years ahead – which commands considerable attention in the marketplace – is also the rate most supported by underlying activity. Moreover, rather than declining mechanically with maturity, activity is still notable at a number of longer-dated points along the spot curve, for example at the 15, 20, and 30-year maturities. In the context of central bank analysis, this is reassuring since longer-term ILS rates are less affected by short-term transitory shocks and may thus provide a cleaner guide to investors' "steady state" inflation expectations.

⁶¹ Note that these quotes are "created" in large data warehouses of global banks and probably also include some information derived from the inflation-linked bond and other markets. Nonetheless, underlying activity is useful in judging the information content of quotes in OTC markets. This is because, while the actual price (or rate) at which two counterparties transact remains confidential, a sizeable amount of activity in these markets is intermediated by dealers that take (at least) one side of the transaction and simultaneously provide quotes for the product in question. Hence, published dealer quotes are informed by – and adjusted in response to – the trades conducted between dealers and other investors. This suggests that the more sizeable the underlying activity in an OTC market, the more likely it is that quoted prices (or rates) provide a reliable guide to where investors are willing to transact.

Chart 5

Activity in euro area HICPxT-linked inflation swaps, by maturity



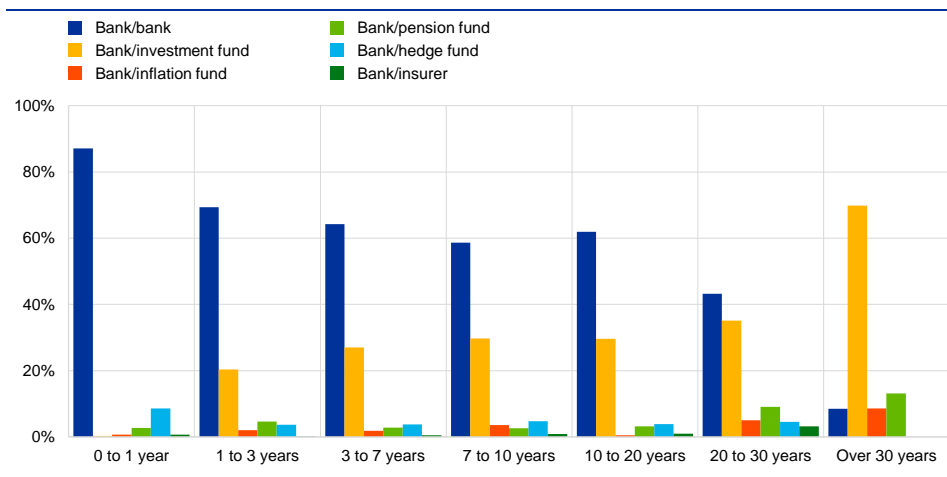
Sources: EMIR data and ECB calculations.

Notes: Data are as at mid-2019. The activity shares are based on the average of four measures that (i) consider the number of transactions or the notional amount involved and (ii) define maturity either as maturity date minus effective date or as maturity date minus execution date. "Other" refers to maturities not shown in the chart.

There are important differences in sectoral activity across maturities: hedge funds are quite active at the very short end of the curve, while pension funds show above-average activity in the long to ultra-long segments. Chart 6 sorts transactions into different maturity buckets instead of focusing on individual maturity points. It further shows sector pairs involving banks on at least one side of the transaction. This is due to the dominant role played by banks in the ILS market and because activity accounted for by other sector pairs is negligible. Apart from highlighting the dominance of bank-bank and bank-investment fund transactions across maturity buckets, Chart 6 shows notable activity of hedge funds at short maturities. This observation is consistent with market intelligence, according to which some hedge funds have in recent years stepped up their efforts to forecast near-term inflation and then trade on the basis of those forecasts in ILS markets. Moreover, the fact that pension funds are over-proportionally represented in maturities of 20 years and above is in line with the notion that these actors use the ILS market to hedge inflation-linked liabilities, in particular those incurred as part of defined-benefit plans.

Chart 6

Shares of euro area HICPxT-linked swap transactions for selected sector pairs, by maturity



Sources: EMIR data and ECB calculations.

Notes: Sectors are identified using the classification reported in the EMIR database, enriched by a more granular classification and following a thorough data quality check. For example, inflation funds are identified as investment funds whose names and descriptions suggest a strong focus on inflation-adjusted or real returns. Shares are based on the average of the share of the number of transactions between June 2016 and January 2018 and the share of the notional amount involved in these transactions. Percentages add up to 100% for each maturity bucket across the six sector pairs shown. Data are based on reports from DTCC, which is one of the seven trade repositories reporting under EMIR currently authorised by ESMA.

The results show that it is important for the ECB, in assessing investors' inflation expectations, to consider not only overall activity patterns across the ILS curve but also the sectoral composition of activity in different segments of the curve. More precisely, while the article has shown that activity in longer-dated euro area ILSs of 15 years and beyond is not negligible compared with shorter-dated maturities, the sectoral analysis indicates that a relatively large share of that activity stems from pension funds. Since the latter often use the ILS market to hedge against developments in inflation, they tend to act more as price takers, certainly when compared with hedge funds active at the short end of the ILS curve, which are more likely to express particular views on future inflation. Thus, when price sensitivity is also factored in, the information content of longer-dated ILS rates may be lower than suggested by overall activity in that maturity bucket.

Overall, EMIR data help uncover a number of interesting structural features of euro area ILS markets, suggesting that further EMIR-based analysis can help the ECB better assess future developments in these markets. The findings presented in this section are consistent with market intelligence received. This supports the notion that the EMIR data can indeed serve as a complement to and cross-check other information by offering a quantitative, more systematic view. Natural extensions of the more structural analysis presented here are tracking overall activity or the activity of different investor groups over time as well as across maturities. Moreover, the richness of the data extends beyond the information touched upon in this article, most notably to the prices at which counterparties transact with each other. EMIR data are thus an important addition to the ECB's toolbox for analysis of euro area ILS markets.

5 Conclusions

This article has shown how EMIR data can be used for analysis beyond the domain of financial stability. This article presents examples based on two classes of derivatives market that are of particular importance for central bank analysis: the interest rate and inflation-linked derivatives markets.

The first example illustrates how EMIR data can help infer investor expectations for future interest rates. The positioning indicators developed track how a group of “informed investors” position themselves in the futures market in anticipation of future interest rate movements. Such quantity-based indicators can act as a complement to other, more established indicators of interest rate expectations, such as forward rates or survey-based measures. While this article provides first insights from such quantity-based indicators, further data analysis may help refine the indicators and also shed new light on the information embedded in forward interest rates, particularly in situations where the signals from the positioning and price-based indicators are not entirely consistent.

The second example shows how EMIR data allow a first systematic look at trading activity in euro area inflation-linked swap markets. This example highlights a number of structural features of these markets, which can provide valuable and timely information on the inflation outlook of investors. Overall, the results support the notion that EMIR data can complement and help to cross-check more qualitative market intelligence on activity in these markets. For example, the data can help assess the information content of inflation-linked swap rates, both across different maturities and on the basis of the relative activity of different types of investors. The data can thus be seen as an important addition to the analytical toolbox of the ECB.

Despite the many challenges in using these “big data”, the use of EMIR data at the ECB and at central banks more generally is on the rise. The increasing scale of analysis based on these data underlines the benefits for policymakers of the reporting of EMIR data as part of the measures to increase transparency in the OTC derivatives market.

2 The taxonomy of ECB instruments available for banking supervision

Prepared by Rinke Bax and Andreas Witte

1 Introduction

In November 1999, the ECB Monthly Bulletin featured an article on the legal instruments of the European Central Bank. Since being entrusted with the task of supervising credit institutions in 2014, the ECB has adopted a wide range of further legal and non-legal instruments in the context of prudential supervision. These tasks have been conferred on the ECB by the SSM Regulation⁶² and give the ECB the exclusive competence to carry them out with respect to all credit institutions. The SSM Regulation establishes specific types of legal act which the ECB can adopt for the purpose of exercising its tasks under that regulation. The SSM Regulation also stipulates that the ECB's supervisory tasks must be exercised separately from those relating to monetary policy. This article describes the instruments the ECB has adopted in its role as banking supervisor in recent years.

Supervising banks involves changes to their legal position, e.g. as a result of the imposition of supervisory measures which must be complied with as a legal obligation, or by granting permission for a course of action which the bank would otherwise not be allowed to take. Such changes in legal position can only be effected by means of a binding legal instrument. For these purposes, primary law (primarily the Treaty on the Functioning of the European Union and the Statute of the ESCB) and secondary law (primarily the SSM Regulation) provide a broad range of instruments (some of which qualify as legal acts) for the ECB to adopt as tools to carry out its supervisory tasks.

In many cases, however, it may be useful for the ECB – or, for that matter, any other supervisory authority – to issue instruments other than binding legal acts. Such instruments can, for instance, be used to communicate to the public the ECB's position on a question of policy, or to provide guidance on how it intends to use its supervisory powers in the future.

There is, therefore, a range of instruments which the ECB may use in the area of supervision, reflecting the relatively wide range of supervisory activities it undertakes. Different kinds of instruments may be useful for different purposes. The present article attempts to bring some order to this multitude of different instruments and to describe their legal implications. Section II will discuss legal acts of a binding nature while Section III will broadly address legally non-binding instruments and documents, some of which qualify as legal acts in spite of their non-binding nature. Section IV will address the difficulties in distinguishing between these two categories,

⁶² Council Regulation (EU) No 1024/2013 of 15 October 2013 conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions (OJ L 287, 29.10.2013, p. 63).

which is not always straightforward, and Section V will summarise and draw some general conclusions.

2 Binding legal acts and other binding instruments

2.1 General remarks

Article 4(3) of the SSM Regulation lists the binding legal instruments which are available for adoption by the ECB in its supervisory capacity. This list was not created entirely by the drafters of the SSM Regulation, but rather builds on the primary law catalogue of legal acts under Union law in Article 34.1 of the Statute of the ESCB⁶³, which lists regulations, decisions, recommendations and opinions⁶⁴. In addition, the SSM Regulation mentions several other instruments which are not included in the primary law catalogue of legal acts but which can be adopted in a binding manner in order to carry out its tasks under the SSM Regulation.

There are five main tools available to the ECB for this purpose: regulations, decisions, guidelines, recommendations and instructions to NCAs (mentioned in Article 9(1)(3) of the SSM Regulation and Article 22 of the SSM Framework Regulation).

2.2 ECB Regulations

ECB Regulations are characterised by two defining features which they share with Regulations adopted by Parliament and the Council: they apply on a general – rather than case-specific – basis and they are directly applicable in the Member States (of the euro area for the ECB regulations). In this sense, the term “regulation” in Article 4(3) of the SSM Regulation is used in the same sense as in Articles 288(2) and 132(1), first indent, TFEU and Article 34.1, first indent, of the Statute of the ESCB. They also benefit from the supremacy of Union law and supersede the application of conflicting national legislation. However, in the supervisory field the ECB is not a legislator itself; it is – as is made explicit in Article 4(3) of the SSM Regulation – bound by the “single rulebook” This consists of the “level 1” texts adopted by Parliament and the Council, most importantly CRD IV (Directive 2013/36/EU), the BRRD (Directive 2014/59/EU), the CRR (Regulation 575/2013), the SRM Regulation (Regulation 806/2014), as well as the “level 2” texts. These “level 2 texts” consist largely of Regulatory Technical Standards (RTSs) drafted by the EBA on the basis of Article 10 of the EBA Regulation and subsequently adopted by the Commission on the basis of Article 290 TFEU, using an

⁶³ It corresponds, in substance, to Article 132(1) TFEU, which, in turn, constitutes a specification of the general catalogue of Union legal acts in Article 288 TFEU. Not all legal acts listed in the latter are also included in Article 132(1) TFEU and Article 34.1 of the Statute of the ESCB; in particular, the omission of directives makes it clear that the ECB is not empowered to adopt this type of legal act.

⁶⁴ ECB Opinions will not be discussed and further in this article. Although ECB Opinions may be adopted in relation to draft legislation relating to the supervision of credit institutions, they are not intrinsically linked to the exercise of the ECB’s supervisory powers.

empowerment included in a level 1 text and Implementing Technical Standards (ITSs) drafted by the EBA on the basis of Article 15 of the EBA Regulation and subsequently adopted by the Commission on the basis of Article 291 TFEU, also using an empowerment in a level 1 text. In addition, there are cases where the Commission adopts delegated regulations in the area of banking supervision directly on the basis of Article 290 of the TFEU and an empowerment in a level 1 text without the need for an EBA drafting procedure under Article 10 of the EBA Regulation. One example of this is Commission Delegated Regulation (EU) 2015/61 which, on the basis of Article 291 of the TFEU and Article 460 of the CRR, defines the calculation of the liquidity coverage ratio (LCR). RTSs, ITSs and Commission Delegated Regulations make up the vast majority of “level 2” texts and are adopted in the form of regulations, ensuring their direct applicability throughout the Union. The ECB is mandated to apply these acts and it may not amend or deviate from them or enact new legislation in the form of generally applicable Regulations not foreseen in the level 1 acts.⁶⁵

Article 4(3) is not, in itself, a sufficient legal basis for the adoption of regulations but rather presupposes an otherwise existing legal basis for the ECB to act. It is limited to stating that, in principle, regulations are also an admissible legal act which the ECB may use in the area of banking supervision.

An example of the ECB acting in a regulatory capacity is Regulation 2016/445, in which the ECB exercised options and discretions available under relevant Union law with direct applicability within the Member States participating in the SSM, with the exception of Member States in close cooperation. The ECB could exercise these options and discretions only where they are entrusted not to Member States but to the competent authority – a role which, according to Article 9(1) of the SSM Regulation, is now exercised by the ECB for significant institutions. Another example is Article 6(7), which enables the adoption of regulations establishing a framework to organise the practical arrangements for the implementation of the interaction between the ECB and the NCAs within the SSM and which has been used, most importantly, for the SSM Framework Regulation (Regulation (EU) No 468/2014). These examples show some parallels with the ECB’s competence to adopt regulations within the area of monetary policy. The ECB may also only adopt regulations for specific fields of monetary policy, unlike the EU legislator which, once it is conferred a competence, is normally granted the choice of the most appropriate legal instrument to adopt.⁶⁶ In the case of ECB regulations, publication in the Official Journal of the EU is mandatory for them to enter into effect (Article 297(2) of the TFEU and Article 17.7 of the ECB Rules of Procedure).

⁶⁵ It would therefore appear that ECB Regulations are “regulatory acts” as opposed to “legislative acts” in the dichotomy developed by case-law for the purposes of Article 263(4) of the TFEU. See Case C-583/11 P *Inuit Tapiriit Kanatami and Others v Parliament and Council*, ECLI:EU:C:2013:625.

⁶⁶ This difference is visible in the field of banknotes and coins: while the rules on coins are adopted in the form of a regulation, the rules on the reproduction of banknotes had to be adopted via a decision as the Statute does not allow the ECB to adopt regulations in the field of banknotes.

2.3 ECB Decisions

Different types of “decisions”

As in the rest of the Treaty, the word “decision” has three different connotations:

- First – and this is the narrowest meaning – the term is used in the same sense as in Articles 288(4) and 132(1), second indent, of the TFEU and Article 34.1, second indent, of the Statute of the ESCB. In other words, it describes an act which is intended to create legal effects which are case-specific and sometimes limited to specific addressees, rather than applicable in general – this constitutes the main difference from a regulation. This is the meaning of the word “decision” which is the focus of the present discussion.
- Second, the term is used in Article 26(8) of the SSM Regulation to describe the decision-making process within the SSM. In this sense, “decision” is a generic term that encompasses any act which must be adopted by the Governing Council of the ECB upon a proposal from the Supervisory Board. This decision-making procedure applies to all measures involving an assessment connected to the exercise of the tasks conferred on the ECB by the SSM Regulation, unless a decision-making power has been delegated to heads of business areas within the ECB – again, by the Governing Council upon a proposal from the Supervisory Board, to whom the act adopted under delegation is attributed. This second meaning includes all decisions under the first bullet point, but also goes well beyond this; the adoption of an ECB Regulation in the area of supervision, for instance, would also be a supervisory “decision” in this sense.
- Finally, in the broadest possible sense and in the sense which is closest to non-technical common usage, the word “decision” is, within the ECB, sometimes also used for any kind of resolution made by bodies of the ECB. These “decisions” need not necessarily have legal effect towards parties outside the ECB, but they are binding for the institution and the body that has adopted them. For example, certain letters to banks are decided on by the Supervisory Board of the ECB in its meetings without these letters being sent through a non-objection procedure. Such “decisions” on the text of letters sent to banks are not legal acts (and not “decisions” in the present sense) but rather tools for the execution of supervisory tasks (Article 26(1) of the SSM Regulation).

As mentioned above, the first meaning of the word “decision”, that corresponding to Articles 288(4) and 132(1), second indent, of the TFEU, is the meaning on which the present discussion will focus. In this sense, a decision is characterised by its binding legal effect, which it has in common with a regulation. The primary difference between the two lies in their scope of application. While regulations are generally applicable, decisions without addressees apply only to a specific object. Decisions, moreover, come in two varieties, either as decisions with

specified addressees or decisions without addressee yet addressing a specific issue (see below).⁶⁷

Decisions with addressees

A decision with addressees must specify these addressees unambiguously and is binding only on them. For this reason, it is the usual form of legal act used by the ECB to carry out its supervision in concrete individual cases. Supervisory measures imposing requirements on supervised entities, or conversely granting a permission required under applicable law, for example, almost always take the form of a decision with addressee. For this reason, it can be thought of as analogous to case-specific, legally binding forms of legal acts in national administrative law systems, e.g. the *Verwaltungsakt* in Germany, the *acte administratif* in France, or the *Bescheid* in Austria. Owing to its legally binding nature, the decision with addressee is challengeable before the Union courts, usually by means of an action for annulment under Article 263 of the TFEU. The specified addressees have automatic standing for such an action, while (non-privileged) non-addressees do so only if they can demonstrate that they are directly and individually affected by it. Such decisions must be notified to their addressees.⁶⁸

Decisions without addressees

The decision without addressee is also binding, but it cannot be used to directly affect the legal situation of a given party, e.g. a supervised entity, for which purpose a decision addressed to that entity would be needed. It is the appropriate legal form to define, with legal effect, a case which affects more than the situation of a particular party while establishing binding rules for the ECB in the conduct of certain tasks. It is often used to establish organisational arrangements in a legally sound manner, e.g. the Administrative Board of Review and its procedure or the internal separation between the supervisory and the monetary policy functions of the ECB (see below). There is, therefore, a certain overlap with the scope of application for regulations, the only difference being the internally binding nature of the decisions without addressees.

The ECB has already adopted several such decisions without addressees in the context of the SSM, some of which have been published in the Official Journal. This list shows that the majority of such decisions without addressees are of an institutional nature.

- A decision on the establishment of an Administrative Board of Review.⁶⁹

⁶⁷ Since the Treaty of Lisbon this distinction has been explicitly codified in Article 288(4) of the TFEU, but it was common practice even before.

⁶⁸ This follows also from Article 17a.4 of the ECB Rules of Procedure. In addition to the addressees, and according to Article 24(5) of the SSMR, persons to whom the decision is of "direct and individual concern" may also request a review of a decision.

⁶⁹ Decision of the ECB of 14 April 2014 concerning the establishment of an Administrative Board of Review and its Operating Rules (ECB/2014/16), (OJ L 175, 14.6.2014, p. 47).

- A decision amending the ECB's Rules of Procedure in the light of the ECB's supervisory tasks.⁷⁰
- A decision on the close cooperation with the national competent authorities of participating Member States whose currency is not the euro.⁷¹
- A decision on the appointment of representatives of the ECB to the Supervisory Board.⁷²
- Decisions on the provision to the ECB of supervisory information reported to the national competent authorities.⁷³
- A decision on the implementation of separation between the monetary policy function and the supervisory function.⁷⁴
- A decision on public access to ECB documents in the possession of the national competent authorities.⁷⁵
- A decision on the disclosure of confidential information in the context of criminal proceedings.⁷⁶
- A decision on principles for performance feedback to national competent authority sub-coordinators.⁷⁷

⁷⁰ Decision (EU) 2016/1717 of the ECB of 21 September 2016 amending Decision ECB/2004/2 adopting the Rules of Procedure of the ECB (ECB/2016/27), (OJ L 258, 24.9.2016, p. 17).

⁷¹ Decision of the ECB of 31 January 2014 on the close cooperation with the national competent authorities of participating Member States whose currency is not the euro (ECB/2014/5), (OJ L 198, 5.7.2014, p. 7).

⁷² Decision of the ECB of 6 February 2014 on the appointment of representatives of the ECB to the Supervisory Board (ECB/2014/4), (OJ L 196, 3.7.2014, p. 38).

