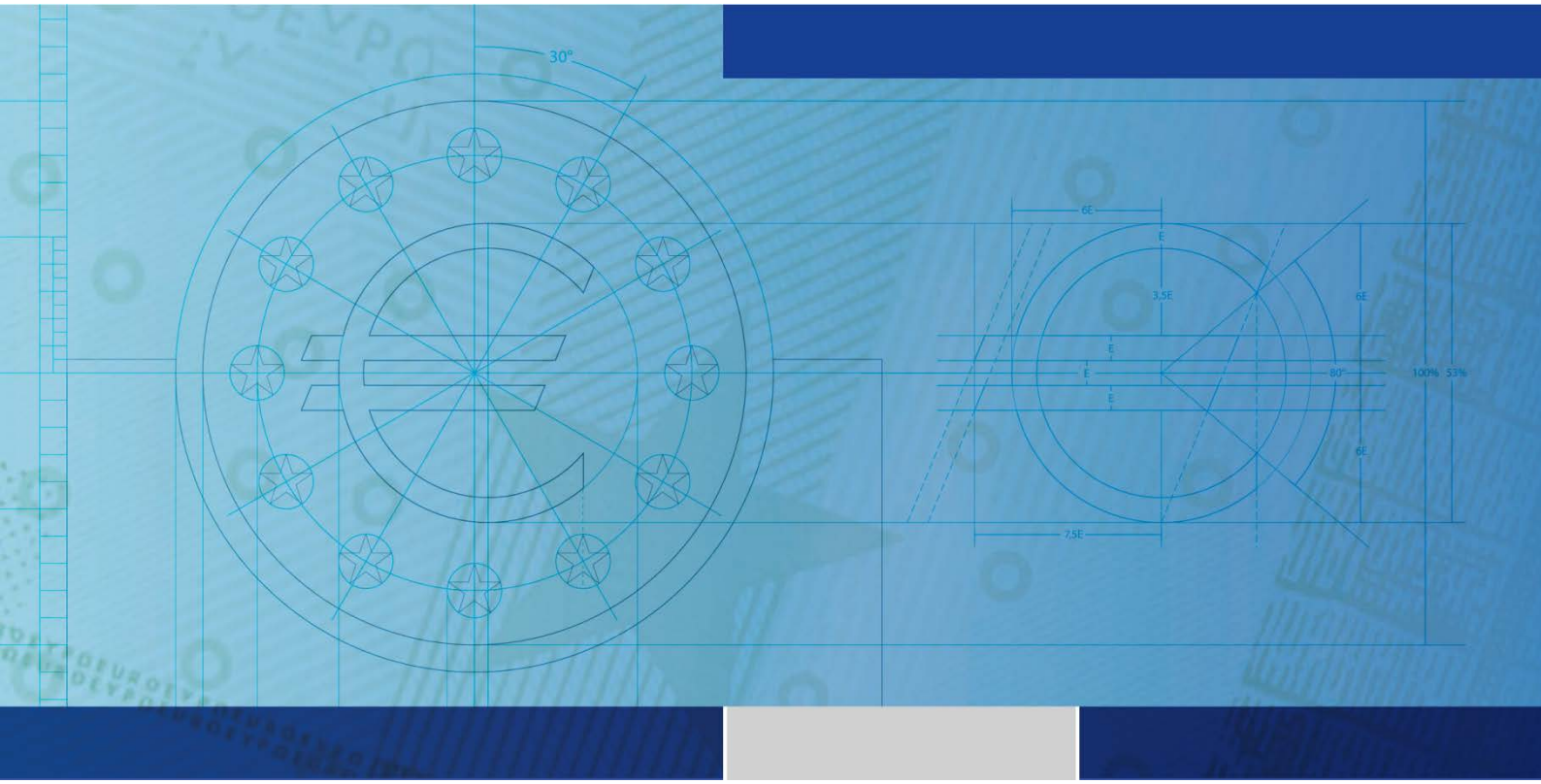
EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM

# Jaarverslag

2015



# Inhoudsopgave


**Voorwoord** 4

**De economie van het eurogebied, het monetair beleid van de ECB en de Europese financiële sector in 2015** 7

1 De economie van het eurogebied: lage inflatie en lage rente 7

1.1 Mondiaal macro-economisch klimaat 7

**Kader 1** Financiële spanningen in opkomende markteconomieën 13

1.2 Financiële ontwikkelingen 15

**Kader 2** Waarom zijn de rentetarieven zo laag? 19

**Kader 3** Welke gevolgen hebben de lage rentetarieven voor banken en spaarders? 22

1.3 Economische bedrijvigheid 24

**Kader 4** De rol van de particuliere consumptie in het economisch herstel 26

1.4 Prijs- en kostenontwikkelingen 29

**Kader 5** Ontwikkelingen in onderliggende inflatie 32

1.5 Geld- en kredietontwikkelingen 34

1.6 Begrotingsbeleid en structurele hervormingen 37

2 Het monetair beleid in moeilijke tijden 43

2.1 Verontrustende inflatievooruitzichten vereisten nieuw resoluut optreden van de ECB 43

**Kader 6** De transmissie van de monetairbeleidsmaatregelen naar de financiële markten en de reële economie 47

2.2 Het programma voor de aankoop van activa en de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties werden in 2015 vlot uitgevoerd 52

**Kader 7** Deelname aan herfinancieringstransacties 59

**Kader 8** Liquiditeitsverschaffing aan het Griekse bankwezen in een periode van verhoogde spanningen 60

3 De Europese financiële sector: spanningen bleven beperkt en er werd vooruitgang geboekt met de bankenunie 62

3.1 Risico's en kwetsbaarheden in het financieel stelsel van het eurogebied 62

**Kader 9** Schaduwbankieren in het eurogebied 66

3.2 De macroprudentiële functie van de ECB 68

3.3 Het GTM – de microprudentiële functie van de ECB 70

3.4 Bijdragen van de ECB aan regelgevende initiatieven 71

3.5 Kapitaalmarktunie 78

**Overige taken en activiteiten** **79**

1 Marktinfrastructuur en betalingsverkeer 79

1.1 De start van T2S en de toekomst van de marktinfrastructuur 80

1.2 De digitalisering van betalingsactiviteiten 81

1.3 Het beheren van risico's van centrale tegenpartijen 82

2 Aan andere instellingen verstrekte financiële diensten 83

2.1 Beheer van krediettransacties 83

2.2 Diensten van het Eurosysteem inzake reservebeheer 84

3 Bankbiljetten en munten 85

3.1 De omloop van bankbiljetten en munten 85

3.2 Vervalste eurobankbiljetten 86

3.3 De tweede serie eurobankbiljetten 87

4 Statistieken 87

4.1 Nieuwe en verbeterde statistieken voor het eurogebied 88

4.2 Overige statistische ontwikkelingen 89

5 Economisch onderzoek 90

5.1 De onderzoeksprioriteiten en onderzoeksclusters bij de ECB 91

5.2 Onderzoeksnetwerken van het Eurosysteem/ESCB 92

5.3 Conferenties en publicaties 94

6 Juridische werkzaamheden en taken 94

6.1 De ECB als partij in gerechtelijke procedures op EU-niveau 94

6.2 Adviezen van de ECB en gevallen van niet-naleving 96

6.3 Juridische ontwikkelingen met betrekking tot het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme: de Administratieve Raad voor Toetsing 98

6.4 Naleving van het verbod op monetaire financiering en bevoorrechte toegang 99

7 Internationale en Europese betrekkingen 101

7.1 Europese betrekkingen 101

7.2 Internationale betrekkingen 103

8 Externe communicatie 106

**Bijlage 1 Institutioneel kader 110**

**Bijlage 2 Comités van het Eurosysteem/ESCB 120**

**Bijlage 3 Organisatorische en humanresourcesontwikkelingen 122**

**Jaarstukken A 1**

**De geconsolideerde balans van het Eurosysteem per 31 december 2015 C 1**

**Statistisch gedeelte S 1**

# Voorwoord

2015 was een jaar van herstel voor de economie van het eurogebied. Het beloop van de inflatie bleef echter van neerwaartse aard. Tegen deze achtergrond was een belangrijk thema voor het eurogebied in 2015 versterking van het vertrouwen. Het vertrouwen onder consumenten om de bestedingen te stimuleren. Het vertrouwen onder bedrijven om meer mensen aan te nemen en te investeren. En het vertrouwen onder banken om meer krediet te verstrekken. Dit was essentieel om het herstel te bevorderen en de terugkeer van de inflatie naar het niveau van onze doelstelling onder maar dicht bij 2% te ondersteunen.

Naarmate het jaar verstreek, zagen wij inderdaad het vertrouwen sterker worden. De binnenlandse vraag verving de externe vraag als de groeimotor dankzij een toenemend consumentenvertrouwen. De kredietdynamiek is in het eurogebied als geheel begonnen te herstellen. De werkgelegenheid is blijven aantrekken. En de angst voor deflatie, die begin 2015 in het eurogebied rondwaarde, is geheel verdwenen.

Zoals wij in het Jaarverslag van dit jaar beschrijven, heeft de ECB op twee manieren aan dit verbeterende klimaat bijgedragen.

De eerste en belangrijkste manier was door middel van onze monetairbeleidsbeslissingen. Wij hebben het hele jaar door vastberaden actie ondernomen om de bedreigingen voor de prijsstabiliteit af te wenden en de verankering van de inflatieverwachtingen te waarborgen. Dit begon in januari, met ons besluit ons programma voor de aankoop van activa ('asset purchase programme' – APP) uit te breiden. Dit ging verder met de verschillende aanpassingen in het programma in de loop van het jaar, zoals de uitbreiding van de lijst emittenten wier waardepapieren in aanmerking komen voor aankoop. En het werd afgerond met onze in december genomen besluiten onze reeds negatieve depositorente verder te verlagen en onze activa-aankopen te herijken.

Deze maatregelen zijn effectief gebleken. De financieringsvoorwaarden zijn aanzienlijk versoepeld, waarbij de bancaire debetrentes in het eurogebied vanaf medio 2014 met rond 80 basispunten zijn gedaald – een doorwerking die gelijk is aan een eenmalige renteverlaging van 100 basispunten in normale tijden. De groei en de inflatie profiteerden ook. Volgens door medewerkers van het Eurosysteem gemaakte beoordelingen zou de inflatie zónder het APP – met inbegrip van het pakket maatregelen van december – in 2015 negatief, en in 2016 meer dan een half procentpunt lager en in 2017 rond een half procentpunt lager geweest zijn. Het APP zal het bbp van het eurogebied in de periode 2015-2018 met rond 1,5 procentpunt doen toenemen.

Wij hebben aan het eind van het jaar ons beleid herijkt ten gevolge van nieuwe tegenwind vanuit de mondiale economie, die de vooruitzichten voor de inflatie neerwaarts deed overhellen. Die tegenwind nam begin 2016 toe en vereiste daarom een verdere uitbreiding van ons beleid. In maart 2016 besloot de Raad van Bestuur

het APP uit te breiden (zowel in omvang als samenstelling, met voor de eerste keer onder andere ook bedrijfsobligaties), de depositorente verder te verlagen, een nieuwe reeks gerichte langerlopende herfinancieringstransacties uit te voeren met krachtige prikkels voor banken om krediet te verstrekken, en de indicaties ten aanzien van het rentebeleid van de Raad te versterken. Deze beslissingen bevestigden nog eens dat de ECB, zelfs wanneer zij wordt geconfronteerd met mondiale desinflatoire krachten, zich niet neerlegt bij buitensporig lage inflatie.

De tweede bijdrage van de ECB aan het vertrouwen in 2015 bestond uit het hoofd bieden aan de bedreigingen voor de integriteit van het eurogebied. Deze betroffen voornamelijk de gebeurtenissen in Griekenland in de eerste helft van het jaar. De onzekerheid omtrent de bereidheid van de nieuwe regering haar macro-economisch aanpassingsbeleid uit te voeren leidde ertoe dat zowel de banken als de overheid de toegang tot de markten kwijtraakten, en dat mensen met tegoeden in toenemende mate hun geld van de bank haalden. Het Eurosysteem bood het Griekse bankstelsel hulp van levensbelang door middel van zijn noodliquiditeitssteun.

De ECB handelde daarbij in volledige onafhankelijkheid en overeenkomstig haar regels. Dat betekende dat wij er enerzijds voor zorgden dat wij de Griekse regering geen monetaire financiering verschaften en dat wij uitsluitend leningen verstrekten aan banken die solvabel waren en beschikten over voldoende onderpand, en dat wij er anderzijds voor zorgdroegen dat beslissingen met verregaande implicaties voor het eurogebied door de juiste bevoegde politieke autoriteiten werden genomen. De benadering die wij daarbij hanteerden viel geheel binnen ons mandaat: deze was indachtig de verantwoordelijkheid voor de gemeenschappelijke munteenheid zoals vervat in het Verdrag, maar wij legden deze verantwoordelijkheid ten uitvoer binnen de beperkingen van onze Statuten.