⁷³ Decision of the ECB of 2 July 2014 on the provision to the ECB of supervisory data reported to the national competent authorities by the supervised entities pursuant to Commission Implementing Regulation (EU) No 680/2014 (ECB/2014/29), (OJ L 214, 19.7.2014, p. 34); Decision (EU) 2017/1493 of the ECB of 3 August 2017 amending Decision ECB/2014/29 on the provision to the ECB of supervisory data reported to the national competent authorities by the supervised entities pursuant to Commission Implementing Regulation (EU) No 680/2014 (ECB/2017/23), (OJ L 216, 22.8.2017, p. 23); and Decision (EU) 2017/1198 of the ECB of 27 June 2017 on the reporting of funding plans of credit institutions by national competent authorities to the ECB (ECB/2017/21), (OJ L 172, 5.7.2017, p. 32).

⁷⁴ Decision of the ECB of 17 September 2014 on the implementation of separation between the monetary policy and supervision functions of the ECB (ECB/2014/39), (OJ L 300, 18.10.2014, p. 57).

⁷⁵ Decision (EU) 2015/811 of the ECB of 27 March 2015 on public access to ECB documents in the possession of the national competent authorities (ECB/2015/16), (OJ L 128, 23.5.2015, p. 27).

⁷⁶ Decision (EU) 2016/1162 of the ECB of 30 June 2016 on disclosure of confidential information in the context of criminal investigations (ECB/2016/19), (OJ L 192, 16.7.2016, p. 73).

⁷⁷ Decision (EU) 2017/274 of the ECB of 10 February 2017 laying down the principles for providing performance feedback to national competent authority sub-coordinators and repealing Decision (EU) 2016/3 (ECB/2017/6), (OJ L 40, 17.2.2017, p. 72).

- Decisions on the delegation of certain decision-making powers related to supervisory tasks.⁷⁸

2.4 ECB Instructions and guidelines

National competent authorities are responsible for assisting the ECB, where appropriate, with the preparation and implementation of any acts relating to the ECB's supervisory tasks. To this end, the SSM Regulation gives the ECB the power to adopt guidelines and instructions addressed to national competent authorities.

Such guidelines and instructions are not legal acts (because they are not included in the catalogue of legal acts defined in Article 132(1) of the TFEU and Article 34.1 of the Statute of the ESCB), but they are legal instruments and are binding on the national competent authorities to which they are addressed.

More specifically, ECB instructions exist in two variants. They can be case-specific or general, i.e. relating not to an individual case but to a particular subject and applying in all relevant future cases.

Case-specific ECB Instructions

Case-specific instructions command the national competent authority to take a particular course of action with regard to an individual case. The instruction can, most importantly, order the adoption of a national decision or other administrative act by the national competent authority, making use of a power available to it (but not to the ECB) under the relevant national law. These instructions, which are analogous to intra-Eurosystem instructions pursuant to Article 14.3 of the Statute of the ESCB in the realm of monetary policy, have their legal basis in Article 9(1), third sub-paragraph, of the SSM Regulation, as further specified in Article 22 of the SSM Framework Regulation. The ECB may also adopt instructions addressed to the national competent authority of a Member State in close cooperation within the meaning of Article 7(1) of the SSM Regulation. The instructions are binding on the national competent authority to which they are addressed; this can be concluded from the word “require” in the legal basis cited,

⁷⁸ Decision (EU) 2017/933 of the ECB of 16 November 2016 on a general framework for delegating decision-making powers for legal instruments related to supervisory tasks (ECB/2016/40), (OJ L 141, 1.6.2017, p. 14); Decision (EU) 2017/934 of the ECB of 16 November 2016 on the delegation of decisions on the significance of supervised entities (ECB/2016/41), (OJ L 141, 1.6.2017, p. 18); Decision (EU) 2017/935 of the ECB of 16 November 2016 on delegation of the power to adopt fit and proper decisions and the assessment of fit and proper requirements (ECB/2016/42), (OJ L 141, 1.6.2017, p. 21); Decision (EU) 2017/936 of the ECB of 23 May 2017 nominating heads of work units to adopt delegated fit and proper decisions (ECB/2017/16), (OJ L 141, 1.6.2017, p. 26); Decision (EU) 2018/228 of the ECB of 13 February 2018 amending Decision (EU) 2017/936 nominating heads of work units to adopt delegated fit and proper decisions (ECB/2018/6), (OJ L 43, 16.2.2018, p. 18); Decision (EU) 2018/228 of the ECB of 13 February 2018 amending Decision (EU) 2017/936 nominating heads of work units to adopt delegated fit and proper decisions (ECB/2018/6), (OJ L 43, 16.2.2018, p. 18); Decision (EU) 2018/546 of the ECB of 15 March 2018 on delegation of the power to adopt own funds decisions (ECB/2018/10), (OJ L 90, 6.4.2018, p. 105); Decision (EU) 2018/547 of the ECB of 27 March 2018 nominating heads of work units to adopt delegated own funds decisions (ECB/2018/11), (OJ L 90, 6.4.2018, p. 110).

which denotes the creation of a binding obligation. They must be notified to their addressees (Article 17a.3 of the ECB Rules of Procedure).

General ECB Instructions

In addition, instructions can be general, i.e. not relating to an individual case but rather to a subject, to be applied in all future cases in which the issue governed by the instruction arises. In this case, the instruction is of a general nature. Such general instructions, normally addressed to only one NCA, contain the general framework and the main rules to be implemented by the national competent authorities.

Article 6(5)(a) of the SSM Regulation explicitly empowers the ECB to adopt general instructions governing the supervision of less significant institutions by the national competent authorities. This is consistent with the principle that carrying out specific supervisory tasks for less significant institutions is the responsibility of the national competent authorities, including the adoption of supervisory decisions, with the exception of licencing and the qualifying holding regime (Article 6(6) of the SSM Regulation). The ECB exercises general oversight over the functioning of the system (Article 6(5)(c) of the SSM Regulation) but does not intervene in individual cases, with the caveat that it can take over direct supervision entirely where necessary (Article 6(5)(b) of the SSM Regulation). The SSM Regulation therefore only allows the ECB to issue case-specific instructions to significant institutions for which it is directly competent, or in the case of close cooperation, while limiting it to general instructions for less significant institutions. Nonetheless, within their scope of application general instructions are also binding on the national competent authorities to which they are addressed; they are not mere “soft law” instruments. They can thus be seen as an embodiment of the idea, emphasised by the European Court of Justice, that the ECB has been conferred exclusive competences as regards the tasks listed in Article 4(1) of the SSM Regulation for the prudential supervision of less significant institutions as well, and that the activities of the national competent authorities in this regard are a case of assistance provided by them to the ECB rather than an exercise of an inherently national competence.⁷⁹

ECB Guidelines, which are addressed to all national competent authorities, are also of a general rather than case-specific nature, yet are nonetheless binding on their addressees. The line between general instructions and guidelines is therefore not easy to establish, and practical experience in the adoption of general instructions is limited. However, it can be argued that the main difference lies in the fact that guidelines are of a quasi-regulatory nature. Even though they do not impose obligations directly on third parties other than national competent authorities (in particular not on credit institutions), they do govern a particular area in a general manner, applying to all national competent authorities and prescribing in an abstract way what is entailed in the performance of the activities governed by the guidelines.

⁷⁹ Court of Justice, Judgment of 8 May 2019, Case C-450/17 P Landeskreditbank Baden-Württemberg - Förderbank v European Central Bank, ECLI:EU:C:2019:372, paras. 38-41.

General instructions, on the other hand, can be addressed to one or a subset of national competent authorities and in response to a narrow supervisory topic, such as a pressing need to take action which has arisen, but applying to all less significant institutions subject to the supervision of these authorities and which find themselves in the situation envisaged by the general instruction.

The ECB has to date adopted and published several ECB Guidelines:

- Guideline (EU) 2015/856 of the ECB of 12 March 2015 laying down the principles of an Ethics Framework for the Single Supervisory Mechanism (ECB/2015/12), (OJ L 135, 2.6.2015, p. 29).⁸⁰
- Guideline (EU) 2016/256 of the ECB of 5 February 2016 concerning the extension of common rules and minimum standards to protect the confidentiality of the statistical information collected by the ECB assisted by the national central banks to national competent authorities of participating Member States and to the ECB in its supervisory functions (ECB/2016/1), (OJ L 47, 24.2.2016, p. 16).
- Guideline (EU) 2016/1993 of the ECB of 4 November 2016 laying down the principles for the coordination of the assessment pursuant to Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council and the monitoring of institutional protection schemes including significant and less significant institutions (ECB/2016/37), (OJ L 306, 15.11.2016, p. 32).
- Guideline (EU) 2016/1994 of the ECB of 4 November 2016 on the approach for the recognition of institutional protection schemes for prudential purposes by national competent authorities pursuant to Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council (ECB/2016/38), (OJ L 306, 15.11.2016, p. 37).
- Guideline (EU) 2017/697 of the ECB of 4 April 2017 on the exercise of options and discretions available in Union law by national competent authorities in relation to less significant institutions (ECB/2017/9), (OJ L 101, 13.4.2017, p. 156).

In any case, it is imperative to distinguish between guidelines of the ECB and those issued by the EBA under Article 16 of the EBA Regulation (Regulation (EU) No 1093/2010). In spite of the use of the same label, these EBA guidelines are not legally binding; they are soft law instruments addressed by the EBA to competent authorities (the ECB being one of them) which carry only a comply-or-explain obligation.

⁸⁰ Unlike the other guidelines in this list, this particular one was adopted on the basis of a special decision-making procedure in Article 6(7) of the SSM Regulation, rather than the non-objection procedure under Article 26(8) of the SSM Regulation which is the usual procedure for the adoption of instruments in the area of banking supervision. The reason behind this is that the non-objection procedure does not apply to the general framework under which supervisory decisions are taken, like the organisational framework referred to in Article 6(7) of the SSM Regulation; see recital (6) of Decision ECB/2014/1.

Since ECB Guidelines, like general instructions, are not addressed to credit institutions, they cannot have any binding legal effect on such institutions.

They are, however, binding upon the national competent authorities. In addition to this, and in line with the principle of harmonious interpretation, one would expect the national competent authorities not only to faithfully implement the guidelines but also to interpret and apply their respective national law in a manner which gives the best possible effect to the guidelines. There are no obligations under Union law to publish ECB Guidelines; they only need to be notified to their addressees (Article 17a.2 of the ECB Rules of Procedure for guidelines adopted under Articles 4(3) and 6(5)(a) of the SSM Regulation and Article 17.2 of the ECB Rules of Procedure for guidelines adopted on different legal bases). However, in line with the transparency obligation of EU public institutions, the ECB has published parts of the ECB Guidelines which are of interest to the general public. This, in turn, enhances the transparency of the activities of European banking supervision.

3 Non-legally binding legal acts, instruments and documents

3.1 General remarks

In addition to the legal acts and binding instruments described above, the ECB may also make public any non-binding instruments or documents for the purpose of providing transparency to supervised entities and the general public. In doing so, the ECB shall ensure that such instruments are not perceived as having any binding effect on third parties. It is noted that instruments and policy documents published on the ECB's website, while not imposing any obligations on third parties, do bind the ECB and therefore create legitimate expectations as to how European banking supervision will perform its supervisory tasks. To the extent it has created legitimate expectations the ECB is bound to act accordingly.⁸¹

3.2 ECB Recommendations

ECB Recommendations are legal acts without binding effect. They are normally adopted by the Governing Council.⁸² ECB Recommendations may be published in the Official Journal, in which case they are published in all official EU languages. There are two types of ECB Recommendation.

First, ECB Recommendations can be the instrument by which the ECB recommends legislative procedures at the Union level, leading to the enactment of complementary legislation. Although recommendations of this type may be adopted in relation to legislation relating to the ECB's supervisory tasks, this

⁸¹ See for instance Case T-374/04 Germany v Commission, paragraph 111.

⁸² Article 17.4 of the ECB Rules of Procedure states that ECB recommendations shall be adopted by the Governing Council or the Executive Board in their respective domain of competence, and shall be signed by the President.

contribution to the legislative activity is not intrinsically linked to the exercise of the ECB's supervisory powers.⁸³

Second, ECB Recommendations can also be used by the ECB to recommend actions to be taken. In the execution of its supervisory tasks, the ECB has made use of this type of recommendation on a number of occasions to provide credit institutions with a series of recommendations on dividend distribution policies.⁸⁴ To date, dividend distribution is the only topic on which the ECB has issued recommendations addressed to all credit institutions. The ECB has also addressed national competent authorities in a recommendation on common specifications for the exercise of some options and discretions available under Union law by national competent authorities in relation to less significant institutions.⁸⁵ All of the aforementioned ECB Recommendations have been published in the Official Journal.

3.3 Supervisory disclosure obligations

Directive 2013/36/EU⁸⁶ requires competent authorities responsible for banking supervision to disclose the texts of laws, regulations, administrative rules and general guidance adopted in their Member State in the field of prudential requirements, as well as the manner of exercise of the options and discretions available in Union law, the general criteria and methodologies of the Supervisory Review and Evaluation Process (SREP) and aggregate statistical data on key aspects of the implementation of the prudential. In keeping with these rules, the ECB makes public information on rules and guidance, options and national discretions, the SREP and aggregate statistical data on its Banking Supervision website.

The ECB applies all relevant Union law and all the implementing relevant laws and regulations of the Member States whose currency is the euro or whose currency is not the euro but which have established a close cooperation. In view of the large number of relevant laws and regulations applicable, the ECB's website refers to the website of the EBA for information on these laws and regulations. The EBA lists on its website the national laws and regulations adopted by each EU Member State to implement the provisions of CRD IV and the CRR, the administrative rules, e.g. instructing supervised banks on how to comply with

⁸³ The ECB has adopted a Recommendation for a Council Regulation amending Regulation (EC) No 2532/98 concerning the powers of the ECB to impose sanctions (ECB/2014/19), (OJ C 144, 14.5.2014, p. 2).

⁸⁴ Recommendation of the European Central Bank of 28 January 2015 on dividend distribution policies (ECB/2015/2) (OJ C 51, 13.2.2015, p. 1.); Recommendation of the ECB of 17 December 2015 on dividend distribution policies (ECB/2015/49), (OJ C 438, 30.12.2015, p. 1.); Recommendation of the ECB of 13 December 2016 on dividend distribution policies (ECB/2016/44) (OJ C 481, 23.12.2016, p. 1.); Recommendation of the ECB of 28 December 2017 on dividend distribution policies (ECB/2017/44) (OJ C 8, 11.1.2018, p. 1.); and Recommendation of the ECB of 7 January 2019 on dividend distribution policies (ECB/2019/1) (OJ C 11, 11.1.2019, p. 1).

⁸⁵ Recommendation of the European Central Bank of 4 April 2017 on common specifications for the exercise of some options and discretions available in Union law by national competent authorities in relation to less significant institutions (ECB/2017/10), (OJ C 120, 13.4.2017, p. 2).

⁸⁶ Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC (OJ L 176, 27.6.2013, p. 338).

legislative and regulatory requirements, and general guidance, e.g. explicit disclosure requirements under CRD IV, or any other information that supervisory authorities publish to increase understanding of the new capital adequacy framework. The ECB also refers to the EBA's website regarding the manner of exercise of the options and discretions available under Union law. Additionally, the ECB has adopted and published on its website a Regulation and a Guide on the ECB's exercise of options and discretions available under Union law.⁸⁷

The ECB has made available on its website specific information about the SREP, both for significant institutions and for less significant institutions. This information includes year-by-year descriptions of the methodology used for the supervisory review and aggregate statistical data. It also publishes on its website aggregate statistical data on the financial sector, market risk, operational risk, supervisory measures and administrative penalties as well as waivers.

3.4 Policy documents

In addition to disclosing those instruments typically made public as part of the supervisory disclosure requirements, the ECB, in an ongoing effort to provide transparency to supervised entities and the general public, also publishes different types of policy documents, which are not legal acts and are not legally binding on third parties, with the purpose of clarifying supervisory practices and expectations and ensuring the consistent application and equal treatment of supervised entities. Such policy documents have differing names, including "Policy stance", "Guidance", "Joint Supervisory Standard", "Methodology", "Guide" or "Letter". These policy documents are to be distinguished from non-binding ECB legal acts such as recommendations.

Apart from the letters to Members of the European Parliament from either the President of the ECB or the Chair of the Supervisory Board, of which there have been over 160 to date, these various policy documents can be divided into three further broad categories: guides, reports and letters to CEOs of credit institutions.

The ECB has published guides and guidance on a number of different topics. Guides typically aim to ensure consistency between and equal treatment of significant credit institutions, for instance by setting out the details of processes applied by the ECB in the exercise of its supervisory tasks (see as an example the Guide to assessments of licence applications, the Guide to internal models, the Guides to the internal liquidity adequacy assessment process (ILAAP) and the internal capital adequacy assessment process (ICAAP), the Guide to on-site inspections and internal model investigations and the Guide to fit and proper assessments). Generally speaking, the ECB will make use of "Guides" or "Guidance" where its policy objective is to provide transparency to credit institutions either on

⁸⁷ Regulation (EU) 2016/445 of the ECB of 14 March 2016 on the exercise of options and discretions available in Union law (ECB/2016/4), (OJ L 78, 24.3.2016, p. 60) and ECB Guide on options and discretions available in Union law of November 2016.

how the ECB intends to apply the relevant Union law or to describe the details of processes applied by the ECB in carrying out its supervisory tasks, as well as how it would expect a prudent credit institution to act in view of relevant Union law. It may be expected that, with the initial phase of the SSM behind it, future ECB publications on its supervisory policies would increasingly be labelled with names such as “Guide” or “Guidance”. Guides or guidance cannot and should not aim to create new obligations or requirements on credit institutions. Similarly, such documents should not appear to exclude any different application of relevant Union law in specific cases. Accordingly, the wording and context, its substance and the intention of the ECB should not produce any legal effect on credit institutions.

The ECB also publishes reports, such as the Report on recovery plans⁸⁸, the Report on the Thematic Review on effective risk data aggregation and risk reporting⁸⁹, the SSM thematic review on profitability and business models⁹⁰ or the ECB Annual Report on supervisory activities. These documents aim to inform the general public of supervisory activities performed by the ECB or lessons learned from such supervisory activities. Such documents are typically purely descriptive in nature and follow either a specific supervisory exercise or activity. With the notable exception of the ECB Annual Report on supervisory activities, these reports are normally produced only once.

Finally, the ECB publishes letters to CEOs of credit institutions, providing transparency to the general public on the existing supervisory practices or supervisory tasks performed. Typically, letters to CEOs of credit institutions are addressed to all credit institutions and contain general, non-confidential information relevant for all credit institutions or a large portion of them. Examples of such letters are the “Announcement letter to institutions on the launch of the validation reporting on internal models for credit risk” of 5 March 2019, the “Letter on variable remuneration policy” which has been sent to credit institutions on a more or less yearly basis and recalls the importance of a sound remuneration policy and the expectation that credit institutions take into account future legislation when determining remuneration policies. Only non-confidential letters to credit institutions are made public, and usually only those letters that are addressed to or relevant for all credit institutions. Occasionally, a letter to one specific credit institution is made public, for instance the letter to Dexia of 27 November 2017 containing an ECB Decision permitting Dexia Crédit Local S.A., on the basis of the consolidated situation of Dexia S.A., to include in Common Equity Tier 1 the instruments issued as a result of the conversion of the preferred shares into ordinary shares. Letters to CEOs may also merely contain information on upcoming publications or supervisory exercises. Examples of such letters are the letter on Validation reporting on internal models for credit risk of 5 March 2019 or the letter with a Status update on TRIM: overview of outcome of general topics review and interim update on preliminary results of credit risk on-site investigations of 15 June 2018.

⁸⁸ Report on recovery plans of July 2018.

⁸⁹ Report on the Thematic Review on effective risk data aggregation and risk reporting of May 2018.

⁹⁰ SSM thematic review on profitability and business models, Report on the outcome of the assessment, September 2018.

Although most of the documents made public by the ECB in the exercise of its supervisory tasks can be placed in one of the broad categories listed above, not all such documents fit perfectly into one of these categories. A case in point would be the SSM thematic review on profitability and business models of September 2018, which is labelled as a “report” but at the same time contains certain supervisory expectations.

4 Distinguishing between binding and non-binding instruments

In its supervisory capacity the ECB is to execute the policy devised by the Union legislator, the Commission and the EBA. The ECB may adopt the necessary regulations to organise or specify the arrangements required for it to carry out the tasks conferred on it by the SSM Regulation. The ECB is prevented from adopting rules of general application imposing prudential requirements on credit institutions. Similarly, the ECB cannot regulate fields which the legislator has, for the time being, decided not to harmonise, nor can it complement Union law when the latter leaves options or discretions to the national legislature or to the financial institutions themselves. The power to act by adopting rules of general application on these matters lies with the Union legislator, together with the Commission and the EBA, as appropriate, in accordance with the Treaties.