Hoewel uiteindelijk dankzij de overeenkomst tussen Griekenland en de andere landen van het eurogebied over een derde programma staartrisico's werden vermeden, vestigde deze episode de aandacht op de kwetsbaarheid van het eurogebied en bevestigde deze nog eens dat het nodig is onze Monetaire Unie te voltooien. Daarom heb ik, als een van de zogeheten 'Vijf Presidenten', in juni 2015 bijgedragen aan een rapport dat concrete voorstellen aandraagt voor verdere hervorming van de institutionele architectuur van het eurogebied. Als wij een robuustere unie willen bereiken – en als wij overbelasting van de centrale bank willen vermijden – dienen die voorstellen uiteindelijk in daden te worden omgezet.

In 2015, ten slotte, heeft de ECB tevens het vertrouwen in haar eigen besluitvormingsprocessen versterkt door haar transparantie en governance te verbeteren. In januari zijn wij begonnen met de publicatie van verslagen van onze monetairbeleidsvergaderingen, waardoor de buitenwereld duidelijker inzicht heeft gekregen in onze beraadslagingen. Daarnaast zijn wij begonnen met het publiceren van de beslissingen ten aanzien van noodliquiditeitssteun en de daarmee gepaard gaande bedragen, van gegevens over TARGET2-saldi en de agenda's van de leden van de Directie. In een tijd van onconventioneel monetair beleid zijn deze stappen naar grotere transparantie van essentieel belang om onze volledige verantwoording tegenover het grote publiek te waarborgen.

Onze governance werd eveneens verbeterd door middel van een project dat erop was gericht het functioneren van de ECB te optimaliseren naarmate wij nieuwe taken op ons nemen en ons gesteld zien voor nieuwe uitdagingen. In 2015 zijn wij begonnen met het ten uitvoer leggen van verschillende aanbevelingen die uit dit project naar voren zijn gekomen, met name de benoeming, voor de eerste keer, van een Chief Services Officer ter ondersteuning van de interne organisatie van de bank.

2016 zal een niet minder uitdagend jaar worden voor de ECB. Wij worden geconfronteerd met onzekerheid over de vooruitzichten voor de wereldeconomie. Wij worden geconfronteerd met aanhoudende desinflatoire krachten. En wij worden geconfronteerd met vragen over de richting van Europa en zijn bestendigheid tegen nieuwe schokken. In dit klimaat zal onze committering aan ons mandaat een anker van vertrouwen blijven voor de mensen van Europa.

Frankfurt am Main, april 2016

Mario Draghi
President

# De economie van het eurogebied, het monetair beleid van de ECB en de Europese financiële sector in 2015

## 1 De economie van het eurogebied: lage inflatie en lage rente

### 1.1 Mondiaal macro-economisch klimaat

In 2015 waren er drie ontwikkelingen in het internationale klimaat die een belangrijke invloed hadden op de economie van het eurogebied: toenemende ongelijkheid in economische bedrijvigheid tussen ontwikkelde en opkomende markteconomieën, een historisch zwakke ontwikkeling van de wereldhandel en wereldwijd lage inflatiedruk tegen de achtergrond van steeds verder dalende energieprijzen en aanhoudende overcapaciteit.

#### Mondiale economische groei blijft bescheiden

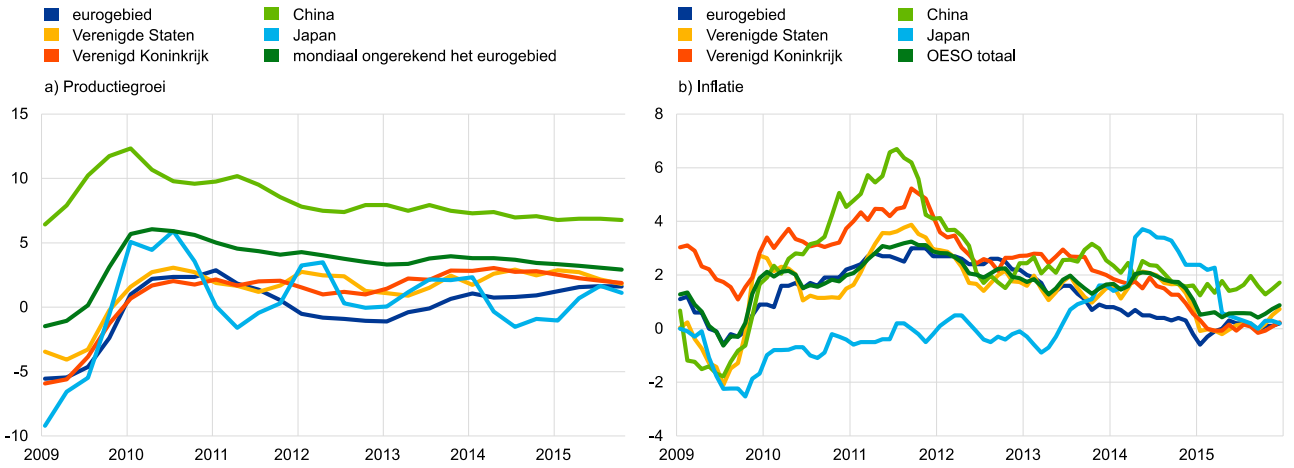
Het geleidelijke herstel van de wereldeconomie zette zich in 2015 voort, hoewel de mondiale economische groei licht afnam ten opzichte van de groei in het voorgaande jaar. De marginale toename van de economische bedrijvigheid in de ontwikkelde economieën werd ruimschoots overvleugeld door de terugval in de opkomende economieën, met grote verschillen tussen landen en regio's. Na de diepe recessies in een aantal opkomende economieën in het eerste halfjaar bleef de mondiale bbp-groei historisch gezien bescheiden (zie Grafiek 1).

De economische bedrijvigheid in de ontwikkelde economieën bleef het afgelopen jaar op peil dankzij soepele financieringsvoorwaarden, aantrekkende arbeidsmarkten, lage olieprijzen en afnemende tegenwind door schuldafbouw in de private sector en begrotingsconsolidatie. De opkomende markteconomieën daarentegen lieten een aanmerkelijk vertraagde economische groei zien als gevolg van verhoogde onzekerheid, structurele belemmeringen (onder meer veroorzaakt door infrastructurele knelpunten, een ongunstig ondernemingsklimaat en een gebrek aan concurrentie op de arbeids- en productmarkten) en verkrappende externe financieringsvoorwaarden. De lagere grondstoffenprijzen zorgden met name in de grondstoffenexporterende economieën voor een scherpe terugval van de groei; in grondstoffenimporterende landen was de groei schokbestendiger. De dalende grondstoffenprijzen hadden over het geheel genomen echter een positief effect op de wereldwijde vraag, aangezien olie-importerende landen meer neigen uit te geven dan olie-exporterende landen. In sommige landen was dit positieve effect op de consumptie overigens minder sterk dan verwacht.

**Grafiek 1**

Voornaamste ontwikkelingen in een aantal landen

(mutaties in % per jaar; kwartaalgegevens; maandgegevens)




Bronnen: Eurostat en nationale gegevens.
Toelichting: De bbp-cijfers zijn seizoengezuiverd. HICP voor het eurogebied en het Verenigd Koninkrijk; CPI voor de Verenigde Staten, China en Japan.

De mondiale financieringsvoorwaarden bleven over het algemeen soepel. De Federal Reserve heeft haar normaliseringsplannen voor het monetair beleid uitgesteld tot eind 2015. De Bank of Japan en de ECB handhaafden hun expansieve monetaire beleid. De Bank of England liet haar monetair beleid ongewijzigd. De volatiliteit en risicoaversie op de financiële markten bleven het grootste deel van het jaar relatief gering. In het derde kwartaal steeg de volatiliteit echter aanzienlijk als gevolg van een scherpe prijscorrectie op de Chinese aandelenmarkten. Hoewel het effect hiervan op de reële economie beperkt bleef, leidden het vooruitzicht van uiteenlopende monetairbeleidsstandpunten in de belangrijkste ontwikkelde economieën en zorgen vanuit de markt over de schokbestendigheid van economische groei in opkomende economieën tot aanzienlijke koersdepreciaties en kapitaaluitvoer in een aantal opkomende markteconomieën, met name in die landen die te kampen hadden met grote interne en externe onevenwichtigheden (zie Kader 1).

## Historisch zwakke ontwikkeling van de wereldhandel

Na drie opeenvolgende jaren van zwakke handelsgroei zakte de wereldwijde import van goederen en diensten in de eerste helft van het jaar nog verder weg, om tegen het einde van het jaar weer geleidelijk vanaf zeer lage niveaus omhoog te klimmen. Het volume van de wereldinvoer groeide in 2015 slechts met 1,7% op jaarbasis, tegen 3,5% in 2014. Net als bij de mondiale bbp-groei waren de opkomende markteconomieën de belangrijkste oorzaak van de zwakke wereldhandel, hoewel ook sommige ontwikkelde economieën tijdelijk een zeer zwakke handelsgroei lieten zien.

De groei van de wereldinvoer ligt al sinds de tweede helft van 2011 onder het langjarig gemiddelde. Hoewel deze ontwikkeling deels is toe te schrijven aan het

matige hersteltempo van de wereldhandel en daarmee tot op zekere hoogte conjunctureel van aard is, is de elasticiteit van de wereldhandel – dat wil zeggen de gevoeligheid van de wereldinvoer voor de ontwikkelingen van het bbp – al vier jaar ongekend zwak. Waar de wereldhandel in de 25 jaar vóór 2007 steeds bijna twee keer zo snel groeide als het mondiale bbp, is dit groeipercentage de afgelopen jaren gedaald tot onder dat van het bbp.

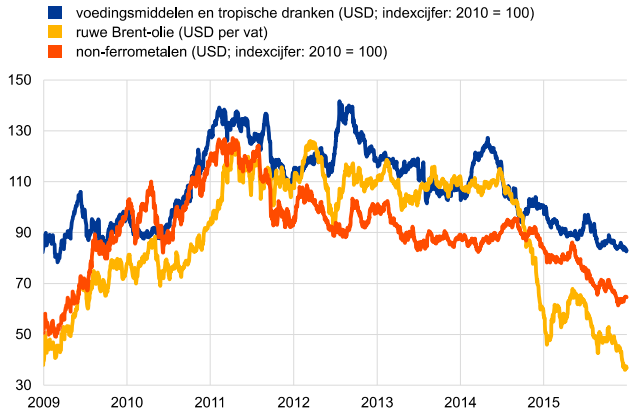
De aanhoudende zwakte van de wereldhandel heeft verschillende oorzaken. Enerzijds zijn er de conjuncturele factoren, waaronder niet alleen het achterblijvende mondiale herstel van economische bedrijvigheid, maar ook de veranderde vraagsamenstelling van het bbp in het licht van de zeer zwakke invoerintensieve vraagcomponenten (zoals investeringen). Anderzijds spelen ook structurele factoren een belangrijke rol, zoals verschuivingen naar sectoren (bijvoorbeeld de dienstensector) en regio's (opkomende markteconomieën, met name China) met lagere onderliggende handelselasticiteit en veranderingen in de samenstelling van wereldwijde waardeketens.

## Lage energieprijzen drukken de wereldinflatie

De scherpe daling van de grondstoffenprijzen, vooral die van energie, in de tweede helft van 2014 hebben in belangrijke mate bijgedragen aan de afname van de totale inflatie in 2015 (zie Grafiek 2). De jaarlijkse inflatie in de OESO-landen daalde van 1,7 % in 2014 tot 0,6% in 2015. De twaalfmaands OESO-kerninflatie (met uitzondering van voedingsmiddelen en energie) nam slechts marginaal af, van 1,8% in 2014 tot 1,7% in 2015 (zie Grafiek 1).

**Grafiek 2**
Grondstoffenprijzen

(daggegevens)




Bronnen: Bloomberg en Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut.

De olieprijzen waren over het geheel genomen laag, maar lieten in 2015 een grote volatiliteit zien. In de periode juni 2014 tot medio januari 2015 daalde de prijs per vat gestaag van USD 112 naar USD 46. Na een tijdelijke opleving, die duurde tot mei 2015, daalden de olieprijzen in de tweede helft van het jaar opnieuw als gevolg van de geheel verzadigde wereldmarkt. De OPEC-landen handhaafden hun zeer hoge productieniveau, terwijl de niet-OPEC-landen hun productie in de tweede helft van het jaar enigszins verminderden. Lagere prijzen en minder investeringen leidden tot een vertraging in de Amerikaanse schalieolieproductie, wat het aanbodoverschot enigszins temperde. De vraag naar ruwe olie nam in 2015 weer toe als gevolg van de lagere prijzen, maar niet genoeg om gelijke tred te houden met het overvloedige aanbod.