In practice, the distinction between rules of general application on the one hand, and providing transparency on the consistent application of relevant Union law and equal treatment on the other hand, may not always be apparent. For instance, a guide setting out supervisory expectations regarding the implementation of a specific provision under Union law may be perceived as binding by its addressees if that Guide does not make explicit that such expectations will always be assessed against all the relevant circumstances of an individual case and will be adjusted where appropriate. This distinction must nevertheless be made on the basis of the content of a document as well as its title, as the jurisprudence of the ECJ makes clear that the content of a document, and not its form or designation, determines its legal effect and whether it can be challenged.⁹¹

Therefore, the distinction between legally binding acts containing prudential requirements, on the one hand, and non-binding legal acts and documents, on the other, needs to be carefully applied by the ECB when adopting legal acts or when publishing policy documents. This is not only a question of legal certainty for the intended addressees of an instrument but can also be of crucial relevance in litigation, since case-law (including a ruling against an ECB policy document⁹²) has made it clear that acts with legal effects are subject to actions for annulment and may imply liability on the part of the ECB, irrespective of how they are titled.

⁹¹ See for instance *Commission v Council*, 22/70, paragraph 39 and *Athinaïki Techniki v Commission*, Case C-521/06, paragraphs 43 and 45. As the General Court recalled in its judgment in *United Kingdom v ECB* Case T-496/11, paragraph 30, case-law is intended to prevent the form or designation given to the act by its author from allowing that act to escape judicial review even though it does, in fact, have legal effects.

⁹² Judgement of 23 April 1986, *Parti écologiste “Les Verts” v Parliament*, 294/83, ECLI:EU:C:1986:166. Judgment of 4 March 2015, *T-496/11, United Kingdom v ECB*, ECLI:EU:T:2015:133.

In order to determine whether an act has legal effects, the wording and context of the act in question⁹³ as well as its content are examined by the European Court of Justice.⁹⁴ Measures producing legal effects likely to affect an addressee's interests by clearly altering its legal position constitute acts or decisions open to challenge by an application for annulment, no matter what their title, name or qualification.⁹⁵

In addition, the Court has consistently held that the binding legal effects of a measure must be assessed in accordance with objective criteria, such as the contents of that measure⁹⁶, taking into account, as appropriate, the context in which it was adopted⁹⁷, and the powers of the institution which adopted the measure.⁹⁸ In extreme cases, this objective assessment can lead to an admissible action for annulment even against acts which were not subjectively intended to be binding by the adopting institution.⁹⁹

Against this background, the ECB, when publishing non-binding documents, either in the form of legal acts (recommendations) or in the form of policy documents, must ensure that they cannot be considered as legally binding by any interested party and that they should not have effects that modify the legal rights of a third party. This is particularly difficult in this context, in which markets have an impact on individual positions, and in which the markets react to ECB/SSM communications, even though they are not meant to be binding but rather only a clarification or preannouncement of the policy which will be applied in the future.

5 Conclusions

The ECB may adopt a wide range of legal instruments in the exercise of its supervisory tasks, and has also has regularly published non-legal acts to further clarify its position.

The ECB may adopt a number of legally binding legal acts for the purpose of exercising its supervisory powers and its supervisory discretion. The ECB has some regulatory powers to fulfil its supervisory tasks, but it can only exercise them within the scope granted to it by the legislator; it cannot legislate to amend or deviate from the Single Rulebook, or enact new legislation in the form of generally applicable regulations. By adopting legal acts, legal instruments or by disclosing documents, the ECB can, however, bind its discretion with a view to the principle of self-

⁹³ See e.g. judgment of 20 March 1997, *France v Commission*, C-57/95, EU:C:1997:164, paragraph 18.

⁹⁴ See e.g. judgments of 9 October 1990, *France v Commission*, C-366/88, EU:C:1990:348, paragraph 11; of 13 November 1991, *France v Commission*, C-303/90, EU:C:1991:424, paragraph 10; and of 20 March 1997, *France v Commission*, C-57/95, cited above, paragraph 9.

⁹⁵ See inter alia the judgment of 11 November 1981 in Case 60/81 *IBM v Commission* [1981] ECR 2639, paragraph 12.

⁹⁶ Judgment of 11 November 1981, C-60/81, *IBM v Commission* ECLI:EU:C:1981:264, paragraph 9; and judgment of 20 March 1997, C-57/95 *France v Commission*, ECLI:EU:C:1997:164, paragraph 9.

⁹⁷ Order of 13 June 1991, C-50/90, *Sunzest v Commission*, ECLI:EU:C:1991:253, paragraph 13, and judgment of 26 January 2010, C-362/08 P, *Internationaler Hilfsfonds v Commission*, ECLI:EU:C:2010:40, paragraph 58.

⁹⁸ Judgment of 1 December 2005, C-301/03, *Italy v Commission*, ECLI:EU:C:2005:727, paragraph 28.

⁹⁹ Judgment of 4 March 2015, T-496/11, *United Kingdom v ECB*, ECLI:EU:T:2015:133.

commitment. On the other hand, the ECB is mandated to adopt individual supervisory decisions addressed to credit institutions, and it does so on a continuous basis. In addition, the ECB has adopted decisions without addressees, mainly to further organise the functioning of the SSM. The ECB may also adopt non-binding legal acts, primarily consisting of recommendations to banks and NCAs.

An important tool for banking supervisors, and also for the ECB in the exercise of its supervisory tasks, is the disclosure of non-binding policy documents to provide transparency on supervisory practices and expectations towards credit institutions. These policy documents are not legal acts and are therefore to be distinguished from recommendations. The ECB has made public a large number of such policy documents on its website and is expected to continue to make use of this useful and practical tool. Considering that there may be only a very fine line between adopting rules of general application, on the one hand, and providing transparency on the consistent application of relevant Union law and equal treatment, on the other, the ECB must give due consideration to the limitations of such documents and make adequate efforts to be clear on the non-binding nature of its stances in this respect. Policy documents should not appear to contain rules of general application, in either title or content, as the content of a document and not its name determines its legal effect and whether it can be challenged.

Statistieken

Inhoud

1 Externe omgeving	S 2
2 Financiële ontwikkelingen	S 3
3 Economische bedrijvigheid	S 8
4 Prijzen en kosten	S 14
5 Geld en krediet	S 18
6 Begrotingsontwikkelingen	S 23

Verdere informatie

ECB-statistieken zijn in te zien en te downloaden van het [Statistical Data Warehouse \(SDW\)](#).

Gegevens uit de statistische bijlage van het Economisch Bulletin zijn beschikbaar in het [SDW](#).

Een alomvattend Statistics Bulletin staat in het [SDW](#).

Methodologische definities staan in de "[General Notes](#)" bij het Statistics Bulletin.

Details ten aanzien van berekeningen staan in de "[Technical Notes](#)" bij het Statistics Bulletin.

Een uitleg van termen en afkortingen staat in de "[Statistics Glossary](#)" van de ECB.

In de tabellen gebruikte conventies

- gegevens bestaan niet/gegevens zijn niet van toepassing
- . gegevens zijn nog niet beschikbaar
- ... nihil of verwaarloosbaar
- (v) voorlopig

1 Externe omgeving

1.1 Belangrijkste handelspartners, bbp en CPI

	Bbp ¹⁾ (mutaties in procenten, periode-op-periode)						CPI (mutaties in procenten per jaar)						
	G20	Verenigde Staten	Verenigd Koninkrijk	Japan	China	PM: eurogebied	OESO-landen		Verenigde Staten	Verenigd Koninkrijk	Japan	China	PM: eurogebied ²⁾ (HICP)
	1	2	3	4	5	6	Totaal	m.u.v. voeding en energie	9	10	11	12	13
2016	3,3	1,6	1,8	0,6	6,7	1,9	1,1	1,9	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,8	2,4	1,8	1,9	6,8	2,5	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,7	2,9	1,4	0,8	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2018 III	0,8	0,7	0,7	-0,5	1,6	0,2	2,9	2,2	2,6	2,5	1,1	2,3	2,1
IV	0,7	0,3	0,2	0,4	1,5	0,3	2,8	2,3	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
2019 I	0,8	0,8	0,5	0,5	1,4	0,4	2,2	2,2	1,6	1,9	0,3	1,8	1,4
II	.	0,5	-0,2	0,3	1,6	0,2	2,3	2,2	1,8	.	0,8	2,6	1,4
2019 maart	-	-	-	-	-	-	2,3	2,1	1,9	1,9	0,5	2,3	1,4
april	-	-	-	-	-	-	2,5	2,2	2,0	2,1	0,9	2,5	1,7
mei	-	-	-	-	-	-	2,3	2,1	1,8	2,0	0,7	2,7	1,2
juni	-	-	-	-	-	-	2,0	2,2	1,6	2,0	0,7	2,7	1,3
juli	-	-	-	-	-	-	.	.	1,8	2,1	0,5	2,8	1,0
aug. ³⁾	-	-	-	-	-	-	1,0

Bronnen: Eurostat (kol. 3, 6, 10, 13); BIB (kol. 9, 11, 12); OESO (kol. 1, 2, 4, 5, 7, 8).

1) De kwartaalgegevens zijn voor seizoenen gecorrigeerd; de jaargegevens zijn niet voor seizoenen gecorrigeerd.

2) De gegevens hebben betrekking op de veranderende samenstelling van het eurogebied.

3) Het cijfer voor het eurogebied is een schatting gebaseerd op voorlopige nationale gegevens en op vroege informatie over de energieprijzen.

1.2 Belangrijkste handelspartners, Purchasing Managers' Index en mondiale handel

	Purchasing Managers' Surveys (spreidingsindices; voor seizoenen gecorrigeerd)									Goedereninvoer ¹⁾		
	Composite Purchasing Managers' Index					Global Purchasing Managers' Index ²⁾				Mondiaal	Geavanceerde economieën	Opkomende markteconomieën
	Mondiaal ²⁾	Verenigde Staten	Verenigd Koninkrijk	Japan	China	PM: eurogebied	Verwerkende industrie	Diensten	Nieuwe uitvoerorders			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,7	52,0	50,1	1,1	1,4	0,9
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,8	3,1	7,7
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,4	3,1	5,2
2018 III	53,1	54,8	53,9	51,5	52,1	54,3	52,6	53,2	49,8	1,7	0,5	2,4
IV	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-0,9	1,6	-2,4
2019 I	52,8	54,8	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	-0,7	-0,2	-1,1
II	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,8	49,4	-0,6	-1,4	-0,1
2019 maart	53,1	54,6	50,0	50,4	52,9	51,6	50,9	53,8	49,7	-0,7	-0,2	-1,1
april	52,3	53,0	50,9	50,8	52,7	51,5	51,1	52,7	49,6	0,0	-1,2	0,8
mei	51,0	50,9	50,9	50,7	51,5	51,8	50,3	51,3	49,4	0,5	-0,9	1,3
juni	51,0	51,5	49,7	50,8	50,6	52,2	49,6	51,5	49,2	-0,6	-1,4	-0,1
juli	51,7	52,6	50,7	50,6	50,9	51,5	49,9	52,3	49,0	.	.	.
aug.	51,1	50,7	50,2	51,9	51,6	51,9	50,5	51,3	47,8	.	.	.

Bronnen: Markt (kol. 1-9); Centraal Planbureau (CPB) en ECB-berekeningen (kol. 10-12).

1) Mondiale en geavanceerde economieën met uitzondering van het eurogebied. Jaargegevens en kwartaalgegevens zijn periode-op-periodepercentages; maandgegevens zijn 3 maanden-op-3 maanden-percentages. Alle gegevens zijn voor seizoenen gecorrigeerd.

2) Met uitzondering van het eurogebied.

2 Financiële ontwikkelingen

2.1 Geldmarktrente

(procenten per jaar; gemiddelden per periode)

	Eurogebied ¹⁾					Verenigde Staten	Japan
	Overnight deposito's (EONIA) 1	Eenmaands-deposito's (EURIBOR) 2	Driemaands-deposito's (EURIBOR) 3	Zesmaands-deposito's (EURIBOR) 4	Twaalfmaands-deposito's (EURIBOR) 5	Driemaands-deposito's (LIBOR) 6	Driemaands-deposito's (LIBOR) 7
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019 febr.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,68	-0,08
maart	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,61	-0,07
april	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,59	-0,06
mei	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,53	-0,07
juni	-0,36	-0,38	-0,33	-0,28	-0,19	2,40	-0,07
juli	-0,37	-0,40	-0,36	-0,35	-0,28	2,29	-0,07
aug.	-0,36	-0,41	-0,41	-0,40	-0,36	2,16	-0,10

Bron: ECB.

1) De gegevens hebben betrekking op de veranderende samenstelling van het eurogebied, zie de "General Notes" van het Statistics Bulletin.

2.2 Rendementscurves

(per einde periode; rentes in procenten per jaar; ecarts in procentpunten)

	Spotrentes					Ecarts			Onmiddellijke termijrentes			
	Eurogebied ^{1), 2)}					Eurogebied ^{1), 2)}	Verenigde Staten	Verenigd Koninkrijk	Eurogebied ^{1), 2)}			
	3 maanden 1	1 jaar 2	2 jaar 3	5 jaar 4	10 jaar 5	10 jaar - 1 jaar 6	10 jaar - 1 jaar 7	10 jaar - 1 jaar 8	1 jaar 9	2 jaar 10	5 jaar 11	10 jaar 12
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019 febr.	-0,57	-0,57	-0,54	-0,28	0,23	0,80	0,17	0,49	-0,56	-0,44	0,27	1,06
maart	-0,57	-0,61	-0,62	-0,45	-0,01	0,60	0,00	0,35	-0,64	-0,59	-0,02	0,75
april	-0,56	-0,60	-0,59	-0,39	0,08	0,67	0,12	0,43	-0,62	-0,54	0,08	0,88
mei	-0,57	-0,64	-0,69	-0,56	-0,13	0,51	-0,08	0,24	-0,72	-0,72	-0,17	0,64
juni	-0,60	-0,69	-0,75	-0,64	-0,26	0,43	0,07	0,14	-0,78	-0,79	-0,29	0,44
juli	-0,67	-0,74	-0,79	-0,72	-0,39	0,35	0,02	0,09	-0,82	-0,84	-0,45	0,25
aug.	-0,84	-0,88	-0,93	-0,92	-0,65	0,23	-0,27	0,03	-0,94	-1,00	-0,73	-0,12

Bron: ECB.

1) De gegevens hebben betrekking op de veranderende samenstelling van het eurogebied, zie de "General Notes" van het Statistics Bulletin.

2) ECB-berekeningen gebaseerd op onderliggende gegevens verstrekt door EuroMTS en ratings verstrekt door Fitch Ratings.

2.3 Effectenbeursindices

(indices in punten; gemiddelden per periode)

	Dow Jones EURO STOXX-indices												Verenigde Staten	Japan
	Referentie		Belangrijkste sectoren										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Ruime index 1	Euro STOXX 50 2	Grondstoffen 3	Diensten voor consumenten 4	Consumptiegoederen 5	Olie en gas 6	Financieel 7	Industrie 8	Technologie 9	Nutsbedrijven 10	Telecommunicatie 11	Gezondheidszorg 12	13	14
2016	321,6	3 003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2 094,7	16 920,5
2017	376,9	3 491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2 449,1	20 209,0
2018	375,5	3 386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2 746,2	22 310,7
2018 febr.	355,0	3 223,1	699,4	266,4	667,5	329,9	152,9	598,9	480,6	301,7	285,8	743,0	2 754,9	21 123,6
maart	365,7	3 332,9	718,3	272,1	692,2	339,9	157,6	621,0	493,4	307,8	297,0	755,1	2 804,0	21 414,9
april	379,0	3 458,8	750,9	277,8	731,0	341,6	163,8	652,7	522,5	311,9	296,9	749,6	2 903,8	21 964,9
mei	369,4	3 385,4	710,2	267,4	721,6	324,7	157,0	643,9	519,6	312,0	290,9	732,7	2 854,7	21 218,4
juni	369,7	3 406,0	722,6	264,9	728,5	323,2	152,0	652,3	517,5	323,9	296,6	734,0	2 890,2	21 060,2
juli	380,0	3 507,8	739,6	271,8	752,7	329,3	155,8	666,2	548,2	326,4	292,2	769,2	2 996,1	21 593,7
aug.	363,6	3 355,3	704,2	262,0	722,8	303,0	144,1	639,4	523,4	325,7	281,9	778,9	2 897,5	20 629,7

Bron: ECB.

2 Financiële ontwikkelingen

2.4 Door MFI's op leningen aan en deposito's van huishoudens toegepaste rentetarieven (nieuwe contracten)^{1), 2)}

(procenten per jaar; gemiddelden per periode, tenzij anders aangegeven)

	Deposito's				Doorlopende kredieten en rekening-courant-kredieten	Verlengd kredietkaart-krediet	Consumptief krediet		APRC ³⁾	Leningen aan eenmans-zaken en persoons-vennootschappen zonder rechts-persoonlijkheid	Woninghypotheken				Effectieve rente in procenten per jaar ³⁾	Samen-gestelde indicator leen-kosten
	Over-night	Met opzeg-termijn tot en met 3 maanden	Met vaste looptijd van:				Naar oorspronkelijke rentelooptijd	APRC ³⁾			Naar oorspronkelijke rentelooptijd					
			Tot en met 2 jaar	Meer dan 2 jaar							Variabele rente tot en met 1 jaar	Meer dan 1 jaar	Variabele rente tot en met 1 jaar	Meer dan 1 jaar tot en met 5 jaar			Meer dan 5 jaar tot en met 10 jaar	Meer dan 10 jaar
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2018 aug.	0,03	0,45	0,30	0,64	6,01	16,78	5,44	5,88	6,41	2,38	1,63	1,82	1,92	1,85	2,11	1,81
sept.	0,03	0,45	0,30	0,69	6,04	16,71	5,30	5,74	6,27	2,33	1,60	1,81	1,91	1,85	2,08	1,79
okt.	0,03	0,45	0,29	0,73	5,97	16,73	5,06	5,71	6,23	2,45	1,60	1,80	1,91	1,86	2,09	1,80
nov.	0,04	0,44	0,29	0,73	5,93	16,67	4,94	5,68	6,18	2,37	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81
dec.	0,03	0,43	0,30	0,78	5,87	16,68	4,92	5,47	5,98	2,27	1,61	1,80	1,91	1,84	2,10	1,80
2019 jan.	0,03	0,42	0,33	0,74	5,92	16,63	5,32	5,83	6,34	2,36	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82
febr.	0,03	0,42	0,32	0,70	5,97	16,61	5,28	5,71	6,28	2,41	1,59	1,84	1,87	1,84	2,09	1,80
maart	0,03	0,40	0,30	0,76	5,90	16,65	5,41	5,61	6,18	2,36	1,60	1,80	1,83	1,81	2,06	1,78
april	0,03	0,40	0,32	0,75	5,88	16,66	5,56	5,63	6,19	2,36	1,60	1,77	1,77	1,77	2,02	1,75
mei	0,03	0,43	0,31	0,79	5,81	16,67	5,61	5,76	6,34	2,33	1,58	1,79	1,73	1,74	1,99	1,72
juni	0,03	0,43	0,32	0,82	5,81	16,63	5,43	5,67	6,24	2,31	1,56	1,73	1,67	1,65	1,95	1,67
juli ^(p)	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,58	5,74	5,73	6,30	2,34	1,56	1,71	1,59	1,57	1,90	1,61

Bron: ECB.

1) De gegevens hebben betrekking op de veranderende samenstelling van het eurogebied.

2) Met inbegrip van instellingen zonder winstoogmerk ten behoeve van huishoudens.

3) Rente in procenten per jaar (annual percentage range of charge – APRC).

2.5 Door MFI's op leningen aan en deposito's van niet-financiële vennootschappen toegepaste rentetarieven (nieuwe contracten)^{1), 2)}

(procenten per jaar; gemiddelden per periode, tenzij anders aangegeven)

	Deposito's			Doorlopende kredieten en rekening-courant-kredieten	Overige leningen naar omvang en oorspronkelijke rentelooptijd									Samen-gestelde indicator leen-kosten
	Over-night	Met vaste looptijd:			Tot en met EUR 0,25 miljoen			Meer dan EUR 0,25 tot en met 1 miljoen			Meer dan EUR 1 miljoen			
		Tot en met 2 jaar	Van meer dan 2 jaar		Variabele rente tot en met 3 maanden	Meer dan 3 maanden tot en met 1 jaar	Meer dan 1 jaar	Variabele rente tot en met 3 maanden	Meer dan 3 maanden tot en met 1 jaar	Meer dan 1 jaar	Variabele rente tot en met 3 maanden	Meer dan 3 maanden tot en met 1 jaar	Meer dan 1 jaar	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2018 aug.	0,03	0,08	0,61	2,25	2,19	2,43	2,32	1,67	1,63	1,73	1,10	1,27	1,69	1,63
sept.	0,03	0,08	0,44	2,22	2,21	2,35	2,31	1,65	1,54	1,67	1,13	1,40	1,69	1,65
okt.	0,03	0,06	0,52	2,22	2,13	2,43	2,33	1,66	1,60	1,69	1,23	1,10	1,66	1,64
nov.	0,03	0,06	0,63	2,19	2,19	2,40	2,34	1,67	1,60	1,67	1,20	1,35	1,69	1,66
dec.	0,03	0,07	0,53	2,18	2,20	2,29	2,25	1,60	1,59	1,67	1,21	1,39	1,59	1,63
2019 jan.	0,03	0,05	0,54	2,22	2,15	2,40	2,32	1,67	1,62	1,72	1,13	1,30	1,61	1,63
febr.	0,03	0,03	0,52	2,21	2,15	2,41	2,33	1,65	1,63	1,70	1,13	1,39	1,56	1,64
maart	0,03	0,07	0,62	2,17	2,17	2,38	2,30	1,66	1,58	1,68	1,19	1,36	1,57	1,65
april	0,03	0,06	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,44	1,62
mei	0,03	0,04	0,46	2,15	2,18	2,38	2,29	1,66	1,59	1,63	1,09	1,16	1,50	1,57
juni	0,03	0,03	0,56	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55
juli ^(p)	0,03	0,04	0,58	2,11	2,06	2,49	2,19	1,65	1,56	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56

Bron: ECB.

1) De gegevens hebben betrekking op de veranderende samenstelling van het eurogebied.

2) Overeenkomstig ESR 2010 zijn december 2014 houdstermaatschappijen van niet-financiële groepen geherclassificeerd van de sector niet-financiële vennootschappen naar de sector financiële vennootschappen.

2 Financiële ontwikkelingen

2.6 Schuldbewijzen uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, naar sector van de emittent en oorspronkelijke looptijd

(EUR miljard; transacties gedurende de maand en uitstaande bedragen per einde periode; nominale waarden)

	Uitstaande bedragen						Bruto uitgiften ¹⁾							
	Totaal	MFI's (m.i.v. het Eurosysteem)	Niet-monetaire financiële ondernemingen		Overheid		Totaal	MFI's (m.i.v. het Eurosysteem)	Niet-monetaire financiële ondernemingen		Overheid			
			Financiële anders dan MFI's	Niet- financiële ondernemingen	Centrale overheid	Overige Overheid			Financiële anders dan MFI's	Niet- financiële ondernemingen	Centrale overheid	Overige Overheid		
													FVCs	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kortlopend														
2016	1 241	518	135	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1 240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1 222	505	174	.	72	424	47	388	171	65	.	41	76	35
2019 febr.	1 277	539	170	.	94	419	55	392	189	74	.	42	63	24
maart	1 331	564	178	.	98	435	55	431	186	81	.	44	79	40
april	1 319	562	169	.	109	418	61	421	195	68	.	53	58	47
mei	1 338	574	169	.	115	422	59	443	196	70	.	56	83	37
juni	1 303	557	162	.	100	428	56	370	152	68	.	45	71	35
juli	1 332	576	167	.	109	424	57	455	204	74	.	55	76	45
Langlopend														
2016	15 379	3 695	3 174	.	1 184	6 684	641	220	62	53	.	19	78	8
2017	15 360	3 560	3 050	.	1 243	6 865	642	247	66	73	.	18	83	7
2018	15 753	3 687	3 151	.	1 267	7 022	626	228	64	68	.	16	75	6
2019 febr.	15 956	3 749	3 175	.	1 276	7 125	632	300	104	56	.	14	115	11
maart	16 024	3 754	3 201	.	1 301	7 127	641	269	76	63	.	25	88	17
april	15 999	3 746	3 183	.	1 307	7 122	641	233	55	68	.	19	84	8
mei	16 061	3 766	3 202	.	1 306	7 153	635	247	62	80	.	13	86	7
juni	16 109	3 766	3 222	.	1 313	7 175	633	242	61	74	.	22	80	5
juli	16 184	3 788	3 254	.	1 324	7 183	636	250	70	70	.	25	76	8

Bron: ECB.

1) Voor vergelijkingsdoeleinden hebben de jaargegevens betrekking op het gemiddelde maandcijfer over het jaar.

2.7 Groeipercentages en uitstaande bedragen van schuldbewijzen en beursgenoteerde aandelen

(EUR miljard; mutaties in procenten)

	Schuldbewijzen						Beursgenoteerde aandelen				
	Totaal	MFI's (m.i.v. het Eurosysteem)	Niet-monetaire financiële ondernemingen		Overheid		Totaal	MFIs	Financiële ondernemingen anders dan MFI's	Niet-financiële ondernemingen	
			Financiële ondernemingen	Niet-financiële ondernemingen	Centrale overheid	Overige Overheid					
											FVCs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Uitstaand bedrag											
2016	16 620,2	4 213,2	3 309,9	.	1 243,5	7 149,9	703,7	7 089,5	537,6	1 080,2	5 471,6
2017	16 600,8	4 079,3	3 205,3	.	1 312,6	7 303,6	699,9	7 954,7	612,5	1 249,6	6 092,6
2018	16 975,2	4 191,4	3 325,4	.	1 339,7	7 446,0	672,7	7 027,2	465,1	1 099,4	5 462,7
2019 febr.	17 233,2	4 287,1	3 344,7	.	1 370,8	7 544,0	686,5	7 716,0	518,7	1 225,2	5 972,1
maart	17 354,9	4 318,0	3 379,3	.	1 399,5	7 562,4	695,7	7 761,2	495,8	1 230,9	6 034,5
april	17 318,1	4 308,1	3 351,6	.	1 415,7	7 540,5	702,3	8 090,6	537,0	1 281,8	6 271,8
mei	17 399,4	4 339,3	3 370,9	.	1 421,0	7 574,4	693,8	7 586,8	470,9	1 208,1	5 907,8
juni	17 411,4	4 322,8	3 383,8	.	1 413,7	7 602,7	688,4	7 940,6	493,3	1 246,0	6 201,3
juli	17 516,6	4 363,8	3 420,9	.	1 433,3	7 606,2	692,4	7 980,5	484,0	1 252,8	6 243,7
Groeipercentages											
2016	0,3	-3,0	-1,2	.	6,2	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	0,1	.	5,9	2,3	0,5	1,0	6,1	2,8	0,2
2018	1,9	1,7	3,1	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	-0,1	2,4	0,4
2019 febr.	2,7	3,0	2,6	.	4,6	2,5	-1,6	0,5	-0,1	2,1	0,3
maart	2,5	3,0	3,0	.	3,6	2,1	0,0	0,4	-0,2	1,7	0,2
april	2,3	2,9	1,6	.	4,0	2,1	0,7	0,0	-0,2	-0,1	0,1
mei	2,6	3,9	2,0	.	3,7	2,1	0,6	0,0	-0,2	-0,2	0,0
juni	2,8	4,4	1,8	.	4,4	2,3	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
juli	2,9	5,1	1,9	.	4,7	2,0	1,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1

Bron: ECB.

2 Financiële ontwikkelingen

2.8 Effectieve wisselkoersen¹⁾

(gemiddelden per periode; index: 1999 I = 100)

	19 handelspartners						38 handelspartners	
	Nominaal 1	Reële CPI 2	Reële PPI 3	Reële bbp-deflator 4	Reële ULCM ²⁾ 5	Reële ULCT 6	Nominaal 7	Reële CPI 8
2016	94,4	89,5	90,8	85,1	79,0	89,3	109,7	88,9
2017	96,6	91,4	91,9	86,0	78,3	89,8	112,0	90,0
2018	98,9	93,4	93,4	87,5	79,3	90,9	117,9	93,8
2018 III	99,2	93,7	93,4	87,7	79,3	91,3	119,2	94,8
IV	98,5	93,0	92,9	87,1	79,1	90,4	118,4	93,8
2019 I	97,4	91,7	92,1	85,9	78,6	89,1	116,7	92,1
II	97,3	91,4	91,6	-	-	-	116,8	91,9
2019 maart	96,9	91,1	91,5	-	-	-	116,2	91,6
april	96,7	91,0	91,3	-	-	-	116,1	91,4
mei	97,4	91,4	91,8	-	-	-	117,0	91,9
juni	97,9	91,9	91,9	-	-	-	117,4	92,2
juli	97,5	91,4	91,1	-	-	-	116,5	91,4
aug.	98,1	91,9	91,4	-	-	-	117,6	92,1
<i>Procentuele mutatie t.o.v. vorige maand</i>								
2019 aug.	0,7	0,6	0,4	-	-	-	0,9	0,8
<i>Procentuele mutatie t.o.v. vorig jaar</i>								
2019 aug.	-0,8	-1,6	-1,9	-	-	-	-1,2	-2,7

Bron: ECB.

1) Voor een definitie van de groepen handelspartners en overige informatie wordt verwezen naar de "General Notes" van het Statistics Bulletin.

2) De met de arbeidskosten per eenheid product in de verwerkende industrie (ULCM) gedefleerde reeksen zijn alleen beschikbaar voor de groep van 19 handelspartners.

2.9 Bilaterale wisselkoersen

(gemiddelden per periode; eenheden van de nationale valuta per euro)

	Chinese renminbi 1	Kroatische kuna 2	Tsjechische koruna 3	Deense kroon 4	Hongaarse forint 5	Japanse yen 6	Poolse zloty 7	Britse pond 8	Roemeense leu 9	Zweedse kroon 10	Zwitserse frank 11	Amerikaanse dollar 12
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2018 III	7,915	7,417	25,718	7,455	324,107	129,606	4,303	0,892	4,6471	10,405	1,144	1,163
IV	7,895	7,420	25,864	7,462	322,995	128,816	4,299	0,887	4,6605	10,320	1,137	1,141
2019 I	7,663	7,422	25,683	7,464	317,907	125,083	4,302	0,873	4,7358	10,419	1,132	1,136
II	7,672	7,418	25,686	7,467	322,973	123,471	4,282	0,875	4,7480	10,619	1,126	1,124
2019 maart	7,587	7,421	25,676	7,462	315,924	125,674	4,297	0,858	4,7546	10,500	1,131	1,130
april	7,549	7,428	25,677	7,465	321,181	125,436	4,286	0,862	4,7584	10,482	1,132	1,124
mei	7,674	7,419	25,768	7,468	324,978	122,948	4,296	0,872	4,7594	10,737	1,130	1,118
juni	7,794	7,408	25,605	7,467	322,559	122,081	4,264	0,891	4,7250	10,626	1,117	1,129
juli	7,715	7,390	25,548	7,466	325,269	121,406	4,260	0,899	4,7286	10,560	1,108	1,122
aug.	7,858	7,390	25,802	7,460	326,906	118,179	4,347	0,916	4,7280	10,736	1,089	1,113
<i>Procentuele mutatie t.o.v. vorige maand</i>												
2019 aug.	1,9	0,0	1,0	-0,1	0,5	-2,7	2,0	1,8	0,0	1,7	-1,7	-0,8
<i>Procentuele mutatie t.o.v. vorig jaar</i>												
2019 aug.	-0,6	-0,5	0,5	0,1	1,2	-7,8	1,4	2,1	1,8	2,6	-4,6	-3,7

Bron: ECB.

2 Financiële ontwikkelingen

2.10 Betalingsbalans eurogebied, financiële rekening

(EUR miljard, tenzij anders aangegeven; uitstaande bedragen per einde periode; transacties gedurende periode)

	Totaal ¹⁾			Directe investeringen		Effectenverkeer		Netto financiële derivaten	Overige financiële transacties		Officiële reserves	PM: Bruto externe schuld
	Activa	Passiva	Netto	Activa	Passiva	Activa	Passiva		Activa	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Uitstaande bedragen (internationale investeringspositie)</i>												
2018 II	25 683,4	26 256,5	-573,2	10 999,6	9 039,5	8 752,4	10 907,1	-96,6	5 337,9	6 309,9	690,0	14 294,7
III	25 848,2	26 265,3	-417,1	10 967,4	8 923,6	8 891,9	10 984,8	-80,1	5 395,1	6 356,9	673,9	14 343,2
IV	25 145,7	25 478,1	-332,4	10 679,9	8 813,7	8 481,9	10 369,2	-94,5	5 359,4	6 295,2	719,1	14 054,3
2019 I	26 292,8	26 450,1	-157,3	10 900,8	8 851,1	9 091,7	11 127,4	-100,1	5 659,2	6 471,6	741,1	14 431,9
<i>Uitstaande bedragen in procenten bbp</i>												
2019 I	226,3	227,6	-1,4	93,8	76,2	78,2	95,8	-0,9	48,7	55,7	6,4	124,2
<i>Transacties</i>												
2018 III	26,5	-58,8	85,3	-110,6	-93,6	39,0	-9,5	34,9	62,0	44,3	1,3	-
IV	-379,3	-447,2	67,8	-269,6	-182,3	-35,4	-143,7	29,9	-110,0	-121,2	5,8	-
2019 I	337,3	279,8	57,5	79,7	27,7	52,9	142,3	6,6	195,4	109,7	2,7	-
II	172,3	103,4	68,9	-15,8	2,1	1,5	53,1	13,1	170,7	48,2	2,8	-
2019 jan.	293,8	291,1	2,6	53,7	38,9	38,3	59,9	1,0	203,5	192,4	-2,7	-
febr.	-2,6	-5,4	2,8	20,6	7,8	-0,8	23,0	-1,1	-21,6	-36,2	0,2	-
maart	46,2	-5,9	52,1	5,4	-18,9	15,3	59,5	6,8	13,5	-46,4	5,2	-
april	166,3	189,6	-23,3	29,0	73,7	9,4	-8,6	3,1	121,7	124,5	3,2	-
mei	86,8	45,9	40,9	12,8	-4,2	-0,2	58,3	2,2	70,2	-8,1	1,8	-
juni	-80,8	-132,1	51,3	-57,6	-67,4	-7,7	3,5	7,8	-21,1	-68,2	-2,2	-
<i>Twaalfmaands gecumuleerde transacties</i>												
2019 juni	156,8	-122,7	279,5	-316,3	-246,1	58,0	42,3	84,4	318,2	81,1	12,6	-
<i>Twaalfmaands gecumuleerde transacties in procenten bbp</i>												
2019 juni	1,3	-1,0	2,4	-2,7	-2,1	0,5	0,4	0,7	2,7	0,7	0,1	-

Bron: ECB.

1) Netto financiële derivaten zijn opgenomen onder totale activa.

3 Economische bedrijvigheid

3.1 Bbp en uitgavencomponenten

(kwartaalgegevens voor seizoen gecorrigeerd; jaargegevens niet voor seizoen gecorrigeerd)

	Bbp											
	Totaal	Binnenlandse vraag								Extern saldo ¹⁾		
		Totaal	Particuliere consumptie	Overheidsconsumptie	Bruto investeringen in vaste activa			Voorraadmutaties ²⁾	Totaal	Uitvoer ¹⁾	Invoer ¹⁾	
					Totaal bouwnijverheid	Totaal machinerie	Producten intellectueel eigendom					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Lopende prijzen (EUR miljard)</i>												
2016	10 806,0	10 340,5	5 853,0	2 228,6	2 211,7	1 053,5	686,2	466,4	47,1	465,5	4 938,7	4 473,1
2017	11 183,8	10 702,9	6 025,6	2 292,4	2 325,1	1 116,8	720,2	482,7	59,8	480,9	5 303,1	4 822,2
2018	11 544,0	11 053,2	6 197,9	2 357,4	2 425,8	1 189,5	757,2	473,9	72,0	490,8	5 560,7	5 069,8
2018 III	2 893,1	2 777,4	1 554,1	590,8	612,6	300,3	192,0	119,0	19,9	115,8	1 401,6	1 285,8
IV	2 917,2	2 800,7	1 564,7	595,5	623,4	305,9	192,9	123,3	17,1	116,5	1 415,6	1 299,0
2019 I	2 939,5	2 807,5	1 572,9	599,9	627,1	312,5	192,5	120,8	7,6	132,0	1 429,4	1 297,4
II	2 959,2	2 829,9	1 583,9	604,9	633,3	314,5	195,3	122,2	7,7	129,3	1 433,5	1 304,2
<i>In procenten bbp</i>												
2018	100,0	95,7	53,7	20,4	21,0	10,3	6,6	4,1	0,6	4,3	-	-
<i>Kettingvolumes (prijzen van het voorgaande jaar)</i>												
<i>Mutaties in procenten op kwartaalbasis</i>												
2018 III	0,2	0,4	0,2	0,2	0,5	0,1	0,8	1,0	-	-	0,4	0,9
IV	0,3	0,3	0,4	0,4	1,5	1,3	0,5	3,6	-	-	1,0	1,0
2019 I	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	1,4	-0,1	-2,3	-	-	0,9	0,4
II	0,2	0,3	0,2	0,3	0,5	0,0	1,2	0,9	-	-	0,0	0,2
<i>Mutaties in procenten per jaar</i>												
2016	1,9	2,4	2,0	1,8	4,0	2,8	5,9	4,2	-	-	3,0	4,2
2017	2,5	2,1	1,6	1,5	3,5	3,4	4,4	2,5	-	-	5,4	4,8
2018	1,9	1,5	1,4	1,1	2,3	3,3	4,4	-2,9	-	-	3,5	2,8
2018 III	1,7	1,8	1,1	0,9	3,4	2,3	4,3	4,7	-	-	3,3	3,8
IV	1,2	1,8	1,2	1,0	4,0	3,3	2,3	8,8	-	-	1,9	3,3
2019 I	1,3	1,4	1,1	1,3	4,0	4,7	3,2	3,6	-	-	3,4	3,8
II	1,2	1,2	1,2	1,3	2,8	2,9	2,4	3,2	-	-	2,4	2,6
<i>Bijdrage tot mutaties in procenten bbp op kwartaalbasis; procentpunten</i>												
2018 III	0,2	0,4	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,2	-	-
IV	0,3	0,3	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,0	-	-
2019 I	0,4	0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,3	-	-
II	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	-	-
<i>Bijdrage tot mutaties in procenten bbp per jaar; procentpunten</i>												
2016	1,9	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,0	-0,4	-	-
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,1	0,5	-	-
2018	1,9	1,5	0,7	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,5	-	-
2018 III	1,7	1,8	0,6	0,2	0,7	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,1	-	-
IV	1,2	1,7	0,6	0,2	0,8	0,3	0,2	0,3	0,0	-0,5	-	-
2019 I	1,3	1,3	0,6	0,3	0,8	0,5	0,2	0,1	-0,4	0,0	-	-
II	1,2	1,1	0,6	0,3	0,6	0,3	0,2	0,1	-0,3	0,0	-	-

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

1) Uitvoer en invoer hebben betrekking op goederen en diensten en omvatten de grensoverschrijdende handel binnen het eurogebied.

2) Met inbegrip van aankopen minus verkopen van kostbaarheden.