De grondstoffenprijzen exclusief olie bleven dalen tegen de achtergrond van zowel vraag- als aanbodfactoren. Als gevolg van de lagere wereldwijde vraag – vooral vanuit China, dat de grootste afnemer is van een aantal metaalgrondstoffen –

kwamen deze prijzen nog verder onder druk te staan. De lagere prijzen voor voedingsmiddelen waren voornamelijk het gevolg van het toegenomen aanbod. Gerekend in Amerikaanse dollars daalden de prijzen voor voedingsmiddelen met 18% en de metaalprijsindex met 17% in 2015.

De output gaps die zich geleidelijk sloten in de ontwikkelde economieën en juist groter werden in een aantal opkomende markteconomieën leidden wereldwijd tot aanzienlijke overcapaciteit en zorgden voor verdere neerwaartse druk op de mondiale inflatie. Op het niveau van individuele landen hadden wisselkoersontwikkelingen een sterk effect op de inflatie. Hoewel de appreciatie van de Amerikaanse dollar en het Britse pond begin 2015 leidden tot extra neerwaartse druk op de inflatie in deze landen, zagen enkele opkomende markteconomieën zoals Rusland, Brazilië en Turkije juist opwaartse prijsdruk ontstaan als gevolg van een forse waardevermindering van hun valuta's.

## Ongelijke groeiontwikkelingen in de belangrijkste economieën

**In de Verenigde Staten** bleef de economische bedrijvigheid veerkrachtig en kwam de bbp-groei in 2015 gemiddeld uit op 2,4%, ongewijzigd ten opzichte van het jaar ervoor. Na een aanvankelijke terugval aan het begin van het jaar als gevolg van tijdelijke factoren zoals slechte weersomstandigheden en verstoringen in het havenverkeer, was de groei van het bbp in het tweede en derde kwartaal redelijk fors en voornamelijk toe te schrijven aan de binnenlandse consumptieve vraag. Het uitvoersaldo was daarentegen negatief. In het vierde kwartaal vertraagde de economische bedrijvigheid opnieuw. De particuliere consumptieve bestedingen bleven op peil dankzij de aanhoudend soepele financieringsvoorwaarden, de lagere olieprijzen, de verbeterde balanspositie van huishoudens en het aantrekkende consumentenvertrouwen. Ook de onderliggende ontwikkelingen op de arbeidsmarkt bleven stabiel, waarbij het werkloosheidspercentage verder daalde en aan het eind van het jaar uitkwam op 5,0%. Als gevolg van de scherpe daling van de energieprijzen en de waardestijging van de Amerikaanse dollar sinds de tweede helft van 2014 bleef de inflatie extreem laag gedurende 2015. De jaarlijkse CPI-inflatie bedroeg gemiddeld 0,1% (tegen 1,6% in 2014), terwijl de CPI-kerninflatie (met uitzondering van voedingsmiddelen en energie) globaal gezien gelijk bleef op 1,8%.

Het monetair beleid was gedurende het grootste deel van 2015 zeer ruim. De renteramingen van het Federal Open Market Committee (FOMC) voor de federal funds rate werden gaandeweg naar beneden bijgesteld naarmate de verwachtingen voor een rentestijging verder naar voren opschoven. In december 2015 besloot het FOMC om de federal funds rate-doelmarge te verhogen naar 0,25-0,50%, de eerste rentestijging in meer dan negen jaar. De begrotingsbeleidskoers was grotendeels neutraal in 2015, waarbij het begrotingstekort licht afnam tot 2,5% van het bbp – het laagste percentage sinds 2007.

**In Japan** was de reële bbp-groei gedurende 2015 relatief volatiel. Na een sterke stijging aan het begin van het jaar zwakte de economische bedrijvigheid in het tweede kwartaal af, om in het tweede halfjaar weer omhoog te klimmen, zij het in

een minder snel tempo. Dit herstel viel samen met een opleving van de particuliere consumptie en de buitenlandse afzet. Gemiddeld groeide het reële bbp in 2015 met 0,7%, een lichte versnelling ten opzichte van 2014, toen Japan in een diepe recessie terechtkwam na een sterke stijging van de btw-tarieven. De na-ijleffecten van deze belastingverhoging zorgden ook voor een inflatiedaling naar gemiddeld 0,8% (tegenover 2,7% in 2014). Ondanks het programma voor kwantitatieve en kwalitatieve monetaire verruiming van de Bank of Japan ligt de inflatie nog steeds ver onder het beoogde doelniveau van 2%, hoewel de kerninflatie tegen het eind van het jaar lichte tekenen van versnelling toonde.

**In het Verenigd Koninkrijk** nam de economische bedrijvigheid in 2015 enigszins af. De twaalfmaands bbp-groei is volgens voorlopige ramingen gedaald, van bijna 3% in 2014 naar 2,2% in 2015. Vooral de zeer snelle groei in woninginvesteringen van 2014 nam af. De lage inflatie droeg bij aan de toename van het reëel besteedbaar inkomen van huishoudens en daarmee aan de particuliere consumptie en de groei van het bbp. De arbeidsmarkt bleef aantrekken in vergelijking met het voorgaande jaar; het werkloosheidscijfer liep terug tot ongeveer 5% tegen het einde van 2015. Verdere vooruitgang werd geboekt met de begrotingsconsolidatie en het tekort van de totale overheid daalde in 2015 naar schatting tot 4,5% van het bbp. De inflatie was lager ten opzichte van het voorgaande jaar en schommelde het hele jaar rond de 0% als gevolg van lage energie- en voedingsmiddelenprijzen en de appreciatie van het Britse pond. Het hele jaar lang bleef het Monetary Policy Committee van de Bank of England een accommoderende monetairbeleidskoers varen; daarbij handhaafde het de beleidsrente op 0,5% en de omvang van het activa-aankoopprogramma op GBP 375 miljard.

**In China** zette de geleidelijke vertraging van de economie door, waarbij de investeringen en de uitvoer verder afnamen. De jaar-op-jaargroei van het bbp liep terug van 7,3% in 2014 tot 6,8% in 2015. Na sterke winsten in de voorafgaande maanden vond in de loop van de zomer een scherpe prijscorrectie op de Chinese aandelenmarkten plaats, waardoor er zorgen ontstonden over de financiële stabiliteit en economische groeivooruitzichten van China en andere opkomende economieën. Het macro-economische effect en de impact op de financiële stabiliteit van deze correctie bleven echter vrij beperkt. In het licht van de dalende CPI-inflatie (van 2,0% in 2014 naar 1,5% in 2015) en om de groei te stabiliseren besloot de People's Bank of China de in november 2014 ingezette beleidsversoepeling te handhaven, waarbij de referentierente en reserveverplichtingen gedurende 2015 enkele malen neerwaarts werden bijgesteld. Daarnaast werden verdere hervormingen doorgevoerd om de rol van de markt bij de bepaling van de wisselkoers te versterken. Dit leidde tot een waardevermindering van de renminbi en andere valuta's uit opkomende markteconomieën ten opzichte van de Amerikaanse dollar en toenemende volatiliteit op de aandelenmarkten in de weken na het besluit. In het kader van het begrotingsbeleid werden de overheidsuitgaven voor infrastructuur opgevoerd om de totale investeringen te stimuleren.

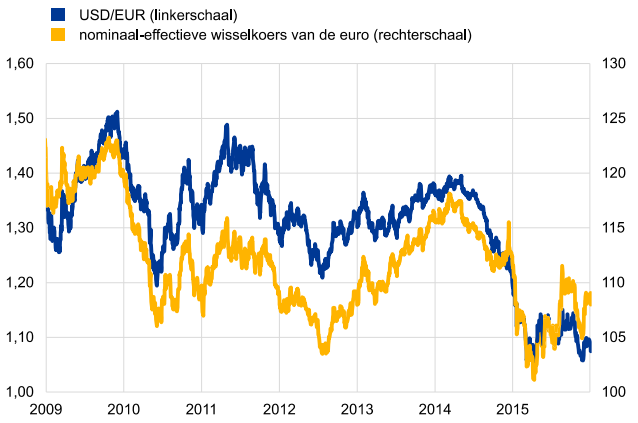
## De euro blijft verzwakken

In de loop van 2015 verzwakte de koers van de euro in nominaal-effectieve termen. De ontwikkeling van de eurokoers bleef de verschillende conjunctuurfasen en monetairbeleidskoersen van de belangrijkste economieën grotendeels weerspiegelen in vier afzonderlijke stadia. In het eerste kwartaal van 2015 daalde de euro fors in waarde vooruitlopend op de aankondiging van het uitgebreide programma van de ECB voor de aankoop van activa. De euro stabiliseerde zich vervolgens in het tweede kwartaal, met wat uitbarstingen van volatiliteit als gevolg van de onderhandelingen tussen Griekenland en zijn internationale schuldeisers en de veranderende marktverwachtingen rondom de timing van een mogelijke renteverhoging door de Federal Reserve in de Verenigde Staten. In de zomermaanden steeg de euro weer aanzienlijk in waarde tegen de achtergrond van wereldwijd groeiende risicoaversie en onzekerheden over de ontwikkelingen in China en andere opkomende economieën. In het vierde kwartaal zakte de euro weer terug als gevolg van de verwachtingen omtrent toenemende ongelijkheid in de monetaire beleidsvoering aan weerszijden van de Atlantische oceaan.

**Grafiek 3**

Wisselkoers van de euro

(daggegevens)




Bron: ECB.
Toelichting: Nominale effectieve wisselkoers t.o.v. 38 belangrijke handelspartners.

De nominaal-effectieve wisselkoers van de euro (ten opzichte van 38 belangrijke handelspartners) is op jaarbasis meer dan 3% in waarde gedaald (zie Grafiek 3). Bilateraal beschouwd, verzwakte de euro het meest ten opzichte van de Amerikaanse dollar (-11,0%). Als gevolg daarvan bleef de euro ook terrein verliezen ten opzichte van aan de dollar gerelateerde valuta's zoals de Chinese renminbi (-6,5%) en ten opzichte van het Britse pond (-5,9%) en de Japanse yen (-10,3%). Anderzijds apprecieerde de euro echter aanzienlijk tegenover de Braziliaanse real (+29,2%) en de Zuid-Afrikaanse rand (+18,9%).

Bij de Europese valuta die aan de euro zijn gerelateerd, is de Deense kroon momenteel de enige in het Europees Wisselkoersarrangement II (ERM II), nadat Litouwen op 1 januari 2015 tot het eurogebied toetrad. De Deense kroon bleef dicht bij de spilkoers binnen het ERM II en Danmarks Nationalbank heeft de beleidsrente in januari en februari 2015 vier keer verlaagd. Nadat de Zwitserse centrale bank op 15 januari 2015 besloot de minimumkoers van 1,20 Zwitserse frank per euro los te laten, deprecieerde de euro sterk ten opzichte van de Zwitserse frank, om later iets boven de spilkoers uit te komen. De Bulgaarse lev bleef gekoppeld aan de euro, die iets verzwakte ten opzichte van de valuta's van de EU-lidstaten met zwevende wisselkoersen zoals de Tsjechische kroon (-2,6%), de Poolse zloty (-0,2%), de Zweedse kroon (-2,2%) en de Kroatische kuna (-0,3%).

## Kader 1
Financiële spanningen in opkomende markteconomieën

De zorgen over de economische groeivooruitzichten van China en andere opkomende markteconomieën en de verwachtingen omtrent normalisering van het monetair beleid in de Verenigde Staten leidden tot een periode met verhoogde volatiliteit in de opkomende financiële markten in 2015. In verschillende landen was er sprake van een forse kapitaaluitvoer vanuit de binnenlandse aandelen- en obligatiemarkten, die gepaard ging met groeiende rendementsecarts op bedrijfs- en overheidsobligaties en aanzienlijke neerwaartse druk op hun binnenlandse valuta. Om hieraan tegenwicht te bieden, besloten verschillende centrale banken tot grootschalige interventies op de valutamarkten door hun deviezenreserves te verkopen. Eind augustus 2015 liepen deze spanningen uit op een scherpe correctie op de Chinese aandelenmarkten, waardoor de wereldwijde risicoaversie aanzienlijk toenam – met grote gevolgen voor de mondiale financiële markten, inclusief het eurogebied.

**Grafiek A**
Financiële spanningen in belangrijke opkomende markteconomieën

(maandgegevens)

Bronnen: Haver, Institute of International Finance, en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De indicator van financiële spanningen in opkomende markteconomieën combineert informatie uit verschillende financiëlemarkttijdreeksen: (1) kapitaalstromen naar aandelen- en obligatiemarkten (Institute of International Finance); (2) bilaterale wisselkoersontwikkelingen t.o.v. de Amerikaanse dollar (Federal Reserve Board); (3) veranderingen in de ecarts op binnenlandse obligatiemarkten t.o.v. Amerikaanse obligatierendementen (JP Morgan's Emerging Market Bond Index); en (4) veranderingen in de deviezenvoorraad (IMF International Financial Statistics). De indicator correspondeert met een driemaands voortschrijdend gemiddelde van de eerste hoofdcomponent, wat ongeveer 50% van de totale variatie in de oorspronkelijke dataset verklaart. De positieve en negatieve waarden van de indicator geven de spanningsniveaus boven en onder het langetermijngemiddelde aan. De groep onderzochte landen bestaat uit Brazilië, China, India, Indonesië, Mexico, Zuid-Afrika, Zuid-Korea, Thailand en Turkije. Maandgegevens over de periode vanaf januari 2005. De meest recente waarneming betreft december 2015.

De financiële spanningen in de belangrijkste opkomende markteconomieën bereikten in het derde kwartaal van 2015 een hoogtepunt, op een niveau dat ook vanuit langetermijnperspectief bijzonder hoog was. Grafiek A toont een totaalindicator van financiële spanningen in opkomende markteconomieën die informatie over kapitaalstromen, wisselkoersontwikkelingen, veranderingen in de ecarts op binnenlandse obligatiemarkten en veranderingen in de deviezenvoorraad combineert. Deze indicator bereikte zijn hoogste punt in september 2015, wat het op-één-na-hoogste niveau over de afgelopen tien jaar was en zelfs uitkwam boven de pieken die tijdens de 'taper tantrum' van medio 2013 werden waargenomen. Alleen door de directe naschok van de wereldwijde financiële crisis eind 2008 was het spanningniveau nog hoger. De wisselkoersontwikkelingen en in mindere mate de afnemende deviezenreserves waren de bepalende factoren in de totaalindicator van financiële spanningen in 2015. Na de terugval van de Chinese aandelenmarkt eind augustus 2015 ervoeren de opkomende markteconomieën een sterke kapitaaluitvoer uit hoofde van aandelentransacties, die bijdroeg aan de piekende financiële spanningen in september 2015.

De groeiende verwachting omtrent normalisering van het monetair beleid in de Verenigde Staten droeg bij aan de verhoogde volatiliteit op de financiële markten in 2015, maar was daarvan waarschijnlijk niet de belangrijkste oorzaak. De verwachtingen rondom de renteverhoging in de Verenigde Staten zorgden voor een brede waardestijging van de Amerikaanse dollar en verhoogde

volatiliteit op de valutamarkten. Anderzijds hadden de markten de renteverhoging van december 2015 natuurlijk al lang voorzien en werd deze sinds het begin van het jaar al in de koersen verdisconteerd. In tegenstelling tot wat er tijdens de 'taper tantrum'-periode gebeurde, lieten het rendement op tienjaars Amerikaanse overheidsobligaties in 2015 geen duidelijke opwaartse trend zien en bleef de termijnpremie laag.

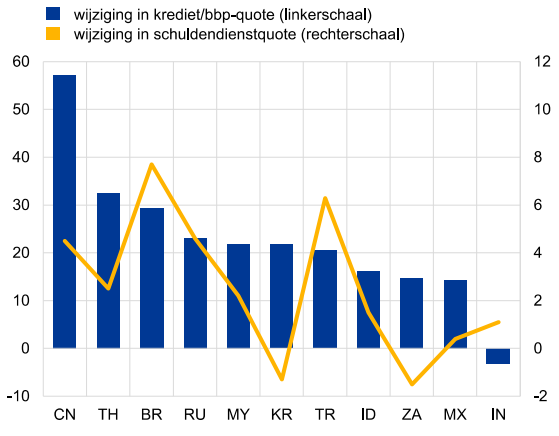
De acute financiële volatiliteit in opkomende markteconomieën in 2015 was echter vooral veroorzaakt door zorgen over de gevolgen van de stagnerende groei in China en de daling van de grondstoffenprijzen. Na de correctie op de Chinese aandelenmarkt in augustus 2015 kregen sommige netto-grondstoffenexporterende opkomende markteconomieën te maken met een scherpe waardevermindering van hun valuta's. De valuta's van economieën met nauwe handelsbanden met China, waaronder die van Chili, Indonesië, Maleisië en Thailand, reageerden eveneens sterk.

Ook bestaande kwetsbaarheden en zorgen over lagere groeivooruitzichten droegen bij aan de spanning op de financiële markten. De meeste opkomende markteconomieën zagen hun groei de afgelopen jaren afnemen als gevolg van conjuncturele factoren en structurele belemmeringen. Voor de komende jaren worden zij eveneens geconfronteerd met lagere groeicijfers. De economieën die ten tijde van de 'taper tantrum'-periode in 2013 al als fragiel werden beschouwd, zijn zwak gebleven. Evenals aan het begin van 2013 kampen Brazilië, Indonesië en Zuid-Afrika nog steeds met dubbele tekorten (begroting en lopende rekening), waarbij Brazilië en Zuid-Afrika ook te maken hadden met hoge inflatie en afzwakkende groei. Turkije liet eveneens met hoge inflatie en kredietgroei gepaard gaande grote externe onevenwichtigheden zien, naast hoge inflatie en kredietgroei. De daling van de grondstoffenprijzen had een negatief effect op netto-grondstoffenexporteurs als Rusland en Brazilië. In Rusland werd de voortgaande terugval verergerd door de economische sancties en de lage olieprijzen, waardoor de economie in een diepe recessie terechtkwam. Dankzij een reeks van stabiliserende en groeibevorderende maatregelen wist India daarentegen de inflatie en het tekort op de lopende rekening naar beneden te brengen en daarmee een aantal kwetsbaarheden ten opzichte van 2013 te corrigeren.

**Grafiek B**

Wijzigingen in de krediet/bbp-quote en de schuldendienstquote

(2010-I – 2015-II; procentpunten bbp; procentpunten)




Bronnen: Bank for International Settlements en berekeningen van de ECB.
Toelichting: Krediet verwijst naar de totale kredietverlening aan de niet-financiële sector door binnenlandse banken, alle andere sectoren van de economie en het buitenland; waar dit financieringsinstrumenten betreft, gaat het om 'kernschuld', gedefinieerd als leningen, schuldpapier, valuta en deposito's. De schuldendienstquote toont het deel van het inkomen waarmee schulden in de niet-financiële private sector werden afgelost. Aan het einde van dit verslag is een lijst met afkortingen van landen opgenomen.

Door de snelle kredietgroei kregen veel opkomende markteconomieën te maken met strengere mondiale financieringsvoorwaarden. Mede door het soepele wereldwijde financieringsklimaat hebben veel van deze landen de kredietgroei de afgelopen jaren in rap tempo zien toenemen (zie Grafiek B). In China, waar de snelle kredietgroei de investeringen opstuwde, liep de kredietverstrekking aan de niet-financiële private sector in 2015 op tot 200% van het bbp. Ondanks de lage rentes heeft het stijgende schuldniveau de schuldendienstquote voor huishoudens en bedrijven doen groeien, wat zou kunnen duiden op verhoogde risico's voor de financiële stabiliteit, met name als de rente als gevolg van wereldwijd verkrappende financieringsvoorwaarden verder zou stijgen.

Daarnaast zijn veel opkomende markteconomieën afhankelijker geworden van externe financiering in Amerikaanse dollars, wat ze kwetsbaar maakt voor een verdere waardestijging van deze valuta.

Al met al hebben de financiële spanningen in 2015 de bestaande kwetsbaarheden binnen sommige opkomende markteconomieën benadrukt, vooral gezien de waarschijnlijke verkrapping van de mondiale financieringsvoorwaarden en de lagere groeivooruitzichten voor deze landen.

## 1.2 Financiële ontwikkelingen

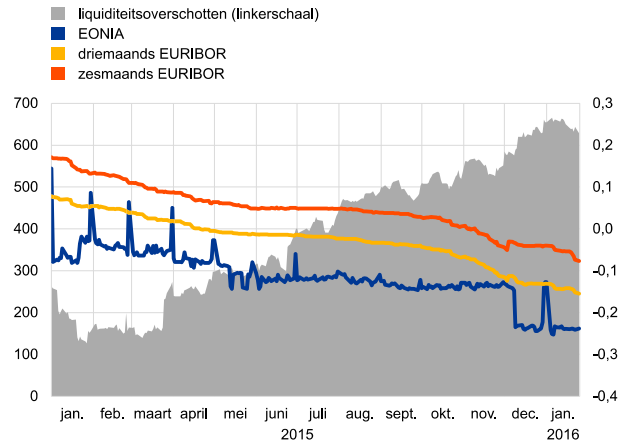
In 2015 werd de financiële dynamiek in het eurogebied voor een groot deel bepaald door de monetairbeleidsbeslissingen van de ECB, in het bijzonder het programma voor de aankoop van activa (asset purchase programme – APP). Als gevolg daarvan zakten de geldmarkttarieven, de rendementen op overheidsobligaties en de kosten van externe financiering voor niet-financiële ondernemingen verder tot nieuwe historische dieptepunten. De financiële situatie van de huishoudens liet een verdere verbetering optekenen.

### Geldmarktrente in het eurogebied daalt onder invloed van hogere overliquiditeit

De geldmarkttarieven bleven in 2015 verder dalen, in eerste instantie nog steeds als gevolg van de in juni 2014 voor het eerst ingevoerde negatieve rente op de depositofaciliteit. Om een negatieve rente te vermijden, reageerden beleggers aanvankelijk door een jacht op rendement in iets langere looptijden, door de aankoop van kwalitatief hoogwaardige effecten en, in mindere mate, door meer kredietrisico te nemen, maar deze strategieën raakten naarmate de koersen daalden steeds verder uitgeput. Daarnaast ebden marktwrijvingen in verband met de overgang naar negatieve rentetarieven weg.

**Grafiek 4**
Geldmarktrente en liquiditeitsoverschotten

(EUR miljard; in % per jaar; daggegevens)




Bronnen: ECB en Bloomberg.
Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen 11 januari 2016.

Liquiditeitsinjecties via niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen zorgden voor extra neerwaartse druk op de geldmarkttarieven. De toename van de overliquiditeit werd voornamelijk veroorzaakt door het APP en de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO's). Tegen het einde van het jaar steeg de overliquiditeit boven € 650 miljard uit, waarbij de tarieven steeds negatiever werden (zie Grafiek 4) en de bedrijvigheid in bepaalde segmenten van de geldmarkt in het eurogebied terugliep.

In de periode voorafgaand aan de vergadering van de Raad van Bestuur van de ECB in december 2015 daalden de geldmarkttarieven nog verder, een teken

van de verwachtingen die er in de markt bestonden over verdere versoepeling van het monetair beleid. Op 3 december 2015 besloot de Raad van Bestuur de rente op de depositofaciliteit te verlagen tot -30 basispunten en het APP tot ten minste eind maart 2017 te verlengen. Hierdoor schoof de geldmarktrendementscurve geleidelijk verder omlaag.

Al met al is de overgang van een hele reeks referentierentes naar negatieve waarden ondanks enige aanvankelijke bezorgdheid zonder problemen verlopen, zo ook de transmissie naar langere looptijden zoals de zesmaands EURIBOR. De driemaands EURIBOR en de zesmaands EURIBOR zijn in respectievelijk april en november negatief geworden en stonden eind 2015 op respectievelijk -13 basispunten en -4 basispunten.

## Rendement op overheidsobligaties bereikt historisch dieptepunt

De obligatiemarkt in het eurogebied werd sterk beïnvloed door het aankoopprogramma voor staatsobligaties (public sector purchase programme – PSPP) (zie Grafiek 5).[1] Eerst hield de in 2014 als gevolg van de aankondiging en tenuitvoerlegging van het PSPP ingezette daling van de rendementen op langlopende overheidsobligaties met een AAA-rating aan, om in het voorjaar een nieuw historisch dieptepunt te bereiken. Vervolgens stegen de rendementen tot medio 2015 dankzij meevallers in de economische vooruitzichten voor het eurogebied, technische marktfactoren en een fase waarin de markt zich aanpaste aan de tenuitvoerlegging van het PSPP. In de tweede helft van 2015 daalden de rendementen opnieuw nadat de ECB zich door aanhoudende neerwaartse risico's voor de inflatievooruitzichten genoodzaakt zag tot verdere monetairbeleidsverruiming, waaronder een verlenging van het APP. Het rendement op tienjaars obligaties in het eurogebied bereikte afgelopen jaar een historisch dieptepunt van 0,6%. Dit is een opmerkelijke daling ten opzichte van de in voorgaande jaren opgetekende gemiddelden en bovendien aanzienlijk lager dan het gemiddelde van 2,1% in de Verenigde Staten. Het was echter hoger dan de 0,4% in Japan.