3 Economische bedrijvigheid

3.2 Toegevoegde waarde naar bedrijfstak

(kwartaalgegevens voor seizoenen gecorrigeerd; jaargegevens niet voor seizoenen gecorrigeerd)

	Bruto toegevoegde waarde (basisprijzen)											Belastingen minus subsidies op producten
	Totaal	Landbouw, bosbouw en visserij	Verwerkende industrie, energie en nutsbedrijven	Bouwnijverheid	Handel, transport en horeca	Informatie en communicatie	Financiële dienstverlening en verzekeringen	Onroerend goed	Professionele, zakelijke en ondersteunende diensten	Openbaar bestuur, onderwijs, gezondheidszorg en sociale dienstverlening	Kunst- en entertainmentsector en overige dienstverlening	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lopende prijzen (EUR miljard)												
2016	9 694,0	159,3	1 944,5	485,1	1 831,7	449,1	473,6	1 097,2	1 075,0	1 847,5	331,1	1 112,0
2017	10 024,2	174,0	2 008,4	510,0	1 909,8	470,0	466,4	1 121,4	1 128,7	1 897,8	337,8	1 159,6
2018	10 340,0	175,4	2 059,5	546,5	1 968,8	489,5	467,9	1 153,9	1 179,1	1 956,1	343,3	1 203,9
2018 III	2 590,6	44,0	516,6	137,7	492,5	122,4	117,3	288,9	295,4	490,0	85,8	302,5
IV	2 613,5	44,5	516,2	140,9	497,2	124,7	117,7	291,5	299,5	494,8	86,4	303,7
2019 I	2 633,2	44,9	518,0	144,6	501,3	125,8	117,9	294,0	302,1	497,5	87,1	306,3
II	2 650,7	46,3	515,5	146,4	505,4	127,0	118,0	296,3	305,5	502,2	88,0	308,5
In procenten toegevoegde waarde												
2018	100,0	1,7	19,9	5,3	19,0	4,7	4,5	11,2	11,4	18,9	3,3	-
Kettingvolumes (prijzen van het voorgaande jaar)												
<i>Mutaties in procenten op kwartaalbasis</i>												
2018 III	0,2	-0,8	-0,2	0,7	0,0	1,6	0,7	0,4	0,2	0,3	0,4	0,1
IV	0,3	0,8	-0,4	1,2	0,5	0,3	0,0	0,3	0,8	0,5	0,3	0,2
2019 I	0,5	0,7	0,0	1,5	1,0	1,3	0,0	0,4	0,2	0,1	0,6	0,1
II	0,1	0,0	-0,7	0,1	0,1	0,5	0,7	0,4	0,6	0,3	0,1	0,9
<i>Mutaties in procenten per jaar</i>												
2016	1,8	-1,4	3,0	1,6	1,9	3,9	-0,8	0,4	2,5	1,6	0,2	2,8
2017	2,5	1,0	3,4	2,5	3,0	4,9	1,3	0,5	4,1	1,6	0,9	2,5
2018	2,0	1,0	1,9	3,5	2,2	4,2	0,7	1,4	3,4	1,0	0,6	1,7
2018 III	1,7	0,1	1,3	3,4	1,8	4,8	0,9	1,3	2,7	0,8	0,4	1,8
IV	1,2	0,0	-0,6	3,5	1,5	3,5	0,4	1,3	2,8	0,9	0,5	1,3
2019 I	1,4	0,4	-0,3	4,6	1,9	4,4	0,9	1,2	1,9	1,1	1,1	0,9
II	1,1	0,7	-1,3	3,5	1,6	3,8	1,4	1,5	1,9	1,2	1,4	1,3
<i>Bijdrage tot mutaties in procenten toegevoegde waarde op kwartaalbasis; procentpunten</i>												
2018 III	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
IV	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2019 I	0,5	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
II	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
<i>Bijdrage tot mutaties in procenten toegevoegde waarde per jaar; procentpunten</i>												
2016	1,8	0,0	0,6	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017	2,5	0,0	0,7	0,1	0,6	0,2	0,1	0,1	0,5	0,3	0,0	-
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,0	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2018 III	1,7	0,0	0,3	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
IV	1,2	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2019 I	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	-
II	1,1	0,0	-0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

3 Economische bedrijvigheid

3.3 Werkgelegenheid¹⁾

(kwartaalgegevens voor seizoen gecorrigeerd; jaargegevens niet voor seizoen gecorrigeerd)

	Totaal	Naar soort werkgelegenheid		Naar bedrijfstak									
		Werknemers	Zelfstandigen	Landbouw, bosbouw en visserij	Verwerkende industrie, energie en nutsbedrijven	Bouwnijverheid	Handel, transport en horeca	Informatie en communicatie	Financiële dienstverlening en verzekeringen	Onroerend goed	Professionele, zakelijke en ondersteunende diensten	Openbaar bestuur, onderwijs, gezondheidszorg en sociale dienstverlening	Kunst- en entertainment-sector en overige dienstverlening
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Werknemers													
<i>In procenten totaal aantal werknemers</i>													
2016	100,0	85,4	14,6	3,2	14,8	5,9	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,2	7,0
2017	100,0	85,8	14,2	3,2	14,7	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,8	24,2	7,0
2018	100,0	86,0	14,0	3,1	14,7	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	13,9	24,1	6,9
<i>Mutaties in procenten per jaar</i>													
2016	1,4	1,7	-0,3	-0,3	0,8	0,3	1,5	3,1	-0,5	2,2	2,9	1,3	0,7
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,6	1,2	1,8	1,7	3,1	-1,4	2,1	3,3	1,3	1,0
2018	1,5	1,8	-0,3	-0,4	1,4	2,6	1,5	3,2	-1,0	1,8	2,6	1,2	0,5
2018 III	1,4	1,7	-0,2	0,0	1,3	2,7	1,5	3,6	-1,2	1,7	2,4	1,2	0,0
IV	1,4	1,6	-0,2	-0,3	1,2	3,2	1,5	3,5	-0,7	1,3	1,9	1,2	-0,1
2019 I	1,4	1,6	-0,1	0,2	1,2	2,6	1,3	3,9	-0,3	2,1	1,8	1,2	0,3
II	1,2	1,5	-0,5	-1,9	0,9	1,7	1,3	3,9	-0,5	1,3	1,5	1,3	1,1
Gewerkte uren													
<i>In procenten totaal aantal gewerkte uren</i>													
2016	100,0	80,7	19,3	4,3	15,3	6,6	25,7	3,0	2,6	1,0	13,3	21,9	6,2
2017	100,0	81,1	18,9	4,2	15,3	6,7	25,7	3,0	2,5	1,0	13,5	21,8	6,2
2018	100,0	81,5	18,5	4,2	15,3	6,8	25,7	3,1	2,5	1,0	13,7	21,8	6,1
<i>Mutaties in procenten per jaar</i>													
2016	1,4	1,9	-0,5	-0,2	1,0	0,4	1,6	3,1	-0,1	2,7	3,1	1,3	0,6
2017	1,2	1,7	-0,9	-1,1	1,0	1,8	1,2	2,9	-2,0	2,2	2,9	0,8	0,4
2018	1,5	1,9	-0,5	0,2	1,2	2,9	1,2	3,0	-1,1	1,9	2,8	1,3	0,3
2018 III	1,6	2,0	0,0	0,7	1,1	3,6	1,4	3,6	-1,1	2,1	3,1	1,3	0,3
IV	1,5	2,0	-0,3	0,0	1,2	3,5	1,4	3,7	-0,4	0,8	2,3	1,4	0,4
2019 I	1,7	2,0	0,5	1,2	1,4	3,8	1,6	4,0	-0,1	1,6	2,2	1,3	0,5
II	1,0	1,3	-0,5	-1,7	0,6	2,2	1,0	3,4	-1,0	1,5	1,5	1,0	0,8
Gewerkte uren per werknemer													
<i>Mutaties in procenten per jaar</i>													
2016	0,0	0,2	-0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,4	0,5	0,1	0,0	-0,1
2017	-0,4	-0,3	-0,3	-0,5	-0,2	0,0	-0,5	-0,2	-0,6	0,1	-0,3	-0,5	-0,6
2018	0,0	0,1	-0,2	0,6	-0,2	0,3	-0,3	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	-0,2
2018 III	0,2	0,3	0,2	0,7	-0,2	0,9	-0,1	0,1	0,0	0,4	0,7	0,0	0,3
IV	0,2	0,3	-0,1	0,3	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,4	-0,5	0,3	0,2	0,5
2019 I	0,3	0,4	0,5	1,0	0,2	1,2	0,3	0,1	0,3	-0,5	0,3	0,0	0,2
II	-0,2	-0,2	0,0	0,2	-0,3	0,4	-0,3	-0,6	-0,5	0,2	0,1	-0,3	-0,3

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

1) De werkgelegenheidscijfers zijn gebaseerd op ESR 2010.

3 Economische bedrijvigheid

3.4 Beroepsbevolking, werkloosheid en vacatures

(voor seizoen gecorrigeerd, tenzij anders aangegeven)

	Beroepsbevolking, miljoen ¹⁾	Onderbezetting, % beroepsbevolking ¹⁾	Werkloosheid											Vacaturecijfer ²⁾
			Totaal		Langdurige werkloosheid, % beroepsbevolking ¹⁾	Naar leeftijd				Naar geslacht				
			Miljoen	% beroepsbevolking		Volwassenen		Jeugd		Mannen		Vrouwen		
						Miljoen	% beroepsbevolking	Miljoen	% beroepsbevolking	Miljoen	% beroepsbevolking	Miljoen	% beroepsbevolking	
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		12	13	14
% van totaal in 2016			100,0			81,7		18,3		52,2		47,8		
2016	162,028	4,3	16,258	10,0	5,0	13,294	9,0	2,965	20,9	8,484	9,7	7,774	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,761	9,1	4,4	12,094	8,1	2,667	18,8	7,637	8,7	7,124	9,5	1,9
2018	163,301	3,8	13,393	8,2	3,8	10,964	7,4	2,429	17,0	6,900	7,9	6,493	8,6	2,1
2018 III	163,730	3,6	13,144	8,0	3,6	10,744	7,2	2,400	16,8	6,792	7,7	6,352	8,4	2,1
IV	163,702	3,7	12,970	7,9	3,6	10,596	7,1	2,375	16,5	6,651	7,6	6,319	8,3	2,3
2019 I	163,278	3,6	12,690	7,7	3,5	10,371	6,9	2,319	16,1	6,480	7,4	6,209	8,2	2,3
II	.	.	12,417	7,6	.	10,166	6,8	2,251	15,6	6,387	7,3	6,029	7,9	2,3
2019 febr.	.	.	12,713	7,8	.	10,393	7,0	2,320	16,1	6,495	7,4	6,217	8,2	.
maart	.	.	12,563	7,7	.	10,264	6,9	2,299	15,9	6,422	7,3	6,141	8,1	.
april	.	.	12,500	7,6	.	10,238	6,8	2,262	15,6	6,421	7,3	6,079	8,0	.
mei	.	.	12,413	7,6	.	10,153	6,8	2,260	15,6	6,396	7,3	6,017	7,9	.
juni	.	.	12,338	7,5	.	10,107	6,8	2,231	15,5	6,345	7,2	5,992	7,9	.
juli	.	.	12,322	7,5	.	10,077	6,7	2,245	15,6	6,332	7,2	5,991	7,9	.

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

1) Niet voor seizoen gecorrigeerd.

2) Het vacaturecijfer is gelijk aan het aantal vacatures gedeeld door de som van het aantal bezette banen en het aantal vacatures, uitgedrukt in procenten.

3.5 Kortetermijnondernemingsstatistieken

(gemiddelden per periode; eenheden van de nationale valuta per euro)

	Industriële productie						Productie bouwrijverheid	ECB-indicator industriële nieuwe orderontvangsten	Detailhandel				Registratie nieuwe personen-auto's
	Totaal	Belangrijkste bedrijfstakken							Totaal	Voedingsmiddelen, dranken, tabak	Niet-voedingsmiddelen	Brandstof	
		Verwerkende industrie	Half-fabrieken	Investeringsgoederen	Consumptiegoederen	Energie							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% van totaal in 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Mutaties in procenten per jaar													
2016	1,6	1,8	1,8	2,0	1,8	0,5	3,0	0,6	1,6	1,0	2,3	1,3	7,2
2017	2,9	3,2	3,4	3,8	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	1,0	5,7
2018	0,9	1,2	0,6	1,8	1,3	-1,5	2,1	2,7	1,6	1,3	1,9	0,6	0,8
2018 III	0,5	0,7	-0,3	1,5	1,0	-1,2	2,4	1,6	1,3	1,1	1,5	0,1	3,4
IV	-1,9	-1,7	-2,1	-2,0	-0,4	-3,6	1,9	-1,0	1,5	1,4	1,7	1,7	-9,4
2019 I	-0,5	-0,2	-0,6	-0,5	1,4	-2,7	4,5	-3,2	2,4	1,1	3,5	2,9	-3,6
II	-1,4	-1,5	-2,1	-2,8	1,6	0,1	2,0	-3,3	2,0	1,1	2,9	0,5	-1,7
2019 febr.	-0,2	0,7	-0,5	0,3	3,4	-6,1	6,9	-3,8	3,0	0,9	4,6	2,9	-2,3
maart	-0,7	0,2	-0,3	1,1	-0,2	-7,7	5,9	-3,0	2,1	0,6	3,7	1,8	-5,5
april	-0,7	-0,8	-1,1	-2,2	1,9	0,0	3,0	-1,8	2,1	2,3	1,8	1,5	-0,2
mei	-0,8	-0,8	-2,4	-1,8	3,1	0,4	1,7	-5,0	1,1	-0,3	2,5	-0,9	1,1
juni	-2,6	-2,8	-2,6	-4,4	-0,1	-0,1	1,0	-3,1	2,8	1,2	4,4	1,0	-5,6
juli	.	.	.	.	.	.	.	.	2,2	1,3	2,8	2,0	.
Mutaties in procenten op maandbasis (voor seizoen gecorrigeerd)													
2019 febr.	0,0	0,5	0,0	0,0	0,6	-3,3	3,1	-1,5	0,7	0,3	1,1	-0,4	-0,1
maart	-0,2	-0,2	0,0	0,8	-0,8	-0,8	-0,2	0,1	0,1	0,4	-0,1	-0,6	-3,6
april	-0,5	-0,8	-0,9	-1,9	0,3	1,8	-1,5	0,9	0,2	0,0	0,4	-0,2	4,8
mei	0,8	0,8	-0,2	0,9	2,5	0,5	-0,5	-1,9	-0,4	-0,8	0,0	-1,4	2,8
juni	-1,6	-1,7	-0,8	-4,0	-2,6	-0,2	0,0	0,8	1,2	1,3	1,1	1,8	-6,7
juli	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,6	-0,3	-1,0	0,0	.

Bronnen: Eurostat, berekeningen van de ECB, experimentele statistieken van de ECB (kolom 8) en de European Automobile Manufacturers Association (kolom 13).

3 Economische bedrijvigheid

3.6 Opiniepeilingen (voor seizoen gecorrigeerd)

	Conjunctuurenquêtes onder producenten en consumenten door de Europese Commissie (procentuele saldi, tenzij anders aangegeven)								Purchasing Managers' Surveys (spreidingsindices)			
	Conjunctuur- indicator (langlopend gemiddelde = 100)	Verwerkende industrie		Indicator van consumentenver- trouwen	Indicator van ver- trouwen bouw- nijverheid	Indicator van ver- trouwen detail- handel	Diensten		Purchasing Managers' Index (PMI) voor de ver- werkende industrie	Productie verwerk- ende industrie	Bedrij- vigheid diensten- sector	Samen- gestelde productie
		Indicator van produ- centenver- trouwen	% bezet- tingsgraad				Indicator van ver- trouwen dienen- sector	% bezet- tingsgraad				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2015	99,2	-5,3	80,7	-11,7	-15,0	-8,7	7,2	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2016	104,1	-1,8	81,7	-8,1	-16,4	0,6	11,3	88,9	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,1	5,5	83,2	-5,4	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,2	6,6	83,8	-4,9	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6
2018 III	110,9	5,9	83,7	-5,1	6,6	1,9	15,3	90,3	54,3	54,0	54,4	54,3
IV	108,8	3,6	83,6	-6,4	7,9	-0,3	13,4	90,4	51,7	51,0	52,8	52,3
2019 I	106,0	-0,5	83,2	-7,0	7,5	-1,0	11,6	90,7	49,1	49,0	52,4	51,5
II	104,1	-4,3	82,4	-7,0	6,1	-0,7	11,6	90,5	47,7	48,5	53,1	51,8
2019 maart	105,6	-1,6	-	-6,6	7,5	0,3	11,5	-	47,5	47,2	53,3	51,6
april	103,9	-4,3	82,8	-7,3	6,5	-1,1	11,8	90,6	47,9	48,0	52,8	51,5
mei	105,2	-2,9	-	-6,5	4,1	-0,9	12,1	-	47,7	48,9	52,9	51,8
juni	103,3	-5,6	-	-7,2	7,6	0,1	11,0	-	47,6	48,5	53,6	52,2
juli	102,7	-7,3	81,9	-6,6	5,0	-0,7	10,6	90,5	46,5	46,9	53,2	51,5
aug.	103,1	-5,9	-	-7,1	3,7	0,5	9,3	-	47,0	47,9	53,5	51,9

Bronnen: Europese Commissie (Directoraat-Generaal Economische en Financiële Zaken) (kolommen 1-8), Markt (kolommen 9-12).

3.7 Samenvattende rekeningen voor huishoudens en niet-financiële ondernemingen (lopende prijzen, tenzij anders aangegeven; niet voor seizoen gecorrigeerd)

	Huishoudens							Niet-financiële ondernemingen					
	Spaar- quote (bruto) ¹⁾	Schuld- quote	Reëel bruto besteed- baar inkomen	Beleg- gingen	Niet- financiële beleggingen (bruto)	Netto- waarde ²⁾	Huis- vermogen	Winst- deel ³⁾	Spaar- quote (netto)	Schuld- ratio ⁴⁾	Beleggingen	Niet- financiële beleggingen (bruto)	Finan- ciering
	In procenten bruto besteedbaar inkomen (gecorrigeerd)	Mutaties in procenten per jaar					In procenten netto toegevoegde waarde	In procenten bbp	Mutaties in procenten per jaar				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	12,1	93,8	1,8	2,0	6,1	3,3	2,7	35,7	7,7	139,0	4,9	6,1	2,9
2017	11,7	93,7	1,4	2,1	7,2	4,3	4,2	34,5	6,9	137,3	3,7	4,5	2,3
2018	11,9	93,5	1,6	2,0	7,7	2,5	4,7	34,3	6,6	136,2	2,0	7,7	1,3
2018 II	11,7	93,5	2,1	2,0	8,2	4,0	4,7	34,8	7,0	137,7	3,1	1,6	1,8
III	11,8	93,5	1,4	2,0	8,5	3,6	4,7	34,4	6,8	137,4	2,7	8,6	1,6
IV	11,9	93,5	1,6	2,0	8,5	2,5	4,7	34,3	6,6	136,2	2,0	21,3	1,3
2019 I	12,4	93,1	2,7	2,2	7,7	3,5	4,0	33,9	6,4	135,9	1,8	5,5	1,3

Bronnen: ECB en Eurostat.

- 1) Gebaseerd op vierkwaartaals gecumuleerde sommen van zowel besparingen als bruto besteedbaar inkomen (gecorrigeerd voor de mutatie in het netto vermogen van huishoudens in pensioenfondreserves).
- 2) Financiële activa (met aftrek van financiële verplichtingen) en niet-financiële activa. Niet-financiële activa bestaan voornamelijk uit huisvermogen (woningen en land). Zij omvatten tevens niet-financiële activa van ondernemingen zonder rechtspersoonlijkheid die zijn opgenomen binnen de sector huishoudens.
- 3) Het winstdeel gebruikt netto inkomen uit ondernemen, dat globaal gelijk is aan lopende winst in ondernemingsboekhouding.
- 4) Gebaseerd op het uitstaande bedrag aan leningen, schuldbewijzen, handelskredieten en pensioenfondsverplichtingen.

3 Economische bedrijvigheid

3.8 Balans eurogebied, lopende rekening en vermogensoverdrachtenrekening

(EUR miljard; voor seizoen gecorrigeerd tenzij anders aangegeven; transacties)

	Lopende rekening											Vermogensoverdrachtenrekening ¹⁾	
	Totaal			Goederen		Diensten		Primaire inkomens		Secundaire inkomens		Ontvangsten	Uitgaven
	Ontvangsten	Uitgaven	Netto	Ontvangsten	Uitgaven	Ontvangsten	Uitgaven	Ontvangsten	Uitgaven	Ontvangsten	Uitgaven		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018 III	1 038,1	963,7	74,4	588,2	525,3	230,1	204,4	191,1	165,4	28,7	68,7	8,8	5,7
IV	1 058,8	978,0	80,8	600,4	530,8	233,3	205,8	195,1	167,4	29,9	74,1	22,0	64,3
2019 I	1 061,1	969,7	91,3	606,2	524,6	233,7	205,7	192,0	171,5	29,2	67,9	10,5	14,8
II	1 043,9	972,2	71,8	597,0	520,9	232,1	217,4	188,0	171,1	26,8	62,8	9,0	6,1
2019 jan.	361,0	322,8	38,3	201,7	173,6	77,3	68,8	71,5	56,6	10,5	23,8	3,9	4,6
febr.	348,9	318,6	30,4	200,8	173,2	77,1	68,1	62,3	55,3	8,7	21,9	3,6	4,1
maart	351,1	328,4	22,7	203,6	177,9	79,3	68,7	58,2	59,5	10,0	22,3	3,0	6,1
april	346,9	323,8	23,1	197,9	174,0	77,1	70,9	63,2	58,4	8,7	20,5	2,4	1,9
mei	350,9	320,6	30,3	199,7	172,8	77,0	71,4	64,8	56,9	9,3	19,5	3,0	2,0
juni	346,2	327,8	18,4	199,3	174,1	78,0	75,1	60,0	55,8	8,8	22,8	3,6	2,3
<i>Twaalfmaands gecumuleerde transacties</i>													
2019 juni	4 201,8	3 883,6	318,2	2 391,8	2 101,5	929,1	833,3	766,2	675,3	114,6	273,5	50,2	91,0
<i>Twaalfmaands gecumuleerde transacties in procenten bbp</i>													
2019 juni	35,9	33,2	2,7	20,4	17,9	7,9	7,1	6,5	5,8	1,0	2,3	0,4	0,8

1) De vermogensoverdrachtenrekening is niet voor seizoen gecorrigeerd.