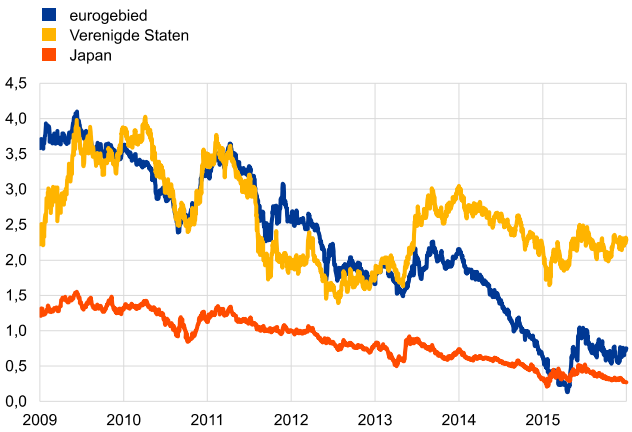
De rendementsecarts op overheidsobligaties tussen de landen van het eurogebied ontwikkelden zich op jaarbasis relatief gematigd, maar de ontwikkelingen vertoonden enige heterogeniteit tussen de verschillende landen. De spreads bleven evenwel op een niveau dat vergelijkbaar is met het peil van vóór het uitbreken van de overheidsschuldencrisis.

[1] Zie ook Kader 6 over 'Transmissie van de monetairbeleidsmaatregelen naar de financiële markten en de reële economie'.

**Grafiek 5**

Rendementen op langlopende overheidsobligaties

(in % per jaar; daggegevens)

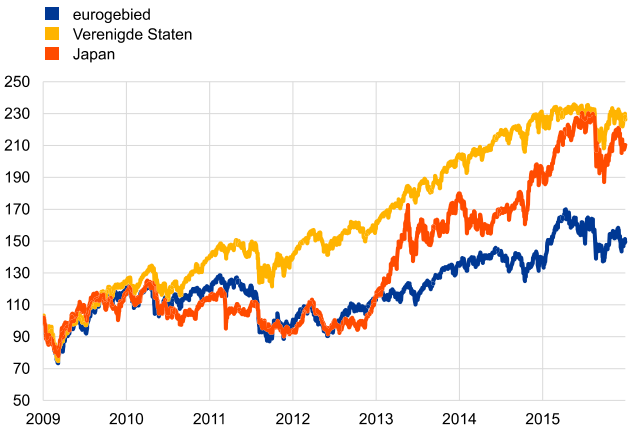



Bronnen: EuroMTS, ECB, Bloomberg en Thomson Reuters.
Toelichting: De rendementen op langlopende overheidsobligaties hebben betrekking op tienjaars obligaties of op obligaties met de meest vergelijkbare looptijd. Het rendement op in het eurogebied uitgegeven overheidsobligaties is gebaseerd op gegevens van de ECB over obligaties met een AAA-rating. Het betreft Duitse, Finse, Nederlandse en Oostenrijkse obligaties.

**Grafiek 6**

Belangrijkste aandelenkoersindices

(index: 1 januari 2009 = 100; daggegevens)




Bron: Thomson Reuters.
Toelichting: De gebruikte indices zijn de ruime Dow Jones EURO STOXX-index voor het eurogebied, de Standard & Poor's 500-index voor de Verenigde Staten, en de Nikkei 225-index voor Japan.

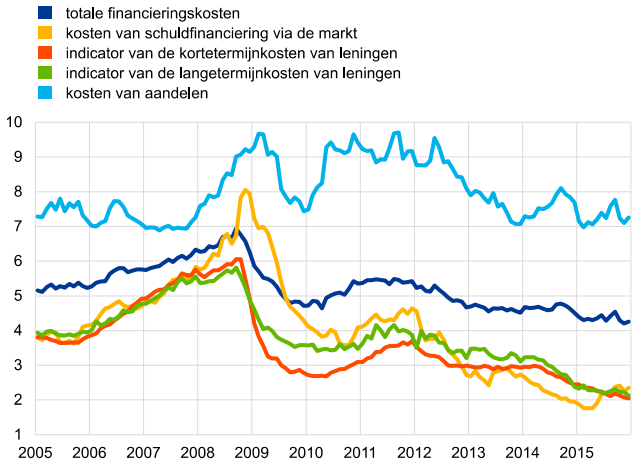
## Aandelenkoersen stijgen bij verhoogde volatiliteit

De aandelenmarkten in het eurogebied werden ook door het PSPP geraakt. Vooruitlopend op en na de aankondiging van het PSPP stegen de aandelenkoersen in eerste instantie aanzienlijk, waarbij de teruglopende rendementen op obligaties via een lagere disconteringsvoet veel steun boden aan aandelen in het eurogebied en beleggers hun portefeuilles herschikten naar meer risicovolle activa. Hierdoor nam de EURO STOXX-index nog vóór de lente bijna een kwart in waarde toe (zie Grafiek 6). Halverwege 2015 echter steeg de volatiliteit en daalden de aandelenkoersen als gevolg van onzekerheid over de ontwikkelingen in Griekenland en de forse dalingen van de Chinese aandelenkoersen, die – in combinatie met een snelle daling van de olieprijzen – hebben geleid tot bezorgdheid over de economische vooruitzichten wereldwijd. De aandelenmarkten in het eurogebied stegen niettemin in het najaar – deels omdat deze bezorgdheid verwachtingen wekte van monetaire accommodatie door belangrijke centrale banken, waaronder de ECB – en sloten het jaar circa 8% hoger af.

**Grafiek 7**

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

(in % per jaar; driemaands voortschrijdende gemiddelden)

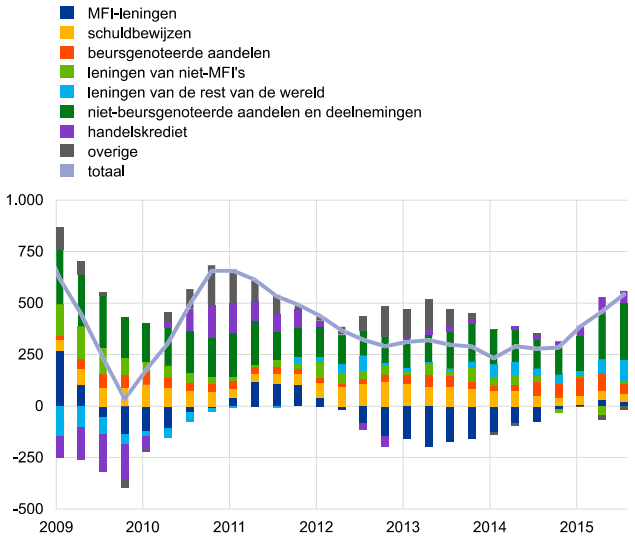



Bronnen: ECB, Merrill Lynch, Thomson Reuters en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De totale financieringskosten voor niet-financiële ondernemingen worden berekend als een gewogen gemiddelde van de kosten van bankleningen, de kosten van schuldfinanciering via de markt en de kosten van aandelen, en zulks op grond van hun respectieve uitstaande bedragen die zijn afgeleid uit de rekeningen van het eurogebied. De kosten van aandelen worden gemeten aan de hand van een uit drie fasen bestaand dividendverdisconteringsmodel waarin informatie wordt gebruikt uit de niet-financiële beursindex van Datastream. De meest recente waarnemingen betreffen november 2015.

**Grafiek 8**

Wijzigingen in de bronnen van externe financiering van niet-financiële ondernemingen in het eurogebied

(vierkwartaals totalen; EUR miljard)




Bronnen: Eurostat en ECB.
Toelichting: MFI-leningen en leningen van niet-MFI's (overige financiële intermediairs, verzekeringsondernemingen en pensioenfondsen) gecorrigeerd voor verkopen van leningen en effectiseringen. 'Overige' is het verschil tussen het totaal en de in de grafiek opgenomen instrumenten. Hierin zijn intragroepsleningen begrepen. De meest recente waarneming betreft het derde kwartaal van 2015.

## Nominale kosten van externe financiering voor niet-financiële ondernemingen bereiken ook een laagterecord

De aankondiging van het PSPP droeg via een verlaging van de kosten van schuldfinanciering via de markt en van aandelen bij tot de daling van de totale nominale kosten van de externe financiering van niet-financiële ondernemingen tot een nieuw laagterecord in februari 2015 (zie Grafiek 7). Met name door de versoepeling van bancaire financieringsvoorwaarden als gevolg van zowel het PSPP als de TLTRO's daalden de kosten van bankleningen voor niet-financiële ondernemingen nog verder. Vanwege de meer bankgebaseerde aard van de financiële intermediatie in het eurogebied was de daling van de kosten van bancaire financiering bepalend voor het terugdringen van de totale nominale kosten van externe financiering. Deze daling compenseerde de toegenomen kosten van schuldfinanciering via de markt in de tweede helft van het jaar en de piek in de kosten van aandelen in verband met ontwikkelingen op de aandelenmarkten medio 2015. Belangrijk was dat de kosten van externe financiering in de verschillende landen van het eurogebied in de loop van 2015 nog minder heterogeen werden naarmate de verdere monetairbeleidsverruiming door de ECB steeds meer doorwerkte in de landen die het zwaarst door de crisis werden getroffen.

## Externe financieringsstromen nemen toe

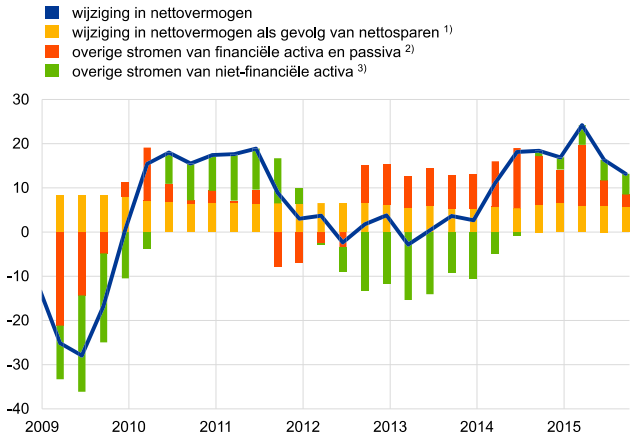
Dankzij de lage financieringskosten (zowel nominaal als reëel), in combinatie met de verbeterde toegang tot financiering en de aantrekkende economie, is het gebruik van externe financiering door niet-financiële ondernemingen in de eerste drie kwartalen van 2015 toegenomen (zie Grafiek 8). Belangrijke aanjagers van de algehele toename waren bankleningen, de uitgifte van niet-beursgenoteerde aandelen en handelskredieten, hoewel de aanhoudend sterke groei in ingehouden winsten de uitgifte van schuldbewijzen hoogstwaarschijnlijk enigszins temperde. 2015 was veelzeggend genoeg het jaar waarin niet-financiële ondernemingen voor het eerst in vier jaar meer gebruik maakten van bankleningen, een teken van zowel een

versterking van het kredietaanbod als een aanhoudende groei van de kredietvraag. Het kredietaanbod trok aan dankzij versoepelde bancaire financieringsvoorwaarden en het verbeterde risico/rendementsprofiel van leningen vergeleken met andere activa.[2] De kredietvraag werd gesteund door de aanhoudende daling van de kosten van leningen tegen de achtergrond van verbeterende economische vooruitzichten. Naast bancair krediet steeg ook de uitgifte van schuldbewijzen en beursgenoteerde aandelen sterk tussen januari en april 2015 na de aankondiging van het PSPP, maar deze vlakte in de tweede helft van het jaar af met het duurder worden van marktgebaseerde financiering.

**Grafiek 9**

Wijziging in het nettovermogen van de huishoudens

(vierkwartaalstotalen; in % van het bruto besteedbaar inkomen)




Bronnen: Eurostat en ECB.
Toelichting: Gegevens over niet-financiële activa zijn ramingen door de ECB. De meest recente waarneming betreft het tweede kwartaal van 2015.
1) Deze post omvat het nettosparen, de netto ontvangen vermogensoverdrachten en de afwijking tussen de niet-financiële en de financiële rekeningen.
2) Vooral winsten en verliezen op aangehouden aandelen en andere deelnemingen.
3) Vooral winsten en verliezen op aangehouden vastgoed (inclusief grond).

## Nettovermogen van huishoudens neemt verder toe

In 2015 steeg het nettovermogen van de huishoudens als gevolg van de lage rentetarieven en de daarmee samenhangende hoge activaprijzen, die ook tot indrukking kwamen in de dynamiek van de huizenprijzen (zie Grafiek 9).

De financieringskosten van de huishoudens in het eurogebied bleven in alle kredietcategorieën dicht in de buurt van hun historisch dieptepunt maar bleven per land en soort lening verschillen. De kredietopneming door de sector huishoudens herstelde zich in een gematigd tempo.

**Kader 2**

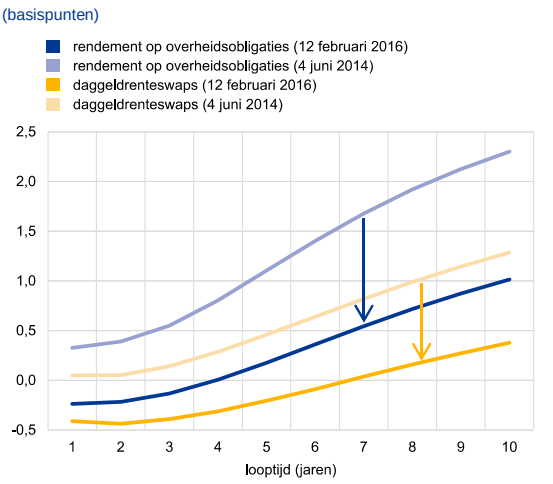
Waarom zijn de rentetarieven zo laag?

De nominale rentetarieven in het eurogebied staan thans op een historisch laag peil, waarbij de rente op de basisherfinancieringstransacties rond de 0% ligt en de rente op de depositofaciliteit negatief is. De rendementscurve in het eurogebied is de afgelopen anderhalf jaar neerwaarts afgebogen en afgevlakt (zie Grafiek A).

[2] Zie voor meer informatie over de versoepeling van bancaire financieringsvoorwaarden ook Paragraaf 1.5 van Hoofdstuk 1, waarin wordt ingegaan op recente resultaten van de enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied.

**Grafiek A**

Curves van het synthetisch rendement op overheidsobligaties uit het eurogebied en van de daggeldrenteswap




Bron: ECB.

Omdat deze ontwikkelingen in de ontwikkelde economieën naar alle maatstaven hoogst ongebruikelijk zijn, is het van belang om te begrijpen waarom de rentetarieven zo laag zijn. Zeer lage rentetarieven zijn slechts gedeeltelijk een keuze van de centrale bank. Ze zijn ook een weerspiegeling van mondiale en eurogebied-specifieke factoren, waarvan enkele langerlopend en meer seculier van aard zijn en andere meer verband houden met de erfenis van de financiële crisis.[3]

Ofschoon het monetair beleid geen oplossing kan bieden voor deze langerlopende krachten die druk op de economie uitoefenen, moet het wel reageren op de desinflatoire druk die deze krachten creëren. De centrale bank kan daarnaast, in overeenstemming met haar mandaat, reageren op de bijkomende zwakte van de totale vraag als gevolg van de crisis. Hiertoe wordt de rentevoet zo veel mogelijk aangepast aan de zogeheten evenwichtsrente, het rentetarief waarbij middelen in de economie optimaal worden benut en de inflatie stabiel is rond het niveau dat het meest in overeenstemming is met de prijsstabiliteitsdoelstelling van de centrale bank. Aangezien dit gelet op de ernst van de crisis niet alleen door middel van conventioneel monetair beleid kon worden gerealiseerd, was een reeks bijzondere maatregelen nodig. Met het bewerkstelligen van prijsstabiliteit worden de voorwaarden gecreëerd waaronder de rentetarieven weer kunnen stijgen en geleidelijk naar normalere niveaus kunnen convergeren.

Tegen deze achtergrond wordt in dit Kader stilgestaan bij de determinanten van de lage rentetarieven in het eurogebied en komen een aantal gevolgen voor banken en spaarders aan de orde. Hoewel monetairbeleidsaccommodatie ter ondersteuning van het herstel en de inflatie duidelijk gerechtvaardigd is en doeltreffend blijkt te zijn, getuige de daling van de bancaire debetrentes en de verbeterde beschikbaarheid van krediet voor bedrijven en huishoudens, kunnen lage rentetarieven gevolgen hebben voor hen die in hogere mate afhankelijk zijn van rentebaten, zoals spaarders. Lage rentetarieven kunnen bovendien ongewenste neveneffecten hebben; zo kunnen ze het nemen van buitensporige risico's in de financiële markten stimuleren. Daarom is het belangrijk de onderliggende oorzaken van aanhoudend lage rentetarieven te begrijpen, vooral omdat deze in verband kunnen worden gebracht met factoren die buiten de invloedssfeer van het monetaire beleid vallen.

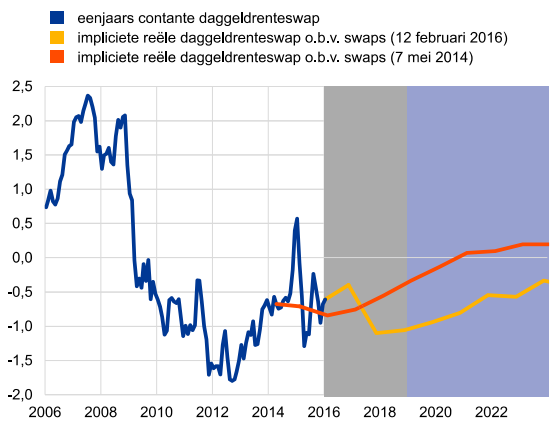
[3] Zie ook Bean, C., Broda, C., Ito, T. en Kroszner, R., 'Low for Long? Causes and Consequences of Persistently Low Interest Rates', *Geneva Reports on the World Economy* 17, International Center for Monetary and Banking Studies, oktober 2015.

### Determinanten van lage rentetarieven

Om de verschillende bepalende factoren achter de lage rentetarieven beter te doorgronden, is het nuttig het nominale langetermijnrendement in vier componenten op te delen: de verwachte inflatie over de looptijd van het activum, het verwachte beloop van de korte reële rente, de inflatierisicopremie en de reële termijnpremie, die samen de door beleggers verlangde compensatie vertegenwoordigt voor het aanhouden van langlopende obligaties in plaats van het steeds hernieuwen van kortlopende waardepapieren. Samengevat hebben al deze componenten bijgedragen aan de huidige zeer lage lange rente.

Over een langere periode beschouwd, heeft het nominale rendement op langlopende obligaties in alle belangrijke ontwikkelde economieën sinds de jaren tachtig van de vorige eeuw een neerwaartse trend laten zien. Dit hangt deels samen met de door centrale banken doorgevoerde verbeteringen in de monetairbeleidskaders, die de langetermijninflatieverwachtingen hebben verlaagd en de inflatiepremies hebben verminderd, welke beide ontwikkelingen hebben bijgedragen tot een lager nominaal rendement.

**Grafiek B**
Impliciete marktontwikkeling van de reële eenjaars rente in het eurogebied




Bron: ECB.

De daling van de nominale lange rente vindt eveneens zijn verklaring in de reële component, met reële rentes voor lange looptijden die tot ver in de toekomst negatief zullen zijn (zie Grafiek B). Aangezien de reële rente voor lange looptijden zowel de verwachte reële rente als de reële termijnpremie omvat, is gebleken dat de verwachte reële rente bij looptijden die ver genoeg in de toekomst liggen, na aftrek van de termijnpremie, een benadering van de reële evenwichtsrente is[4].

Een deel van deze daling van de reële rentetarieven komt voor rekening van langetermijnkrachten; het andere deel is het gevolg van een meer conjuncturele dynamiek. Als de verschillende stuwende krachten achter de reële rentetarieven op de lange termijn op basis van het Solow-groeimodel uit de literatuur worden geordend, dan hebben deze krachten uiteindelijk betrekking op productiviteit, bevolkingsgroei en spaargedrag. De intuïtie zegt dat deze krachten de investeringen bepalen en daarmee de vraag naar uitleenbare middelen, waar besparingen tegenover dienen te staan. Over de lange termijn bezien, daalt het groeitempo van de totale factorproductiviteit in het eurogebied al decennialang. Een andere mogelijkheid is dat de spaarneiging wereldwijd is toegenomen.

Bovenop de sterke invloed van deze structurele krachten zijn er andere op de reële rentetarieven drukkende factoren die meer direct verband houden met de mondiale financiële crisis. In het

[4] Voor meer informatie, zie Bomfim, A., 'Measuring Equilibrium Real Interest Rates: What can we learn from yields on indexed bonds?', Federal Reserve Board, juli 2001.

bijzonder is het eurogebied nog steeds bezig zich uit een 'balansrecessie' te werken, waarbij grote schulden de voorwaarden creëren voor een scherpe teruggang, die op zijn beurt aanzienlijke schuldafbouw noodzakelijk maakt en de duur van de teruggang verlengt.

De laatste component die van invloed is op de lange rentetarieven is de termijnpremie. Ook hier gingen langeretermijnkrachten samen met een meer conjuncturele dynamiek die verband hield met de financiële crisis, en drukten zo de nominale rentetarieven naar beneden. De aankoop van waardepapieren door het Eurosysteem en factoren als vraag en aanbod voor veilige activa op mondiaal niveau drukten de termijnpremies in het eurogebied.

Lage rentetarieven zijn over het geheel genomen uiteindelijk het gevolg van zwakke structurele trends, in combinatie met de conjuncturele consequenties van een complexe financiële crisis en een buitengewoon langdurige macro-economische teruggang. Iedere prognose van de hardnekkigheid van deze invloeden gaat gepaard met de nodige onzekerheid. Ofschoon de langeretermijnkrachten achter de langgerekte daling van de reële rente buiten de werkingssfeer van het monetaire beleid vallen, is het mandaat van een centrale bank er onder andere op gericht dat de inflatie terugkeert naar en zich stabiliseert rond haar doelstelling, wat weer helpt om de economie op een duurzaam groeipad te brengen waar conjuncturele onderbenutting wordt weggewerkt. Dit mandaat ligt thans ten grondslag aan beleid dat neerwaartse druk op de rentetarieven langs de gehele rentecurve kan uitoefenen om ervoor te zorgen dat financieringsvoorwaarden voldoende accommoderend blijven zodat het economische klimaat en de inflatie op middellange termijn zullen normaliseren.

Uit de beschikbare gegevens blijkt inderdaad dat de maatregelen van de ECB, zijnde verankering van de huidige en verwachte korte rente op de feitelijke ondergrens en verkleining van de reële termijnpremiecomponent van de lange rente, doorwerken in het financiële systeem. De bancaire debetrentes voor huishoudens en niet-financiële ondernemingen dalen nog altijd, terwijl de kredietgroei zich geleidelijk herstelt maar zwak blijft (zie Paragraaf 1.5 van dit hoofdstuk).

Dit betekent dat de huidige accommoderende monetairbeleidskoers van de ECB een noodzakelijk en effectief middel is om prijsstabiliteit op de middellange termijn te waarborgen. Aangezien het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie prijsstabiliteit als de doorslaggevende doelstelling van monetair beleid in het eurogebied bestempelt, is de huidige monetairbeleidskoers van de ECB is volledig in overeenstemming met haar mandaat.

**Kader 3**

Welke gevolgen hebben de lage rentetarieven voor banken en spaarders?

Het is belangrijk om na te gaan of de accommoderende monetairbeleidskoers van de ECB negatieve neveneffecten heeft voor banken en spaarders. Hoewel het niet de bedoeling is het prijsstabiliteitsmandaat zoals vastgelegd in het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie in te wisselen voor andere beleidsoverwegingen, kan het risico op neveneffecten worden beperkt door passende voorzorgsmaatregelen uit te werken en punten te signaleren waar andere beleidsterreinen hun inspanningen in de aanpak van onderliggende zwakheden in de economie en het financiële stelsel van het eurogebied zouden moeten opvoeren. Veelgehoorde aandachtspunten ten aanzien van de mogelijke neveneffecten van de accommoderende

monetairbeleidskoers van de ECB en het klimaat van lage rentes hebben betrekking op de gevolgen voor de winstgevendheid van banken en voor de rentevergoedingen op spaargelden.

Een van de potentieel negatieve gevolgen voor de financiële sector wordt vaak in verband gebracht met de invloed die de lage rente – en met name de aankoop van activa door centrale banken en de afvlakking van de rendementscurve die dit in de hand werkt – op de winstgevendheid van banken kan uitoefenen. Met andere woorden: neerwaartse druk op de intermediatiemarges van banken kan het traditionele bancaire bedrijfsmodel van looptijdtransformatie (de verwerving van langlopende activa financieren met de uitgifte van kortlopende verplichtingen) belemmeren. Bovendien kan de negatieve rente op de depositofaciliteit resulteren in een verdere verlaging van de winstgevendheid van banken die grote liquiditeitsoverschotten bij het Eurosysteem plaatsen.

Ofschoon deze effecten inderdaad waarneembaar zijn, moeten andere tegengestelde, gunstige, effecten in verband met programma's voor de aankoop van activa en accommoderende monetairbeleidsinstrumenten in bredere zin niet uit het oog worden verloren. Omdat deze instrumenten economische bedrijvigheid ondersteunen, stellen ze kredietnemers in staat beter aan hun verplichtingen te voldoen, hetgeen een positieve uitwerking heeft op de balansen van banken aangezien de kwaliteit van hun activa duidelijk verbetert en hun voorzieningenbehoeften dalen. De algemene stijging van activaprijzen als gevolg van het accommoderend monetair beleid leidt bovendien tot waarderingswinsten op deze activa op de bankbalansen.