3.9 Externe handel eurogebied in goederen¹⁾, waarde en volume naar categorie goederen²⁾

(voor seizoen gecorrigeerd, tenzij anders aangegeven)

	Totaal (niet voor seizoen gecorrigeerd)		Uitvoer (f.o.b.)					Invoer (c.i.f.)					PM:	
	Uitvoer	Invoer	Totaal			PM: Verwerken- de industrie	Totaal			PM: Olie				
	1	2	Half-fabricaten	Investeringsgoederen	Consumptiegoederen		Half-fabricaten	Investeringsgoederen	Consumptiegoederen		Verwerken- de industrie			
	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
<i>Waarde (EUR miljard; mutaties in procenten per jaar voor kolommen 1 en 2)</i>														
2018 III	4,7	10,2	572,8	278,5	117,7	166,8	479,1	530,8	310,1	86,1	127,0	373,6	68,5	
IV	3,8	7,8	580,1	278,3	123,3	168,3	485,1	535,6	309,4	88,5	129,9	379,8	66,0	
2019 I	4,1	5,1	588,1	283,9	120,5	172,7	492,9	531,6	306,5	85,0	132,6	381,2	64,2	
II	2,4	2,4	582,4	.	.	.	485,8	529,7	.	.	.	378,0	.	
2019 jan.	2,6	3,5	195,2	94,9	40,6	56,9	164,3	177,9	102,6	29,0	43,7	127,0	20,9	
febr.	6,2	5,6	195,4	94,2	40,0	57,1	163,9	174,8	100,8	27,5	43,9	126,2	21,0	
maart	3,5	6,2	197,5	94,9	40,0	58,7	164,6	178,9	103,2	28,5	45,0	128,0	22,2	
april	5,4	6,8	192,7	92,4	39,1	58,2	159,8	177,4	101,8	27,9	44,8	126,8	21,8	
mei	7,1	4,8	195,5	91,6	40,4	59,0	163,3	175,9	101,1	28,3	43,7	125,0	22,3	
juni	-4,7	-4,2	194,3	.	.	.	162,7	176,4	.	.	.	126,2	.	
<i>Volume-indices (2000 = 100; mutaties in procenten per jaar voor kolommen 1 en 2)</i>														
2018 III	1,1	2,0	125,4	125,8	125,3	127,6	126,2	115,6	115,1	119,1	115,6	120,4	99,5	
IV	0,2	1,7	126,0	124,9	130,1	127,7	126,6	116,2	115,2	119,9	117,1	120,8	100,5	
2019 I	0,1	1,4	126,8	126,9	126,2	129,3	126,9	116,6	116,6	115,3	118,8	120,7	107,9	
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 dec.	-5,0	0,3	125,6	123,7	132,5	127,6	125,6	116,8	116,0	120,0	115,4	119,8	108,9	
2019 jan.	-1,1	1,9	126,4	127,1	127,9	128,3	126,8	117,6	118,2	118,8	116,9	120,6	111,3	
febr.	2,0	1,5	126,6	126,3	125,6	128,4	126,7	115,3	115,0	112,4	118,8	120,5	105,8	
maart	-0,7	0,8	127,5	127,1	125,1	131,2	127,1	116,9	116,7	114,6	120,9	121,2	106,5	
april	0,9	2,4	123,6	123,1	121,4	129,6	122,9	115,8	114,9	113,1	120,4	120,7	98,8	
mei	3,3	1,3	125,3	122,1	125,9	130,2	125,6	115,1	113,6	117,0	118,0	119,5	99,2	

Bronnen: ECB en Eurostat.

1) Verschillen tussen de betalingsbalansgoederen van de ECB (Tabel 3.8) en de handel in goederen van Eurostat (Tabel 3.9) zijn voornamelijk het gevolg van verschillende definities.

2) De productgroepen zoals gerubriceerd in de Broad Economic Categories.

4 Prijzen en kosten

4.1 Geharmoniseerde Consumptieprijsindex¹⁾

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders aangegeven)

	Totaal					Totaal (niet voor seizoen gecorrigeerd; mutatie in procenten t.o.v. voorgaande periode) ²⁾						Door de overheid gereguleerde prijzen	
	Index: 2005 =100	Totaal			Diensten	Totaal	Bewerkte voedingsmiddelen	Onbewerkte voedingsmiddelen	Industriële goederen m.u.v. energie	Energie (niet voor seizoen gecorrigeerd)	Diensten	Totaal HICP uitgezonderd door de overheid gereguleerde prijzen	Door de overheid gereguleerde prijzen
		Totaal m.u.v. voedingsmiddelen en energie	Goederen										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% van totaal in 2019	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	83,6	16,4
2016	100,2	0,2	0,8	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,2
2018 III	104,1	2,1	1,0	2,6	1,5	0,5	0,4	0,3	0,1	2,7	0,3	2,1	2,4
2018 IV	104,3	1,9	1,0	2,3	1,5	0,3	0,3	0,3	0,1	1,6	0,2	1,8	2,8
2019 I	103,5	1,4	1,0	1,5	1,4	0,0	0,6	0,2	0,1	-2,4	0,3	1,3	2,4
2019 II	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,5	0,6	-0,2	0,1	1,6	0,6	1,3	2,1
2019 maart	104,4	1,4	0,8	1,6	1,1	0,1	0,4	-1,3	-0,1	0,8	0,2	1,3	2,2
2019 april	105,1	1,7	1,3	1,5	1,9	0,3	0,1	0,0	0,0	0,7	0,5	1,7	2,1
2019 mei	105,2	1,2	0,8	1,4	1,0	0,1	0,2	0,5	0,1	0,9	-0,2	1,1	2,0
2019 juni	105,4	1,3	1,1	1,0	1,6	0,1	0,2	0,4	0,0	-1,2	0,4	1,1	2,2
2019 juli	104,9	1,0	0,9	0,9	1,2	0,0	0,2	0,4	0,1	-0,6	0,1	1,0	1,3
2019 aug. ³⁾	105,1	1,0	0,9	.	1,3	0,1	0,2	0,9	0,0	-0,6	0,1	.	.

	Goederen						Diensten						
	Voedingsmiddelen (m.i.v. alcoholische dranken en tabak)			Industriële goederen			Huisvesting	Transport	Communicatie	Recreatie en persoonlijke diensten	Diversen		
	Totaal	Bewerkte voedingsmiddelen	Onbewerkte voedingsmiddelen	Totaal	Industriële goederen m.u.v. energie	Energie	Huren						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% van totaal in 2019	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4	
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,3	1,2	
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8	
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4	
2018 III	2,5	2,1	3,8	2,7	0,2	9,5	1,1	1,1	1,4	0,2	2,2	1,3	
2018 IV	2,0	1,9	2,0	2,4	0,2	8,4	1,2	1,1	1,5	-0,3	1,9	1,7	
2019 I	2,0	1,9	1,9	1,3	0,3	3,9	1,2	1,2	1,3	-0,6	1,7	1,5	
2019 II	1,5	1,8	0,6	1,2	0,3	3,6	1,3	1,3	2,1	-1,2	2,0	1,5	
2019 maart	1,8	2,0	1,1	1,5	0,1	5,3	1,2	1,2	1,1	-0,7	1,2	1,5	
2019 april	1,5	1,7	0,8	1,6	0,2	5,3	1,3	1,2	2,5	-1,2	2,8	1,6	
2019 mei	1,5	1,9	0,4	1,3	0,3	3,8	1,3	1,2	1,5	-1,5	1,0	1,4	
2019 juni	1,6	1,9	0,7	0,6	0,3	1,7	1,5	1,4	2,2	-0,9	2,1	1,4	
2019 juli	1,9	2,0	1,7	0,4	0,4	0,5	1,5	1,5	2,1	-1,1	0,8	1,4	
2019 aug. ³⁾	2,1	2,0	2,5	.	0,4	-0,6	.	.	.	.	.	.

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

1) De gegevens hebben betrekking op de veranderende samenstelling van het eurogebied.

2) In mei 2016 is de ECB begonnen met de publicatie van verbeterde voor seizoen gecorrigeerde HICP-reeksen voor het eurogebied, na een herziening van de benadering ten aanzien van seizoencorrectie zoals beschreven in Box 1, Economic Bulletin, Issue 3, ECB, 2016.

3) Schatting gebaseerd op voorlopige nationale gegevens en op vroege informatie over de energieprijzen.

4 Prijzen en kosten

4.2 Industrie, bouwnijverheid en onroerend goed

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders aangegeven)

	Industriële producentenprijzen m.u.v. bouwnijverheid ¹⁾										Bouwnijverheid ²⁾	Woningen ³⁾	Experimentele indicator van commercieel onroerend goed ³⁾	
	Totaal (Index: 2010 = 100)	Industrie m.u.v. bouwnijverheid en energie						Energie	Consumptiegoederen					
		Verwerkende industrie	Totaal	Half-fabrikaten	Investeringsgoederen	Consumptiegoederen								
						Totaal	Voedingsmiddelen, dranken en tabak		Niet-voedingsmiddelen					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
% van totaal in 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9				
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,7	4,0	5,0	
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,3	4,8	
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,4	4,8	4,2	
2018 III	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,5	3,0	4,9	3,3	
IV	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	2,3	4,7	3,0	
2019 I	105,4	3,0	1,3	1,1	1,3	1,5	0,4	-0,1	1,0	7,7	2,5	4,0	.	
II	104,8	1,6	1,0	0,9	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,1	.	.	.	
2019 febr.	105,5	3,0	1,5	1,2	1,3	1,6	0,5	0,0	1,0	8,0	-	-	-	
maart	105,4	2,9	1,7	1,1	1,2	1,6	0,2	-0,4	1,0	7,7	-	-	-	
april	105,1	2,6	1,6	1,1	1,2	1,5	0,8	0,6	1,0	6,4	-	-	-	
mei	105,0	1,6	1,2	1,0	0,8	1,6	1,0	0,9	0,9	3,1	-	-	-	
juni	104,4	0,7	0,3	0,8	0,2	1,5	1,2	1,3	0,9	-0,2	-	-	-	
juli	104,6	0,2	0,3	0,6	-0,2	1,5	1,0	1,1	0,8	-1,7	-	-	-	

Bronnen: Eurostat, berekeningen van de ECB en berekeningen van de ECB op basis van MSCI-gegevens en nationale bronnen (kolom 13).

1) Alleen binnenlandse afzet.

2) Inputprijzen voor woningen.

3) Experimentele gegevens gebaseerd op niet-geharmoniseerde bronnen (zie voor nadere details de [experimentele gegevens](#)).

4.3 Grondstoffenprijzen en bbp-deflatoren

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders aangegeven)

	Bbp-deflatoren						Olieprijzen (EUR per vat)	Prijzen grondstoffen m.u.v. energie (EUR)							
	Totaal (voor seizoen gecorrigeerd; index: 2010 = 100)	Totaal	Binnenlandse vraag					Uitvoer ¹⁾	Invoer ¹⁾	Invoergewogen ²⁾			Aanwendingsgewogen ²⁾		
			Totaal	Particuliere consumptie	Overheidsconsumptie	Bruto investeringen in vaste activa				Totaal	Voedingsmiddelen	Niet-voedingsmiddelen	Totaal	Voedingsmiddelen	Niet-voedingsmiddelen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% van totaal								100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6		
2016	106,9	0,8	0,4	0,4	0,5	0,7	-1,3	-2,4	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	107,9	0,9	1,3	1,3	1,4	1,6	1,9	2,9	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	109,2	1,3	1,7	1,5	1,7	1,9	1,3	2,3	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,2	-5,5	5,7
2018 III	109,3	1,2	1,9	1,7	1,9	2,3	2,2	3,8	64,8	2,0	-3,4	7,1	3,1	-2,2	8,8
IV	109,9	1,4	2,0	1,7	1,7	2,1	1,7	2,9	59,5	1,9	0,1	3,6	2,3	0,2	4,4
2019 I	110,3	1,5	1,6	1,3	1,6	2,2	1,3	1,6	55,6	3,2	3,7	2,8	3,9	5,2	2,7
II	110,8	1,6	1,6	1,4	1,6	2,2	1,1	1,2	61,0	-1,8	-0,6	-2,8	-0,1	4,8	-4,9
2019 maart	-	-	-	-	-	-	-	-	58,8	4,3	2,4	6,0	5,9	6,3	5,5
april	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	2,0	1,2	2,8	4,3	7,5	1,0
mei	-	-	-	-	-	-	-	-	63,1	-4,2	-3,3	-5,0	-2,3	2,6	-7,1
juni	-	-	-	-	-	-	-	-	56,0	-2,9	0,5	-5,8	-2,1	4,4	-8,4
juli	-	-	-	-	-	-	-	-	57,1	2,9	4,2	1,8	3,0	7,8	-1,6
aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,3	-1,0	1,0	-2,7	-1,2	3,3	-5,7

Bronnen: Eurostat, berekeningen van de ECB en Bloomberg (kolom 9).

1) De deflatoren voor uitvoer en invoer hebben betrekking op goederen en diensten en omvatten de grensoverschrijdende handel binnen het eurogebied.

2) Invoergewogen: gewogen volgens de gemiddelde invoerstructuur over 2009-2011; aanwendingsgewogen: gewogen volgens de gemiddelde binnenlandse vraagstructuur over 2009-2011.

4 Prijzen en kosten

4.4 Opiniepeilingen met betrekking tot prijzen

(voor seizoen gecorrigeerd)

	Conjunctuurenquêtes onder producenten en consumenten door de Europese Commissie (procentuele saldi)					Purchasing Managers' Surveys (spreidingsindices)			
	Verwachtingen verkoopprijzen (voor de komende drie maanden)				Consumptie-prijsindexen gedurende de laatste twaalf maanden	Betaalde prijzen		Afzetprijzen	
	Verwerkende industrie	Detailhandel	Diensten	Bouwnijverheid		Verwerkende industrie	Diensten	Verwerkende industrie	Diensten
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,2	-	-	-3,6	32,0	56,7	56,3	-	49,7
2016	-0,4	2,3	4,4	-7,1	0,6	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,2	5,1	6,9	2,5	12,7	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,5	7,4	9,4	12,1	20,3	65,4	57,9	56,1	52,7
2018 III	11,1	7,5	9,0	12,4	21,2	65,2	58,4	55,5	52,8
IV	11,9	8,5	10,0	13,0	23,9	62,6	58,4	54,5	52,7
2019 I	8,9	8,2	10,4	11,4	20,4	53,9	57,7	53,0	53,1
II	4,6	7,2	9,1	6,1	19,7	50,6	57,1	51,2	52,3
2019 maart	6,9	7,8	10,4	8,9	21,5	52,3	56,8	52,3	53,3
april	5,2	8,3	10,1	7,8	15,6	52,7	57,7	51,4	53,1
mei	5,3	7,7	8,2	6,7	22,6	51,2	57,5	51,6	51,6
juni	3,2	5,5	9,0	3,9	21,0	48,0	56,2	50,6	52,3
juli	1,4	6,8	8,5	4,0	18,7	46,3	56,7	48,8	52,3
aug.	2,2	6,0	8,7	4,4	18,1	46,7	56,8	49,4	52,1

Bronnen: Europese Commissie (Directoraat-Generaal Economische en Financiële Zaken) en Markt.

4.5 Arbeidskosten

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders aangegeven)

	Totaal (Index: 2012 = 100)	Totaal	Naar component		Naar geselecteerde bedrijfstak		PM: Indicator van contractlonen ¹⁾
			Lonen	Door werkgevers betaalde sociale-verzekeringspre-mies	Bedrijfseconomie	Voornamelijk niet-bedrijfseconomie	
	1	2	3	4	5	6	7
% van totaal in 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2016	100,0	1,3	1,4	1,0	1,1	1,6	1,4
2017	101,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,5
2018	104,1	2,2	2,1	2,7	2,4	1,8	2,0
2018 III	100,8	2,4	2,3	2,9	2,6	2,1	2,1
IV	110,6	2,3	2,3	2,4	2,3	2,4	2,1
2019 I	99,6	2,5	2,5	2,2	2,4	2,4	2,3
II							2,0

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

1) Experimentele gegevens gebaseerd op niet-geharmoniseerde bronnen (zie voor nadere details de [experimentele gegevens](#)).

4 Prijzen en kosten

4.6 Arbeidskosten per eenheid product, loonsom per arbeidsinzet en arbeidsproductiviteit

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders aangegeven; kwartaalgegevens voor seizoenen gecorrigeerd; jaargegevens niet voor seizoenen gecorrigeerd)

	Totaal (Index: 2010=100)	Totaal	Naar bedrijfstak									
			Land- bouw, bosbouw en visserij	Verwer- kende industrie, energie en nuts- bedrijven	Bouw- nijverheid	Handel, transport en horeca	Informatie en commu- nicatie	Financiële dienst- verlening en verzeke- ringen	Onroerend goed	Profes- sionele, zakelijke en onder- steunende diensten	Openbaar bestuur, onderwijs, gezond- heidszorg en sociale dienst- verlening	Kunst- en entertainment- sector en overige dienst- verlening
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Arbeidskosten per eenheid product												
2016	105,6	0,8	1,3	-0,7	0,5	1,1	-0,2	2,7	4,6	1,0	1,1	2,0
2017	106,3	0,7	-0,7	-0,8	1,0	0,2	0,6	-1,9	4,1	1,8	1,3	1,6
2018	108,1	1,7	0,7	1,5	0,9	1,7	1,8	-0,3	3,7	1,9	2,2	2,2
2018 III	108,5	2,2	2,2	2,2	1,5	2,4	1,5	-0,4	4,3	2,7	2,5	2,5
IV	109,0	2,4	1,3	3,5	1,6	2,3	2,3	0,0	4,2	2,0	2,3	2,5
2019 I	109,4	2,2	1,3	3,6	1,0	2,3	1,4	-0,5	4,8	2,0	2,0	1,7
II	110,0	2,1	-0,9	3,8	0,8	2,2	1,6	-1,1	2,7	2,1	2,0	2,7
Loonsom per werknemer												
2016	109,6	1,3	0,1	1,4	1,8	1,5	0,6	2,4	2,8	0,6	1,4	1,5
2017	111,4	1,6	0,8	1,4	1,7	1,5	2,3	0,8	2,5	2,6	1,6	1,5
2018	113,8	2,1	2,1	1,9	1,8	2,4	2,8	1,4	3,2	2,7	2,0	2,3
2018 III	114,3	2,4	2,4	2,2	2,2	2,7	2,7	1,8	3,9	3,0	2,1	2,9
IV	114,9	2,2	1,6	1,7	1,9	2,3	2,3	1,1	4,3	2,9	2,0	3,2
2019 I	115,3	2,2	1,6	2,1	2,9	2,9	1,9	0,8	3,9	2,0	1,8	2,5
II	115,9	2,1	1,8	1,5	2,6	2,5	1,5	0,9	3,0	2,5	1,9	3,0
Arbeidsproductiviteit per werknemer												
2016	103,8	0,5	-1,1	2,2	1,3	0,4	0,8	-0,2	-1,7	-0,4	0,3	-0,5
2017	104,8	0,9	1,5	2,2	0,7	1,3	1,8	2,7	-1,6	0,8	0,3	-0,1
2018	105,2	0,4	1,5	0,4	0,8	0,7	1,0	1,7	-0,4	0,7	-0,2	0,2
2018 III	105,3	0,2	0,1	0,0	0,7	0,3	1,2	2,1	-0,4	0,3	-0,4	0,4
IV	105,3	-0,2	0,3	-1,8	0,4	0,0	0,0	1,2	0,0	0,9	-0,3	0,7
2019 I	105,4	0,0	0,3	-1,5	1,9	0,6	0,5	1,3	-0,8	0,0	-0,2	0,8
II	105,3	-0,1	2,7	-2,2	1,8	0,3	-0,1	2,0	0,2	0,4	-0,1	0,3
Loonsom per gewerkt uur												
2016	111,2	1,1	-0,5	1,2	1,9	1,0	0,5	1,9	2,4	0,2	1,4	1,6
2017	113,3	1,9	1,0	1,5	1,6	1,8	2,5	1,4	2,4	2,7	2,1	2,1
2018	115,6	2,0	1,8	2,0	1,2	2,4	2,7	1,5	2,7	2,4	1,9	2,1
2018 III	115,5	2,1	2,4	2,2	1,4	2,5	2,5	1,8	2,8	2,3	2,0	2,1
IV	116,0	1,8	1,3	1,7	1,3	2,1	1,9	0,8	4,0	2,5	1,7	2,4
2019 I	116,5	1,8	0,2	1,9	1,9	2,3	1,6	0,5	3,8	1,7	1,8	2,4
II	117,3	2,2	2,7	1,8	2,4	2,6	1,7	1,3	2,6	2,5	2,2	3,4
Arbeidsproductiviteit per uur												
2016	105,7	0,5	-1,2	2,0	1,2	0,3	0,8	-0,6	-2,2	-0,5	0,3	-0,4
2017	107,2	1,3	2,1	2,4	0,8	1,8	2,0	3,3	-1,7	1,2	0,8	0,6
2018	107,7	0,5	0,8	0,6	0,5	1,0	1,2	1,8	-0,5	0,5	-0,3	0,3
2018 III	107,2	0,1	-0,6	0,2	-0,1	0,4	1,1	2,1	-0,8	-0,4	-0,5	0,1
IV	107,2	-0,3	0,0	-1,7	0,0	0,1	-0,2	0,8	0,5	0,6	-0,5	0,2
2019 I	107,3	-0,3	-0,7	-1,7	0,7	0,2	0,3	1,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,6
II	107,5	0,2	2,5	-1,9	1,3	0,6	0,4	2,5	0,0	0,3	0,2	0,7

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

5 Geld en krediet

5.1 Monetaire aggregaten¹⁾

(EUR miljard en groeipercentages op jaarbasis; voor seizoen gecorrigeerd; uitstaande bedragen en groeipercentages per einde periode; transacties gedurende periode)