Volgens de enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied zijn er thans geen aanwijzingen dat de negatieve effecten van de accommoderende koers op de winstgevendheid van banken op het niveau van het eurogebied domineren. Voor de maanden na de start van de aankopen in het kader van het programma voor de aankoop van activa (asset purchase programme – APP) rapporteerde een positief netto-percentage banken zelfs een toegenomen winstgevendheid als gevolg van het APP. Hoewel de uiteindelijke uitwerking van het APP op de winstgevendheid van banken van land tot land kan verschillen, afhankelijk van de structurele eigenschappen van het desbetreffende bankstelsel, is een positief oordeel hier al met al op zijn plaats.

Een tweede aandachtspunt betreft de daling van de vergoeding die huishoudens kunnen verdienen op hun spaargeld, met name de tegoeden die in bankdeposito's worden aangehouden.[5] Deze vergoedingen staan in nauw verband met de huidige monetairbeleidskoers. De nominale rente op veel spaarvormen in het eurogebied is historisch gezien momenteel dan ook zeer laag.

Zoals eerder uitgelegd, is het klimaat van lage rentes in feite echter toe te schrijven aan heersende macro-economische en structurele omstandigheden. De lage rentevergoedingen op spaargelden is derhalve eerder een symptoom dan een oorzaak van het trage herstel. Iedere afwijking van de huidige accommoderende monetairbeleidskoers zou de economische dynamiek verder afremmen, kredietopneming (door bijvoorbeeld bedrijven op zoek naar financiering voor winstgevende investeringsprojecten) ontmoedigen en ten slotte bijdragen aan het verlengen van de periode van lage rente.

[5] Zie Bindseil, U., Domnick, C. en Zeuner, J., 'Critique of accommodating central bank policies and the 'expropriation of the saver' – A review', *Occasional Paper Series*, nummer 161, ECB, mei 2015, waarin nader wordt ingegaan op de stelling dat spaarders de kosten van het accommoderend monetair beleid dragen. Zie voor meer informatie ook het artikel 'German households' saving and investment behaviour in light of the low-interest-rate environment', *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, oktober 2015.

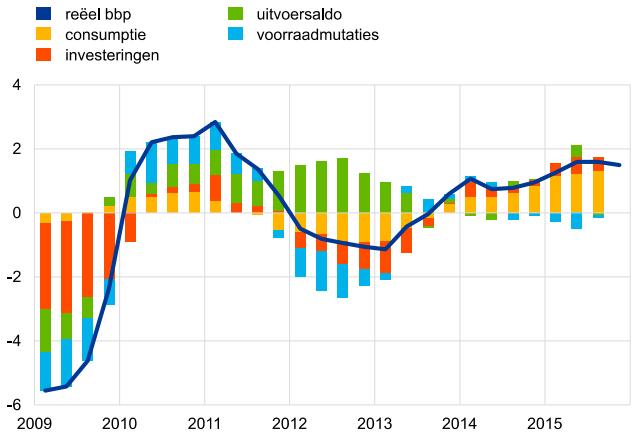
Het is uiteindelijk van groot belang de fundamentele krachten die ten grondslag liggen aan de momenteel lage reële evenwichtsrente aan te pakken. Dit dient in de eerste plaats te gebeuren met doeltreffend structuurbeleid dat in staat is de productiviteit en de economische groei duurzaam te verhogen. Daarnaast dient het begrotingsbeleid het economisch herstel te ondersteunen en tegelijkertijd in overeenstemming met de EU-begrotingsregels te blijven. Tot slot is het, met het oog op het wegnemen van de resterende belemmeringen voor sterke en duurzame groei, absoluut noodzakelijk de onvolledige architectuur van de EMU aan te pakken volgens het stramien van het Verslag van de vijf voorzitters.

## 1.3 Economische bedrijvigheid

**Grafiek 10**

Reëel bbp in het eurogebied

(jaar-op-jaar mutatie in %; bijdragen op jaarbasis in procentpunten)




Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Ondanks de verslechterende externe omgeving bleef de economische bedrijvigheid in het eurogebied robuust, dankzij de opleving van de binnenlandse vraag. Hierdoor zette het gestage conjuncturele herstel in het eurogebied, dat in het tweede kwartaal van 2013 begon, zich gedurende het hele jaar 2015 voort. De gemiddelde jaarlijkse groei voor 2015 bedroeg 1,5% (zie Grafiek 10), het hoogste groeicijfer sinds 2011. De gestage verbetering van de groei was vooral te danken aan robuuste particuliere consumptie die relatief breed werd gedragen in de eurolanden (zie ook Kader 4). De bijdrage van het uitvoersaldo aan de groei was licht positief, vooral door het groeiende marktaandeel na de aanzienlijke depreciatie van de euro, die halverwege 2014 begon. De investeringsgroei bleef echter zwak en werd gehinderd door de relatief trage voortgang van de implementatie van structurele hervormingen in sommige landen en de noodzakelijke balanshervormingen in een aantal sectoren.

### Voortgaand economisch herstel in het eurogebied in 2015 ondanks de zwakkere groeivooruitzichten voor de wereldeconomie

De stijging van de gemiddelde jaarlijkse groei in 2015 werd gesteund door het zeer ruime monetaire beleid van de ECB wat doorwerkte in de economie door middel van versoepelende financieringsvoorwaarden, een verbeterd marktsentiment, de zeer lage rente en de depreciatie van de euro. De dalende olieprijzen en de geleidelijke verbetering van de arbeidsmarkt in het eurogebied gaven de groei een extra impuls in 2015.

Behalve dat de verschillende monetairbeleidsmaatregelen die de afgelopen jaren zijn doorgevoerd, waaronder het uitgebreide programma voor de aankoop van activa van begin 2015, het consumentenvertrouwen hebben versterkt, heeft ook het ondernemersvertrouwen een impuls gekregen door de verbeterde

financieringsvoorwaarden, ook voor het midden- en kleinbedrijf. Dit bevorderde de investeringen die gemiddeld meer bijdroegen aan de groei in 2015 dan in de twee jaren ervoor. Dit dankzij verbeterende winsten, de aantrekkende vraag en stijgende capaciteitsbenutting. Hoewel de investeringen aantrokken begin 2015 bleven deze rond de 15% beneden het niveau van voor de crisis.

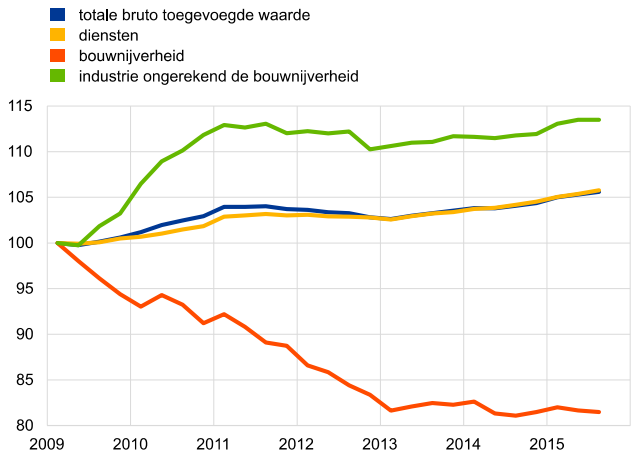
De binnenlandse vraag binnen het eurogebied trok aan in 2015 en stond gemiddeld op het hoogste niveau sinds 2007. De spaarquote van huishoudens bleef min of meer stabiel en ondersteunde daarmee de consumptie-dynamiek. De overheidsconsumptie droeg positief bij aan de economische groei in 2015. De schuldenlast van de overheid en de particuliere sector, die hoog bleef in een aantal landen, temperde echter wel de binnenlandse vraag. Ook de langzame voortgang van de implementatie van structurele hervormingen bleef de groei belemmeren.

De conjuncturele dynamiek werd in 2015 afgeremd door de zwakke externe omgeving (zie Paragraaf 1.1 van Hoofdstuk 1). Terwijl de groeivertraging in de opkomende markteconomieën tegenwind veroorzaakte voor de export van het eurogebied, profiteerde deze van de aanzienlijke depreciatie van de effectieve wisselkoers van de euro die begin 2014 inzette, waardoor het exportmarktaandeel van het eurogebied groeide. De relatief goede prestatie van de export werd ondersteund door een verschuiving in de geografische samenstelling, waarbij de ontwikkelde economieën, zoals de Verenigde Staten, goed waren voor meer export vanuit het eurogebied. Ook de handel binnen het eurogebied herstelde zich in 2015, dankzij de positieve ontwikkeling van de binnenlandse vraag. In 2015 was het groeipercentage van zowel de export als de import hoger dan in de drie voorafgaande jaren. Al met al wordt verwacht dat het uitvoersaldo in 2015 een kleine positieve bijdrage aan de economische groei heeft geleverd.

**Grafiek 11**

Reële bruto toegevoegde waarde van het eurogebied naar bedrijfstak

(index: 2009-I = 100)




Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

In sectoraal opzicht werd het herstel in 2015 relatief breed gedragen (zie Grafiek 11). De totale toegevoegde waarde heeft zich de afgelopen drie jaar hersteld en bereikte in het derde kwartaal van 2015 bijna het piekniveau van voor de crisis. De groei van de toegevoegde waarde in de dienstensector bleef in het derde kwartaal van 2015 voor op die in de industrie (ongerekend de bouwnijverheid) en de bouwnijverheid en bedroeg in het derde kwartaal van 2015 rond 3% meer dan het piekniveau van voor de crisis. De toegevoegde waarde in de industrie ongerekend de bouwnijverheid bleef beneden het peil van voor de crisis, maar bleef zich geleidelijk herstellen. Daar stond tegenover dat de toegevoegde waarde in de bouwnijverheid licht daalde in 2015 en ver beneden de piek van 2008 bleef.

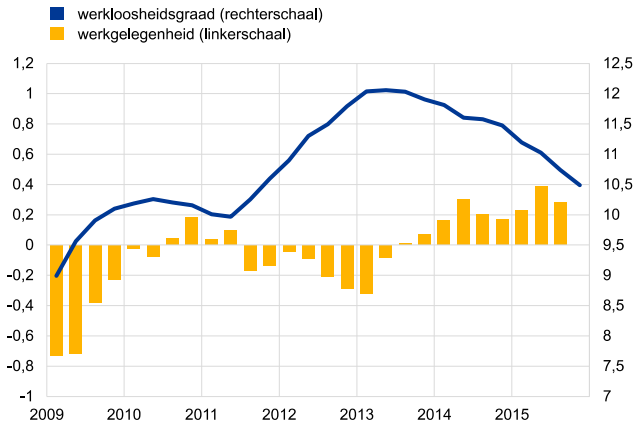
## Voortgaand arbeidsmarktherstel

De arbeidsmarkt bleef zich verder herstellen in 2015 (zie Grafiek 12). De halverwege 2013 ingezette stijging van het aantal werkenden bleef aanhouden in 2015. In het derde kwartaal van het jaar bedroeg het aantal werkenden in het eurogebied 1,1% meer dan in het vergelijkbare kwartaal van 2014, maar bleef circa 2% beneden het piekniveau van voor de crisis. De groei van de werkgelegenheid in 2015 was voornamelijk toe te schrijven aan de aantrekkende arbeidsmarkt in Spanje en Duitsland, maar er waren bemoedigende tekenen die erop wezen dat andere, voorheen kwetsbare landen ook aan de groei bijdroegen.

**Grafiek 12**

Arbeidsmarktindicatoren

(groei op kwartaalbasis, in % van de beroepsbevolking; seizoengezuiverd)




Bron: Eurostat.

Als we kijken naar de ontwikkelingen per sector dan blijkt dat de werkgelegenheid vooral in de dienstensector aantrok, terwijl het aantal werkenden in de industrie ongerekend de bouwnijverheid slechts licht groeide en de werkgelegenheid in de bouwnijverheid daalde. In 2015 nam het totale aantal gewerkte uren iets minder toe dan het aantal werkenden. De jaar-op-jaar productiviteitsgroei per werkende bleef laag, met gemiddeld 0,5% per kwartaal in de eerste drie kwartalen van 2015, vergeleken met een stijging van 0,3% over geheel 2014.

De werkloosheidsgraad bleef dalen in 2015 en bedroeg in het vierde kwartaal 10,5%, het laagste niveau sinds begin 2012. De afname van de werkloosheid, die in de eerste helft van 2013 begon, was te zien in alle leeftijdsgroepen en zowel bij mannen als bij vrouwen. Over geheel 2015 bedroeg de werkloosheidsgraad gemiddeld 10,9%, tegen gemiddeld 11,6% in 2014 en 12% in 2013.

Hoewel de werkloosheidsgraad in het eurogebied aanzienlijk is gedaald sinds medio 2013 blijven de bredere maatstaven voor onbenutte arbeidsmarktcapaciteit hoog. Deze maatstaven houden ook rekening met personen die ongewild in deeltijd werken en personen die zich hebben teruggetrokken van de arbeidsmarkt. Met ruim zeven miljoen mensen die ongewild in deeltijd werken vanwege het gebrek aan voltijdsbanen en rond zeven miljoen ontmoedigde werklozen (dat wil zeggen degenen die het zoeken naar werk hebben opgegeven en zich hebben teruggetrokken van de arbeidsmarkt) heeft de arbeidsmarkt van het eurogebied nog een aanzienlijke onbenutte capaciteit.