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			Repo's	Aandelen geldmarkt- fondsen	Schuld- bewijzen met looptijd tot en met twee jaar	11			
	Chartale geld- omloop	Girale deposito's	Deposito's met vaste looptijd tot en met twee jaar	Deposito's met opzegtermijn tot en met drie maanden	6					7	8		9	10
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Uitstaande bedragen												
2016	1 075,3	6 082,8	7 158,1	1 330,6	2 221,0	3 551,5	10 709,7	69,6	523,1	86,6	679,2	11 388,9
2017	1 111,6	6 637,3	7 748,9	1 197,0	2 260,9	3 457,9	11 206,8	74,7	512,0	71,6	658,4	11 865,1
2018	1 162,7	7 114,8	8 277,4	1 128,2	2 298,0	3 426,1	11 703,6	74,6	523,3	73,1	670,9	12 374,5
2018 III	1 150,6	7 009,8	8 160,3	1 126,6	2 284,6	3 411,2	11 571,5	71,4	495,4	60,4	627,3	12 198,8
IV	1 162,7	7 114,8	8 277,4	1 128,2	2 298,0	3 426,1	11 703,6	74,6	523,3	73,1	670,9	12 374,5
2019 I	1 180,7	7 285,2	8 465,9	1 113,0	2 318,5	3 431,5	11 897,4	74,4	509,6	30,9	614,9	12 512,3
II	1 188,0	7 419,2	8 607,2	1 110,2	2 338,9	3 449,1	12 056,3	74,9	509,6	38,0	622,6	12 678,9
2019 febr.	1 172,8	7 190,1	8 362,9	1 125,1	2 308,9	3 433,9	11 796,8	70,7	505,1	57,4	633,2	12 430,0
maart	1 180,7	7 285,2	8 465,9	1 113,0	2 318,5	3 431,5	11 897,4	74,4	509,6	30,9	614,9	12 512,3
april	1 182,2	7 307,3	8 489,5	1 126,3	2 327,2	3 453,5	11 943,0	73,9	514,0	39,4	627,3	12 570,3
mei	1 185,4	7 365,5	8 550,9	1 124,6	2 335,2	3 459,8	12 010,7	70,7	511,9	46,0	628,5	12 639,2
juni	1 188,0	7 419,2	8 607,2	1 110,2	2 338,9	3 449,1	12 056,3	74,9	509,6	38,0	622,6	12 678,9
juli ^(p)	1 193,1	7 492,8	8 685,9	1 099,5	2 345,0	3 444,5	12 130,3	76,5	525,1	36,2	637,8	12 768,2
Transacties												
2016	38,1	541,6	579,7	-106,1	16,1	-90,0	489,8	-4,3	34,3	18,3	48,3	538,0
2017	36,4	591,8	628,1	-110,5	34,3	-76,2	551,9	6,9	-10,9	-18,4	-22,4	529,5
2018	50,0	461,9	511,9	-71,5	45,0	-26,5	485,4	-3,5	11,3	-2,3	5,5	490,8
2018 III	16,0	116,1	132,1	-51,8	14,1	-37,7	94,4	-2,4	-12,6	-4,8	-19,7	74,7
IV	12,1	105,3	117,4	0,3	13,4	13,7	131,1	2,9	27,7	9,3	39,8	170,9
2019 I	18,1	167,8	185,9	-17,5	21,0	3,5	189,4	-0,5	-20,5	-38,7	-59,6	129,7
II	7,9	138,8	146,6	-3,7	20,3	16,5	163,2	0,8	0,3	7,6	8,6	171,8
2019 febr.	5,1	66,3	71,4	0,8	6,2	6,9	78,3	-4,3	-3,5	-4,2	-12,0	66,2
maart	8,0	90,7	98,7	-13,4	9,5	-3,9	94,8	3,5	2,5	-24,7	-18,7	76,1
april	1,5	22,3	23,8	13,2	8,6	21,7	45,6	-0,5	4,6	8,2	12,3	57,9
mei	3,2	58,4	61,6	-3,2	8,0	4,7	66,3	-3,2	-2,1	5,3	0,0	66,3
juni	3,2	58,0	61,2	-13,7	3,8	-9,9	51,3	4,5	-2,2	-5,9	-3,6	47,6
juli ^(p)	5,0	70,4	75,4	-12,1	6,0	-6,1	69,3	1,4	15,6	-3,0	13,9	83,3
Groeipercentages												
2016	3,7	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,8	7,0	26,1	7,6	5,0
2017	3,4	9,8	8,8	-8,4	1,5	-2,1	5,2	10,0	-2,1	-21,4	-3,3	4,7
2018	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,6	2,2	-3,4	0,8	4,1
2018 III	4,1	7,3	6,9	-7,4	1,8	-1,4	4,3	2,5	-6,7	-26,1	-8,1	3,6
IV	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,6	2,2	-3,4	0,8	4,1
2019 I	5,6	7,8	7,5	-5,5	2,6	-0,2	5,2	-1,1	-1,7	-49,5	-6,3	4,5
II	4,8	7,7	7,2	-6,2	3,0	-0,1	5,0	1,1	-1,0	-39,6	-4,7	4,5
2019 febr.	5,0	6,9	6,6	-4,9	2,2	-0,2	4,5	-7,1	-1,7	-4,1	-2,6	4,1
maart	5,6	7,8	7,5	-5,5	2,6	-0,2	5,2	-1,1	-1,7	-49,5	-6,3	4,5
april	5,2	7,7	7,4	-3,7	2,8	0,6	5,3	-4,6	-0,8	-42,9	-5,8	4,7
mei	4,9	7,6	7,2	-3,9	3,0	0,7	5,2	-2,4	-0,3	-28,2	-3,4	4,8
juni	4,8	7,7	7,2	-6,2	3,0	-0,1	5,0	1,1	-1,0	-39,6	-4,7	4,5
juli ^(p)	5,0	8,3	7,8	-5,5	3,0	0,1	5,5	10,7	1,9	-40,5	-1,2	5,2

Bron: ECB.

1) De gegevens hebben betrekking op de veranderende samenstelling van het eurogebied.

5 Geld en krediet

5.2 Deposito's in M3¹⁾

(EUR miljard en groepercentages op jaarbasis; voor seizoen gecorrigeerd; uitstaande bedragen en groepercentages per einde periode; transacties gedurende periode)

	Niet-financiële ondernemingen ²⁾					Huishoudens ³⁾					Financiële ondernemingen anders dan verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen ²⁾	Verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen	Overige overheid ⁴⁾
	Totaal	Giraal	Met vaste looptijd tot en met twee jaar	Met opzegtermijn tot en met drie maanden	Repo's	Totaal	Overnights	Met vaste looptijd tot en met twee jaar	Met opzegtermijn tot en met drie maanden	Repo's			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Uitstaande bedragen													
2016	2 093,2	1 630,3	295,1	159,6	8,2	6 055,5	3 402,3	644,9	2 006,3	2,1	972,0	199,5	383,8
2017	2 239,0	1 795,5	285,7	148,8	9,1	6 315,2	3 700,7	562,0	2 051,9	0,7	998,6	204,4	412,6
2018	2 336,5	1 900,3	280,8	147,5	7,8	6 643,0	4 034,7	517,3	2 089,8	1,2	1 004,6	200,2	431,2
2018 III	2 309,7	1 886,3	267,9	148,7	6,8	6 545,8	3 946,3	524,6	2 073,8	1,1	986,4	212,2	438,3
IV	2 336,5	1 900,3	280,8	147,5	7,8	6 643,0	4 034,7	517,3	2 089,8	1,2	1 004,6	200,2	431,2
2019 I	2 383,9	1 960,5	269,6	147,9	5,9	6 753,9	4 126,3	515,0	2 111,2	1,3	977,7	213,2	462,3
II	2 407,2	1 985,8	263,8	150,2	7,4	6 844,1	4 203,9	510,3	2 128,0	1,9	1 012,3	217,4	462,3
2019 febr.	2 347,9	1 919,0	275,8	147,0	6,1	6 723,4	4 103,0	516,8	2 102,0	1,5	965,2	206,0	452,1
maart	2 383,9	1 960,5	269,6	147,9	5,9	6 753,9	4 126,3	515,0	2 111,2	1,3	977,7	213,2	462,3
april	2 390,9	1 963,1	271,7	148,8	7,2	6 789,7	4 156,2	513,5	2 118,3	1,7	983,4	211,7	459,0
mei	2 401,7	1 977,0	268,5	149,2	7,0	6 828,6	4 188,3	512,7	2 126,1	1,6	990,2	216,7	458,7
juni	2 407,2	1 985,8	263,8	150,2	7,4	6 844,1	4 203,9	510,3	2 128,0	1,9	1 012,3	217,4	462,3
juli ^(p)	2 438,0	2 018,0	263,2	150,4	6,4	6 898,1	4 253,7	508,8	2 133,4	2,1	1 003,2	220,9	453,6
Transacties													
2016	131,8	156,6	-25,2	0,3	0,1	300,7	334,2	-46,5	13,9	-0,9	24,1	-28,4	19,1
2017	179,8	182,7	-3,1	-0,8	1,0	254,1	303,6	-81,6	33,5	-1,3	55,4	6,3	26,9
2018	93,6	103,0	-6,9	-1,1	-1,4	327,1	325,8	-45,1	45,9	0,5	-1,9	-4,8	17,8
2018 III	25,9	35,4	-9,9	0,6	-0,2	76,0	75,5	-10,7	11,3	0,0	-29,2	-8,0	11,4
IV	27,3	14,2	13,0	-0,7	0,9	96,6	88,3	-7,5	15,7	0,1	17,2	-12,4	-6,8
2019 I	50,1	61,9	-11,4	0,8	-1,2	109,7	90,9	-2,7	21,4	0,1	-31,8	12,4	30,5
II	26,8	28,1	-5,4	2,6	1,5	90,2	78,1	-4,8	16,3	0,6	34,9	4,5	-0,3
2019 febr.	22,6	19,6	4,4	-0,3	-1,0	44,9	38,8	-0,5	6,8	-0,1	-14,5	2,1	13,7
maart	34,0	40,0	-6,6	0,8	-0,2	29,7	22,8	-2,1	9,2	-0,3	9,8	7,0	10,0
april	7,0	2,7	2,1	1,0	1,3	35,1	29,8	-2,0	6,9	0,4	6,4	-1,6	-3,3
mei	11,8	15,0	-3,3	0,3	-0,2	38,8	32,0	-0,9	7,7	-0,1	4,7	5,0	-0,3
juni	8,1	10,5	-4,1	1,3	0,4	16,3	16,3	-1,9	1,7	0,3	23,8	1,0	3,3
juli ^(p)	30,2	31,1	0,1	0,0	-1,0	53,6	49,6	-1,8	5,4	0,3	-12,8	3,3	-8,7
Groeipercentages													
2016	6,8	10,4	-7,9	0,3	1,4	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,3	2,5	-12,5	5,2
2017	8,6	11,2	-1,1	-0,5	12,5	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,5	5,8	3,2	7,0
2018	4,2	5,7	-2,5	-0,7	-16,0	5,2	8,8	-8,0	2,2	65,1	-0,2	-2,3	4,3
2018 III	4,8	7,0	-6,8	0,3	27,4	4,5	8,4	-10,0	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,8
IV	4,2	5,7	-2,5	-0,7	-16,0	5,2	8,8	-8,0	2,2	65,1	-0,2	-2,3	4,3
2019 I	5,9	7,7	-2,7	0,2	-17,5	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,4	0,4	10,8
II	5,7	7,6	-4,9	2,3	12,4	5,8	8,6	-4,8	3,1	73,3	-0,9	-1,7	8,1
2019 febr.	4,4	6,0	-2,8	-0,1	-25,7	5,6	8,9	-6,1	2,5	-13,6	-3,7	-1,3	8,4
maart	5,9	7,7	-2,7	0,2	-17,5	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,4	0,4	10,8
april	5,8	7,1	-0,6	1,6	0,1	5,8	8,9	-5,2	2,9	1,5	0,1	-0,5	9,2
mei	5,5	6,8	-1,3	1,4	8,9	6,0	8,9	-4,7	3,2	20,2	-0,7	0,3	8,8
juni	5,7	7,6	-4,9	2,3	12,4	5,8	8,6	-4,8	3,1	73,3	-0,9	-1,7	8,1
juli ^(p)	7,0	8,8	-3,0	2,4	-8,1	6,1	9,2	-4,6	3,1	15,9	-0,2	1,5	6,2

Bron: ECB.

- De gegevens hebben betrekking op de veranderende samenstelling van het eurogebied.
- Overeenkomstig ESR 2010, zijn in december 2014 houdstermaatschappijen van niet-financiële groepen geherclassificeerd van de sector niet-financiële ondernemingen naar de sector financiële ondernemingen. Deze entiteiten worden opgenomen in de statistieken betreffende de MFI-balans onder financiële ondernemingen anders dan MFI's en verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen.
- Met inbegrip van instellingen zonder winstoogmerk ten behoeve van huishoudens.
- Heeft betrekking op de sector overheid met uitzondering van de centrale overheid.

5 Geld en krediet

5.3 Kredietverlening aan ingezetenen van het eurogebied¹⁾

(EUR miljard en groeipercentages op jaarbasis; voor seizoen gecorrigeerd; uitstaande bedragen en groeipercentages per einde periode; transacties gedurende periode)

	Kredietverlening aan de overheid			Kredietverlening aan overige ingezetenen van het eurogebied								
	Totaal	Leningen	Schuld- bewijzen	Totaal	Leningen					Schuld- bewijzen	Aandelen en aandelen van niet- geldmarkt- fondsen/ beleggings- fondsen	
					Totaal	Gecorri- geerde leningen ²⁾	Aan niet- financiële onder- nemingen ³⁾	Aan huis- houdens ⁴⁾	Aan financiële ondernemingen anders dan MFI's en verzekeringsins- tellingen en pen- sioenfondsen ³⁾			Aan verzekerings- instellingen en pensioen- fondsen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Uitstaande bedragen												
2016	4 389,3	1 084,0	3 292,1	12 881,4	10 711,1	10 982,1	4 311,4	5 449,3	836,7	113,5	1 387,4	782,9
2017	4 625,9	1 033,3	3 578,7	13 116,4	10 874,1	11 167,4	4 325,4	5 600,0	839,1	109,6	1 442,4	799,8
2018	4 687,0	1 007,4	3 668,2	13 418,1	11 127,0	11 484,9	4 408,8	5 741,5	848,8	127,9	1 520,0	771,0
2018 III	4 627,4	1 003,5	3 609,9	13 363,1	11 064,5	11 394,1	4 396,2	5 702,0	841,9	124,4	1 513,8	784,8
IV	4 687,0	1 007,4	3 668,2	13 418,1	11 127,0	11 484,9	4 408,8	5 741,5	848,8	127,9	1 520,0	771,0
2019 I	4 662,8	1 001,3	3 650,1	13 527,0	11 196,3	11 548,1	4 422,3	5 788,2	854,4	131,4	1 527,4	803,4
II	4 633,4	1 000,7	3 621,0	13 642,4	11 293,8	11 668,4	4 461,7	5 825,7	874,9	131,4	1 546,6	802,0
2019 febr.	4 684,7	1 000,8	3 672,0	13 502,5	11 179,4	11 527,1	4 425,2	5 770,5	857,4	126,3	1 533,1	789,9
maart	4 662,8	1 001,3	3 650,1	13 527,0	11 196,3	11 548,1	4 422,3	5 788,2	854,4	131,4	1 527,4	803,4
april	4 639,6	998,2	3 630,0	13 570,4	11 234,0	11 591,2	4 443,8	5 800,5	864,1	125,7	1 523,3	813,1
mei	4 632,4	1 004,3	3 616,4	13 592,9	11 257,4	11 623,7	4 463,9	5 807,5	862,8	123,2	1 533,9	801,6
juni	4 633,4	1 000,7	3 621,0	13 642,4	11 293,8	11 668,4	4 461,7	5 825,7	874,9	131,4	1 546,6	802,0
juli ^(p)	4 673,6	1 000,6	3 661,4	13 680,0	11 338,8	11 710,6	4 486,4	5 842,7	876,1	133,7	1 534,2	807,0
Transacties												
2016	485,9	-34,5	520,3	319,6	235,8	259,9	82,5	121,1	43,2	-11,0	80,3	3,6
2017	289,7	-43,2	332,3	362,7	274,8	315,6	82,7	173,7	22,0	-3,5	64,3	23,6
2018	92,5	-28,3	120,8	372,6	304,7	378,4	124,0	166,2	-3,6	18,1	89,4	-21,4
2018 III	48,0	-16,2	64,5	105,3	91,0	88,0	48,7	49,9	-12,1	4,5	18,6	-4,2
IV	40,8	4,0	36,8	66,0	60,1	92,6	16,5	42,0	-1,8	3,4	13,6	-7,7
2019 I	-41,0	-6,8	-34,2	107,5	83,1	78,7	25,2	50,1	6,0	1,8	-1,7	26,1
II	-56,9	-1,4	-55,8	126,4	113,8	134,4	53,8	38,7	24,2	-2,8	17,5	-4,9
2019 febr.	10,9	-4,8	15,3	46,4	25,0	32,2	17,6	12,9	-4,1	-1,4	7,1	14,3
maart	-38,8	0,4	-38,7	26,2	23,1	27,7	3,2	18,8	-2,4	3,5	-8,7	11,8
april	-22,2	-3,2	-19,0	40,5	41,7	46,6	26,1	12,6	8,6	-5,7	-6,3	5,2
mei	-8,3	5,9	-14,5	34,0	25,6	33,7	21,9	7,6	-1,5	-2,5	13,9	-5,5
juni	-26,4	-4,1	-22,3	52,0	46,6	54,0	5,8	18,4	17,1	5,3	10,0	-4,6
juli ^(p)	14,8	-0,2	15,0	34,7	45,0	43,0	25,9	17,1	-0,1	2,2	-14,2	3,9
Groeipercentages												
2016	12,4	-3,1	18,7	2,5	2,3	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,1	0,5
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,7	-3,1	4,6	3,0
2018	2,0	-2,7	3,4	2,8	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2018 III	3,1	-4,4	5,3	3,0	3,0	3,4	3,2	3,1	-0,3	11,7	5,9	-1,1
IV	2,0	-2,7	3,4	2,8	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2019 I	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,2	2,5	3,1	-1,3	14,8	4,1	1,9
II	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,8	3,2	1,2
2019 febr.	2,5	-2,6	4,0	2,8	2,7	3,3	2,6	3,2	-1,4	10,6	5,3	-0,3
maart	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,2	2,5	3,1	-1,3	14,8	4,1	1,9
april	1,3	-2,7	2,5	2,7	2,8	3,4	2,8	3,2	0,6	5,4	2,6	1,2
mei	0,6	-2,2	1,5	2,6	2,7	3,3	2,7	3,1	-0,4	1,6	3,1	0,5
juni	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,8	3,2	1,2
juli ^(p)	-0,5	-1,4	-0,2	2,9	3,2	3,6	3,3	3,2	2,5	7,1	1,2	1,8

Bron: ECB.

1) De gegevens hebben betrekking op de veranderende samenstelling van het eurogebied.

2) Gecorrigeerd voor verkopen van leningen en securitisaties (resultierend in het niet langer opnemen op de statistische balans van de sector MFI's) alsmede voor posities die voortkomen uit door MFI's verstrekte notional cash-poolingdiensten.

3) Overeenkomstig ESR 2010, zijn in december 2014 houdstermaatschappijen van niet-financiële groepen geherclassificeerd van de sector niet-financiële ondernemingen naar de sector financiële ondernemingen. Deze entiteiten worden opgenomen in de statistieken betreffende de MFI-balans onder financiële ondernemingen anders dan MFI's en verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen.

4) Met inbegrip van instellingen zonder winstoogmerk ten behoeve van huishoudens.

5 Geld en krediet

5.4 Door MFI's verstrekte leningen aan niet-financiële ondernemingen en huishoudens in het eurogebied¹⁾

(EUR miljard en groeipercentages op jaarbasis; voor seizoen gecorrigeerd; uitstaande bedragen en groeipercentages per einde periode; transacties gedurende periode)

	Niet-financiële ondernemingen ²⁾				Huishoudens ³⁾					
	Totaal	Tot en met	Meer dan	Meer dan	Totaal	Consump-	Woning-	Overige		
	Gecorrigeerde leningen ⁴⁾	één jaar	één jaar en tot en met vijf jaar	vijf jaar	Gecorrigeerde leningen ⁴⁾	tief krediet	hypotheken	leningen		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Uitstaande bedragen										
2016	4 311,4	4 309,1	1 013,3	795,7	2 502,4	5 449,3	5 728,7	615,9	4 084,1	749,3
2017	4 325,4	4 360,1	987,3	820,2	2 517,9	5 600,0	5 866,6	654,4	4 217,0	728,6
2018	4 408,8	4 494,3	995,7	844,3	2 568,7	5 741,5	6 023,3	683,5	4 353,9	704,1
2018 III	4 396,2	4 459,8	999,7	836,2	2 560,4	5 702,0	5 979,1	678,6	4 311,7	711,7
IV	4 408,8	4 494,3	995,7	844,3	2 568,7	5 741,5	6 023,3	683,5	4 353,9	704,1
2019 I	4 422,3	4 508,9	979,9	852,0	2 590,4	5 788,2	6 065,7	694,4	4 391,6	702,2
II	4 461,7	4 555,9	978,6	867,7	2 615,5	5 825,7	6 112,2	707,6	4 421,3	696,8
2019 febr.	4 425,2	4 506,1	980,1	851,5	2 593,7	5 770,5	6 051,7	690,8	4 375,6	704,0
maart	4 422,3	4 508,9	979,9	852,0	2 590,4	5 788,2	6 065,7	694,4	4 391,6	702,2
april	4 443,8	4 528,0	984,9	858,9	2 600,0	5 800,5	6 083,2	695,7	4 405,3	699,5
mei	4 463,9	4 546,6	982,4	865,7	2 615,9	5 807,5	6 098,7	701,0	4 409,5	697,0
juni	4 461,7	4 555,9	978,6	867,7	2 615,5	5 825,7	6 112,2	707,6	4 421,3	696,8
juli ^(p)	4 486,4	4 575,9	987,1	874,7	2 624,6	5 842,7	6 133,0	710,8	4 437,0	694,9
Transacties										
2016	82,5	100,4	-14,7	43,2	54,0	121,1	113,8	24,1	105,4	-8,4
2017	82,7	131,7	-0,3	38,0	45,0	173,7	165,5	45,1	134,3	-5,8
2018	124,0	176,1	19,6	33,5	70,8	166,2	188,6	39,6	136,4	-9,8
2018 III	48,7	47,8	16,4	9,7	22,6	49,9	48,6	10,3	40,5	-0,9
IV	16,5	40,9	-2,3	7,4	11,3	42,0	50,8	7,7	39,2	-4,9
2019 I	25,2	23,7	-14,3	10,3	29,2	50,1	49,0	11,7	38,7	-0,3
II	53,8	58,4	2,6	18,6	32,7	38,7	48,6	13,1	27,3	-1,7
2019 febr.	17,6	17,3	0,7	5,3	11,6	12,9	17,5	3,3	9,1	0,5
maart	3,2	8,3	-0,8	2,2	1,9	18,8	16,1	3,9	15,8	-0,9
april	26,1	23,7	6,4	7,2	12,6	12,6	17,4	2,8	10,2	-0,4
mei	21,9	18,8	-2,4	7,0	17,4	7,6	16,9	5,6	4,2	-2,2
juni	5,8	15,8	-1,4	4,4	2,8	18,4	14,3	4,7	12,8	0,8
juli ^(p)	25,9	21,8	8,3	7,3	10,3	17,1	20,9	3,3	15,5	-1,7
Groeipercentages										
2016	1,9	2,4	-1,4	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	1,9	3,1	0,0	4,8	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	2,0	4,1	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2018 III	3,2	4,3	3,3	4,6	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,9
IV	2,9	4,1	2,0	4,1	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2019 I	2,5	3,7	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,1	3,5	-1,5
II	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,4	3,4	-1,1
2019 febr.	2,6	3,8	0,1	4,5	3,0	3,2	3,3	6,0	3,5	-1,2
maart	2,5	3,7	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,1	3,5	-1,5
april	2,8	3,9	-0,9	5,3	3,4	3,2	3,3	5,8	3,5	-1,3
mei	2,7	3,8	-1,6	5,5	3,5	3,1	3,3	6,1	3,4	-1,6
juni	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,4	3,4	-1,1
juli ^(p)	3,3	3,9	-0,2	5,7	3,9	3,2	3,4	6,2	3,5	-1,2

Bron: ECB.

1) De gegevens hebben betrekking op de veranderende samenstelling van het eurogebied.

2) Overeenkomstig ESR 2010, zijn in december 2014 houdstermaatschappijen van niet-financiële groepen geherclassificeerd van de sector niet-financiële ondernemingen naar de sector financiële ondernemingen. Deze entiteiten worden opgenomen in de statistieken betreffende de MFI-balans onder financiële ondernemingen anders dan MFI's en verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen.

3) Met inbegrip van instellingen zonder winstoogmerk ten behoeve van huishoudens.

4) Gecorrigeerd voor verkopen van leningen en securitisaties (resultierend in het niet langer opnemen op de statistische balans van de sector MFI's) alsmede voor posities die voortkomen uit door MFI's verstrekte notional cash-poolingdiensten.

5 Geld en krediet

5.5 Tegenposten van M3 anders dan krediet aan ingezetenen van het eurogebied¹⁾

(EUR miljard en groeipercentages op jaarbasis; voor seizoen gecorrigeerd; uitstaande bedragen en groeipercentages per einde periode; transacties gedurende periode)

	MFI-verplichtingen						MFI-activa			
	Aan- houdingen overheid ²⁾	Langlopende financiële verplichtingen t.o.v. overige ingezetenen van het eurogebied					Netto externe activa	Overige		
		Totaal	Deposito's met vaste looptijd van meer dan twee jaar	Deposito's met opzeg- termijn van meer dan drie maanden	Schuld- bewijzen met looptijd van meer dan twee jaar	Kapitaal en reserves		Totaal		
								Repo's met centrale tegen- partijen ³⁾	Repo's met wederinkoop met centrale tegenpartijen ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Uitstaande bedragen										
2016	307,7	6 955,9	2 089,5	70,9	2 145,9	2 649,6	1 124,8	257,0	205,9	121,6
2017	343,9	6 768,4	1 968,3	59,7	2 014,1	2 726,2	935,5	299,8	143,5	92,5
2018	378,9	6 808,8	1 941,4	56,0	2 090,6	2 720,8	1 028,6	428,5	187,0	194,9
2018 III	403,7	6 693,6	1 934,8	56,9	2 048,5	2 653,5	881,1	424,5	177,3	183,0
IV	378,9	6 808,8	1 941,4	56,0	2 090,6	2 720,8	1 028,6	428,5	187,0	194,9
2019 I	367,4	6 903,1	1 937,7	55,6	2 144,8	2 764,9	1 174,3	418,6	199,0	212,3
II	366,6	6 980,2	1 955,8	57,6	2 132,3	2 834,6	1 315,2	434,7	191,5	207,8
2019 febr.	409,0	6 875,6	1 936,6	55,6	2 140,6	2 742,7	1 110,1	417,2	198,1	210,5
maart	367,4	6 903,1	1 937,7	55,6	2 144,8	2 764,9	1 174,3	418,6	199,0	212,3
april	362,2	6 892,0	1 934,7	56,0	2 129,7	2 771,5	1 196,5	417,9	216,8	232,2
mei	361,8	6 905,8	1 932,2	56,5	2 130,3	2 786,8	1 271,1	410,5	212,8	229,2
juni	366,6	6 980,2	1 955,8	57,6	2 132,3	2 834,6	1 315,2	434,7	191,5	207,8
juli ^(p)	370,5	7 015,8	1 927,8	58,1	2 148,5	2 881,5	1 399,7	401,2	206,5	224,1
Transacties										
2016	22,0	-122,9	-71,3	-8,6	-118,7	75,7	-278,3	-90,2	12,8	-12,0
2017	39,1	-74,9	-83,7	-6,6	-72,0	87,4	-92,5	-66,2	-61,2	-28,5
2018	39,0	45,1	-37,8	-4,9	17,0	70,8	64,6	45,2	21,8	24,2
2018 III	76,4	29,8	-16,2	-1,5	19,2	28,4	38,9	-11,3	3,2	-0,8
IV	-24,1	16,4	-0,5	-0,9	3,4	14,4	34,7	21,8	9,7	11,9
2019 I	-11,4	50,8	-10,7	-0,3	44,7	17,1	109,7	-7,1	2,7	5,5
II	-0,7	46,8	20,5	2,0	-1,8	26,2	109,0	39,4	-7,1	-4,5
2019 febr.	31,5	21,3	-3,3	0,0	26,3	-1,8	42,7	19,1	-0,9	2,1
maart	-41,4	8,4	-1,5	0,0	-1,4	11,3	48,0	7,6	-8,4	-10,2
april	-5,2	-5,4	-2,6	0,3	-14,0	10,9	26,5	2,5	17,8	19,8
mei	-0,4	5,2	-1,8	0,6	-0,9	7,2	58,9	-13,5	-4,1	-2,9
juni	4,8	47,1	24,8	1,1	13,1	8,1	23,6	50,4	-20,8	-21,4
juli ^(p)	3,9	-3,5	-29,1	0,4	10,0	15,3	59,0	-24,9	14,9	16,3
Groeipercentages										
2016	7,8	-1,7	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,7	-3,4	3,3	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,3	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,7	-	-	11,0	2,2
2018 III	14,3	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	-	-	7,5	3,9
IV	11,3	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,7	-	-	11,0	2,2
2019 I	8,8	1,3	-1,6	-6,4	2,5	2,7	-	-	18,9	12,7
II	12,0	2,1	-0,4	-1,3	3,2	3,2	-	-	5,1	6,7
2019 febr.	19,7	1,4	-1,8	-7,1	2,9	2,8	-	-	35,9	27,9
maart	8,8	1,3	-1,6	-6,4	2,5	2,7	-	-	18,9	12,7
april	4,6	1,1	-1,9	-5,4	2,2	2,6	-	-	40,6	44,3
mei	8,7	1,3	-1,6	-3,8	2,4	2,8	-	-	14,4	15,9
juni	12,0	2,1	-0,4	-1,3	3,2	3,2	-	-	5,1	6,7
juli ^(p)	5,5	1,9	-1,9	0,5	3,8	3,4	-	-	7,1	9,9

Bron: ECB.

1) De gegevens hebben betrekking op de veranderende samenstelling van het eurogebied.

2) Omvat door overheden aangehouden deposito's bij de MFI-sector en effecten uitgegeven door de MFI-sector.

3) Niet voor seizoen gecorrigeerd.

6 Begrotingsontwikkelingen

6.1 Tekort/overschot

(in procenten bbp; stromen gedurende een periode van één jaar)

	Tekort (-)/overschot (+)					PM: Primair tekort (-)/ overschot (+)
	Totaal	Centrale overheid	Deelstaatoverheid	Lagere overheid	Wettelijke sociale zekerheidsinstellingen	
	1	2	3	4	5	6
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,6	-1,7	-0,1	0,2	0,1	0,6
2017	-1,0	-1,3	0,0	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,1	0,1	0,2	0,3	1,3
2018 II	-0,5	.	.	.	.	1,4
III	-0,4	.	.	.	.	1,4
IV	-0,5	.	.	.	.	1,3
2019 I	-0,7	.	.	.	.	1,1

Bronnen: ECB voor jaargegevens; Eurostat voor kwartaalgegevens.

6.2 Ontvangsten en uitgaven

(in procenten bbp; stromen gedurende een periode van één jaar)

	Ontvangsten					Kapitaal- ontvangsten	Uitgaven					Kapitaal- uitgaven	
	Totaal	Lopende ontvangsten			Kapitaal- ontvangsten		Totaal	Lopende Uitgaven					Kapitaal- uitgaven
		Directe belastingen	Indirecte belastingen	Netto sociale verzekerings- premies				Loonsom werknemers	Intermediaire consumptie	Rente	Sociale uitkeringen		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015	46,2	45,7	12,5	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9
2016	46,0	45,5	12,5	12,9	15,2	0,5	47,5	44,0	9,9	5,2	2,1	22,7	3,6
2017	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,2	2,0	22,4	3,8
2018	46,3	45,9	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7
2018 II	46,2	45,8	12,9	12,9	15,2	0,4	46,7	43,0	9,8	5,2	1,9	22,3	3,7
III	46,2	45,8	12,9	13,0	15,2	0,4	46,7	43,0	9,8	5,2	1,9	22,3	3,6
IV	46,3	45,9	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7
2019 I	46,2	45,7	12,9	13,0	15,1	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7

Bronnen: ECB voor jaargegevens; Eurostat voor kwartaalgegevens.

6.3 Schuld/bbp-ratio

(in procenten bbp; uitstaande bedragen per einde periode)

	Totaal	Financieel instrument			Houder			Oorspronkelijke looptijd		Resterende looptijd			Valuta	
		Chartaal geld en deposi- to's	Leningen	Schuld- bewijzen	Ingezet crediteuren	Niet- ingezet crediteuren		Tot en met één jaar	Meer dan één jaar	Tot en met één jaar	Meer dan één jaar en tot en met vijf jaar	Meer dan vijf jaar	Euro of deel- nemende valuta's	Overige valuta's
						MFI's								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2015	90,1	2,8	16,4	70,9	44,3	27,5	45,7	9,1	81,0	17,5	31,3	41,3	88,0	2,1
2016	89,2	2,7	15,6	70,9	46,8	30,7	42,5	8,8	80,5	17,2	29,8	42,2	87,2	2,1
2017	87,1	2,6	14,5	70,0	47,6	32,1	39,5	8,0	79,0	15,8	28,9	42,3	85,2	1,8
2018	85,1	2,6	13,7	68,9	47,3	32,3	37,8	7,5	77,7	15,6	28,2	41,3	83,7	1,5
2018 II	86,6	2,6	14,0	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III	86,4	2,6	13,8	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV	85,1	2,6	13,7	68,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 I	85,9	2,6	13,6	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Bronnen: ECB voor jaargegevens; Eurostat voor kwartaalgegevens.

6 Begrotingsontwikkelingen

6.4 Jaarlijkse mutatie in de overheidsschuld/bbp-ratio en onderliggende factoren¹⁾

(in procenten bbp; stromen gedurende een periode van één jaar)

	Mutatie in schuld/bbp-ratio ²⁾	Primair tekort (+)/overschot (-)	Tekort/schuld-aanpassing								Ecart rentegroei	PM: Financierings-behoefte
			Totaal	Transacties in de belangrijkste financiële activa				Herwaarderings-effecten en overige veranderingen in volume	Overige			
				Totaal	Chartaal geld en deposito's	Leningen	Schuld-bewijzen			Aandelen en beleggings-fonds aandelen		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,4	-0,8	1,2
2016	-0,8	-0,6	0,1	0,2	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,4	1,6
2017	-2,2	-1,0	-0,1	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,1	0,9
2018	-1,9	-1,3	0,3	0,3	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,9	0,8
2018 II	-2,8	-1,4	-0,2	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,4	-1,3	0,5
III	-2,0	-1,4	0,5	0,7	0,6	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,1	-1,1	1,0
IV	-1,9	-1,3	0,3	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,9	0,8
2019 I	-1,2	-1,1	0,7	0,7	0,6	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,8	1,2

Bronnen: ECB voor jaargegevens; Eurostat voor kwartaalgegevens.

- 1) Intergouvernementele kredietverlening in de context van de financiële crisis wordt geconsolideerd, behalve in kwartaalgegevens betreffende de tekort/schuld-aanpassing.
2) Berekend als het verschil tussen de overheidsschuld/bbp-ratio aan het einde van de periode en die van een jaar daarvoor.

6.5 Overheidsschuldbewijzen¹⁾

(schuldaflossing in procenten bbp; gemiddelde resterende looptijd in jaren; gemiddelde nominale rendementen in procenten per jaar)

	Schuldaflossing verschuldigd binnen één jaar ²⁾					Gemiddelde resterende looptijd ³⁾	Gemiddeld nominaal rendement ⁴⁾						
	Totaal	Hoofdsom		Rente			Uitstaande bedragen				Transacties		
		Looptijden tot en met drie maanden	Looptijden tot en met drie maanden	Looptijden tot en met drie maanden	Looptijden tot en met drie maanden		Totaal	Variabele rente	Nulcoupon	Vaste rente		Uitgifte	Afhlossing
										Looptijden tot en met één jaar			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2018 II	12,5	10,9	3,4	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9
III	12,7	11,1	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9
IV	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019 I	12,7	11,2	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
2019 febr.	12,7	11,2	4,0	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	0,0	2,7	2,4	0,4	0,9
maart	12,7	11,2	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
april	13,1	11,6	3,9	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,1
mei	12,8	11,4	3,4	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
juni	12,8	11,4	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9
juli	13,0	11,5	4,0	1,5	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,0

Bron: ECB.

- 1) Tegen nominale waarde en niet geconsolideerd met de sector overheid.
2) Met uitzondering van toekomstige betalingen op schuldbewijzen die nog niet uitstaan en vroege aflossingen.
3) Resterende looptijd per einde periode.
4) Uitstaande bedragen per einde periode; transacties als twaalfmaands gemiddelde.

6 Begrotingsontwikkelingen

6.6 Begrotingsontwikkelingen in de landen van het eurogebied

(in procenten bbp; stromen gedurende een periode van één jaar en uitstaande bedragen per einde periode)

	België 1	Duitsland 2	Estland 3	Ierland 4	Griekenland 5	Spanje 6	Frankrijk 7	Italië 8	Cyprus 9	
Overheidstekort (-)/overschot (+)										
2015	-2,4	0,8	0,1	-1,9	-5,6	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3	
2016	-2,4	0,9	-0,3	-0,7	0,5	-4,5	-3,5	-2,5	0,3	
2017	-0,8	1,0	-0,4	-0,3	0,7	-3,1	-2,8	-2,4	1,8	
2018	-0,7	1,7	-0,6	0,0	1,1	-2,5	-2,5	-2,1	-4,8	
2018 II	-0,4	1,9	0,1	-0,6	0,8	-2,7	-2,7	-2,0	3,5	
III	-0,3	2,0	0,1	-0,5	0,8	-2,6	-2,5	-2,1	-4,9	
IV	-0,7	1,7	-0,6	0,0	1,1	-2,5	-2,5	-2,1	-4,8	
2019 I	-1,0	1,7	-0,7	0,0	0,4	-2,4	-3,2	-2,1	-4,2	
Overheidsschuld										
2015	106,4	71,6	9,9	76,8	175,9	99,3	95,6	131,6	108,0	
2016	106,1	68,5	9,2	73,5	178,5	99,0	98,0	131,4	105,5	
2017	103,4	64,5	9,2	68,5	176,2	98,1	98,4	131,4	95,8	
2018	102,0	60,9	8,4	64,8	181,1	97,1	98,4	132,2	102,5	
2018 II	105,9	62,2	8,7	68,4	177,5	98,2	99,0	133,5	102,9	
III	105,4	61,8	8,5	67,4	182,3	98,3	99,4	133,5	110,1	
IV	102,0	60,9	8,4	63,6	181,1	97,1	98,4	132,2	102,5	
2019 I	105,1	61,0	8,1	65,6	181,9	98,7	99,7	134,0	105,0	
	Lettland 10	Litouwen 11	Luxemburg 12	Malta 13	Nederland 14	Oostenrijk 15	Portugal 16	Slovenië 17	Slowakije 18	Finland 19
Overheidstekort (-)/overschot (+)										
2015	-1,4	-0,3	1,4	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,6	-2,8
2016	0,1	0,2	1,9	0,9	0,0	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017	-0,6	0,5	1,4	3,4	1,2	-0,8	-3,0	0,0	-0,8	-0,8
2018	-1,0	0,7	2,4	2,0	1,5	0,1	-0,5	0,7	-0,7	-0,7
2018 II	-0,2	0,7	1,7	3,8	1,8	0,1	-1,1	0,5	-0,6	-1,0
III	-0,5	0,6	2,1	3,4	2,0	0,2	-0,2	0,5	-0,5	-0,7
IV	-1,0	0,7	2,4	2,0	1,5	0,1	-0,5	0,7	-0,7	-0,8
2019 I	-0,9	0,2	2,8	1,9	1,8	-0,2	-0,1	0,6	-0,7	-0,8
Overheidsschuld										
2015	36,8	42,6	22,2	57,9	64,6	84,7	128,8	82,6	52,2	63,4
2016	40,3	40,0	20,7	55,5	61,9	83,0	129,2	78,7	51,8	63,0
2017	40,0	39,4	23,0	50,2	57,0	78,2	124,8	74,1	50,9	61,3
2018	35,9	34,2	21,4	46,0	52,4	73,8	121,5	70,1	48,9	58,9
2018 II	36,9	35,0	22,1	49,0	53,9	76,3	124,9	72,6	51,9	60,0
III	37,0	35,0	21,7	46,0	52,9	75,4	124,8	71,1	51,5	59,4
IV	35,9	34,2	21,4	46,0	52,4	73,8	121,5	70,1	48,9	59,5
2019 I	37,2	34,1	21,3	46,6	50,9	72,7	123,0	67,9	48,9	59,3

Bron: Eurostat.

© **Europese Centrale Bank, 2019**

Postadres 60640 Frankfurt am Main, Duitsland
Telefoon +49 69 1344 0
Website www.ecb.europa.eu

Alle rechten voorbehouden. Reproductie voor educatieve en niet-commerciële doeleinden is toegestaan op voorwaarde dat de bron wordt vermeld.

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

De statistieken in deze uitgave zijn afgesloten op 11 september 2019.

Zie voor specifieke terminologie de [Lijst van termen](#).

ISSN 2363-3522 EU-catalogusnummer QB-BP-19-006-NL-N