**Kader 4**

De rol van de particuliere consumptie in het economisch herstel

Het economisch herstel in het eurogebied wordt vooral gedragen door de particuliere consumptie. In een klimaat van zwakke investeringen, begrotingsconsolidatie en bescheiden handelsgroei herstelt de particuliere consumptie zich gestaag sinds het begin van 2013. In de vier kwartalen tot

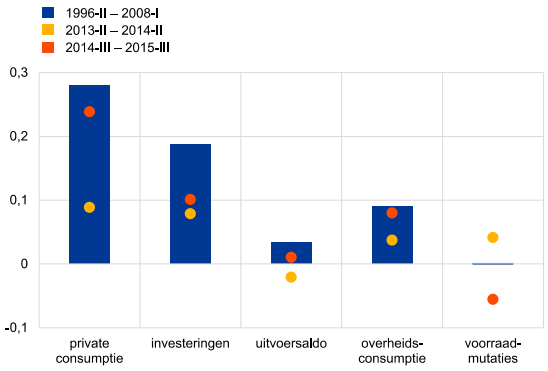
het derde kwartaal van 2015 naderde de bijdrage van de particuliere consumptie aan de bbp-groei het niveau van voor de crisis, wat niet gezegd kan worden van de investeringen (zie Grafiek A).

Het recente herstel van de consumptie ging gepaard met gestaag verbeterende arbeidsmarkten. De stijging van het consumentenvertrouwen sinds begin 2013 is te danken aan de robuuste groei van het reëel besteedbaar inkomen dat op zijn beurt profiteerde van het aanhoudende arbeidsmarktherstel (zie Grafiek B). Het werkloosheidspercentage daalde met 1,6 procentpunt over de gehele periode, maar blijft ruim boven het dieptepunt van voor de crisis (3,3 procentpunt hoger in het vierde kwartaal van 2015 dan in het eerste kwartaal van 2008). Als we kijken naar de individuele eurolanden dan is de recente consumptiegroei relatief hoog in de landen waar de arbeidsmarkt sterk is verbeterd. Vooral in Spanje, Ierland en Portugal heeft de arbeidsmarkt zich opvallend goed hersteld, waardoor het besteedbaar inkomen en de consumptie in deze landen aanzienlijk is gestegen.

**Grafiek A**

Gemiddelde kwartaalbijdrage van de voornaamste bbp-componenten aan de bbp-groei

(gemiddelde bijdrage op kwartaalbasis; procentpunten)

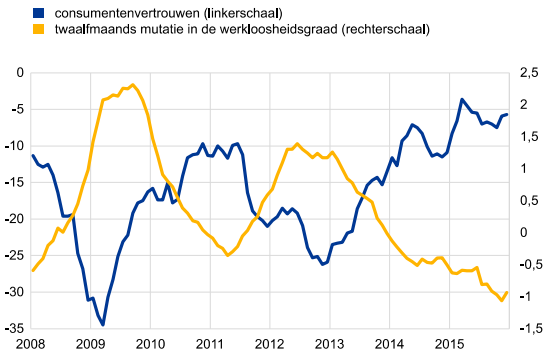



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

**Grafiek B**

Consumentenvertrouwen en de mutatie van het werkloosheidspercentage

(percentages; procentpunten)




Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Ook de lagere energieprijzen hebben een niet te verwaarlozen rol gespeeld in het recente herstel van de particuliere consumptie. Sinds begin 2013 is de koopkracht van huishoudens gemeten naar het reëel besteedbaar inkomen met circa 3% gestegen. Ongeveer een derde van deze stijging was toe te schrijven aan de lagere energieprijzen.[6]

De koopkrachtgroei die te danken is aan lagere energieprijzen lijkt een sterker dan gebruikelijk effect te hebben gehad op de consumptie tijdens het economisch herstel. Een deel van het gestegen reëel besteedbaar inkomen dat te danken is aan de dalende grondstoffenprijzen wordt gewoonlijk een paar kwartalen gespaard. Daardoor stijgt de spaarquote normaal gesproken na een daling van de olieprijzen en daalt deze na een stijging van de olieprijzen. Dit was ook het geval tijdens de financiële crisis toen de scherpe daling van de olieprijs gepaard ging met een

[6] Zie ook het artikel 'An assessment of recent euro area consumption growth', *Economic Bulletin*, nummer 7, ECB, 2015.

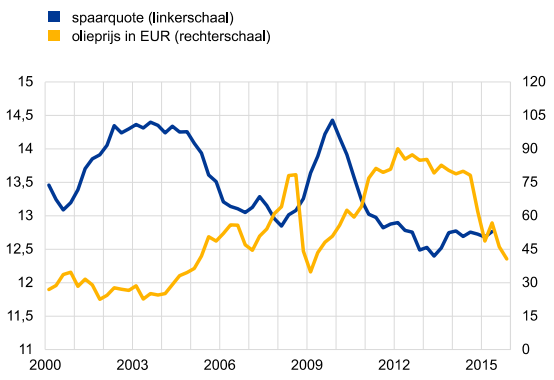
substantiële groei van de spaarquote (zie Grafiek C). Tijdens de afgelopen paar kwartalen is de spaarquote echter ongeveer stabiel gebleven.

De gematigde reactie van de spaarquote op de lagere energieprijzen correspondeert met het vrijkomen van opgehoopte consumptievraag, bijvoorbeeld de vraag naar duurzame consumptiegoederen, die tijdens de crisis sterker terugviel dan de vraag naar niet-duurzame goederen en diensten (zie Grafiek D). Opgehoopte vraag naar duurzame goederen is vaak te zien na een recessie wanneer consumenten hun aankopen hebben uitgesteld vanwege het onzekere economische klimaat. Hoe langer huishoudens hun aankopen van duurzame consumptiegoederen uitstellen, hoe groter de wens en de noodzaak tot vervanging als het herstel eenmaal aanbreekt. Daarom kan opgehoopte vraag het herstel aanjagen onmiddellijk na een periode van terugvallende economische groei.

De recente groei van het verbruik van duurzame consumptiegoederen kan daarom toe te schrijven zijn aan tijdens de crisis opgehoopte vraag (zie Grafiek D). Tussen 2007 en 2013 is het aandeel van duurzame goederen in de totale consumptie in het gehele eurogebied gedaald. Deze daling was veel groter in de landen die het meest te lijden hadden van de crisis. Wel is het aandeel van duurzame goederen in de totale consumptie in deze landen sinds 2013 sneller gestegen. Naar verwachting zal het opwaartse effect van opgehoopte vraag op de consumptiegroei verdwijnen als huishoudens hun voorraad duurzame goederen hebben aangevuld.

**Grafiek C**
Spaarquote en de prijs van ruwe olie

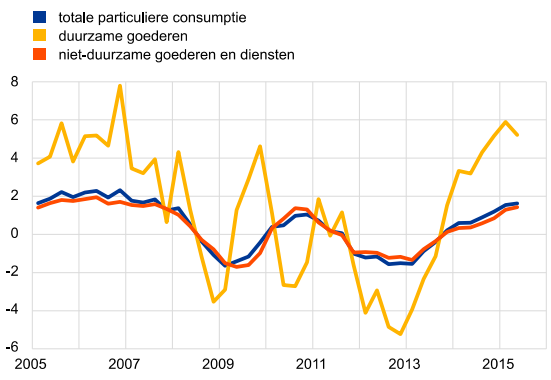
(percentages; EUR per vat)




Bronnen: Eurostat en IMF.
Toelichting: De spaarquote geeft de verhouding weer tussen de bruto besparingen van huishoudens en instellingen zonder winstoogmerk ten behoeve van huishoudens en het jaarlijks voortschrijdend totaal van hun bruto besteedbaar inkomen.

**Grafiek D**
Consumptie van duurzame goederen en niet-duurzame goederen en diensten in het eurogebied

(mutaties in % per jaar)




Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.
Toelichting: Omdat Eurostat alleen een uitsplitsing publiceert van de particuliere consumptie in duurzame en niet-duurzame goederen voor een aantal eurolanden wordt het totaal voor het eurogebied geschat op basis van de gegevens van 17 landen (te weten alle eurolanden behalve België en Ierland). De meest recente waarneming betreft het tweede kwartaal van 2015.

Omdat het merendeel van de stijging van het reëel inkomen afkomstig lijkt te zijn van de verbetering van de arbeidsmarkt zal de consumptie veerkrachtig blijken, uitgaande van voortgaand arbeidsmarktherstel. Zelfs als het dragende effect van lagere olieprijzen en de opgehoopte vraag naar duurzame goederen wegvalt, zal de verder verbeterende arbeidsmarkt het herstel van de particuliere consumptie blijven ondersteunen.

## 1.4 Prijs- en kostenontwikkelingen

In 2015 was de totale inflatie in het eurogebied, gemeten aan de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP), zeer laag of zelfs negatief tegen de achtergrond van aanhoudend lage grondstoffenprijzen. Aanvankelijk trok de HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen aan vanaf het historische dieptepunt in de eerste helft van het jaar, maar bleef daarna min of meer gelijk op circa 0,9% in de tweede helft van het jaar.

### Totale inflatie daalt verder in 2015

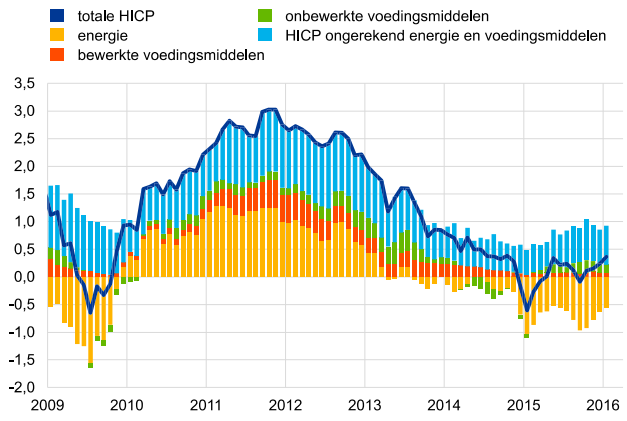
De totale HICP-inflatie in het eurogebied, die in 2014 en 2013 respectievelijk 0,4% en 1,4% bedroeg, daalde in 2015 tot gemiddeld 0,0%. De ontwikkeling van de HICP-inflatie werd vooral gedreven door de energieprijzen (zie Grafiek 13). De totale inflatie kwam twee keer in de rode cijfers, eerst begin 2015 en daarna weer in de herfst. Tegen het einde van het jaar keerde de totale inflatie terug naar licht positieve waarden.

De onderliggende inflatie, gemeten naar de HICP ongerekend energie en voedingsmiddelen veerde op van het historische dieptepunt van 0,6% begin 2015 (zie Kader 5). In de tweede helft van het jaar bleef de onderliggende inflatie over het geheel genomen gelijk rond de 0,9%, met 0,8% als jaarlijks gemiddelde (zie Grafiek 14). Externe factoren, inclusief het vertraagde effect van de appreciatie van de euro tot mei 2014 en het indirecte effect van de daling van de prijs van olie en andere grondstoffen drukten de onderliggende HICP-inflatie gedurende het hele jaar. Ook een gedempte loongroei en de geringe invloed van bedrijven op de prijsstelling vanwege de scherpe concurrentie droegen bij aan het lage niveau van de onderliggende inflatie.

**Grafiek 13**

HICP-inflatie en bijdragen van de componenten

(mutaties in % per jaar en bijdrage in procentpunten)

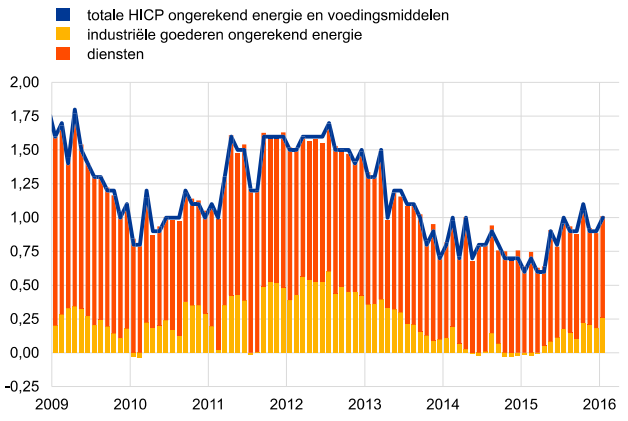



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

**Grafiek 14**

HICP-inflatie, ongerekend energie en voedingsmiddelen en bijdrage van de componenten

(mutaties in % per jaar en bijdrage in procentpunten)




Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

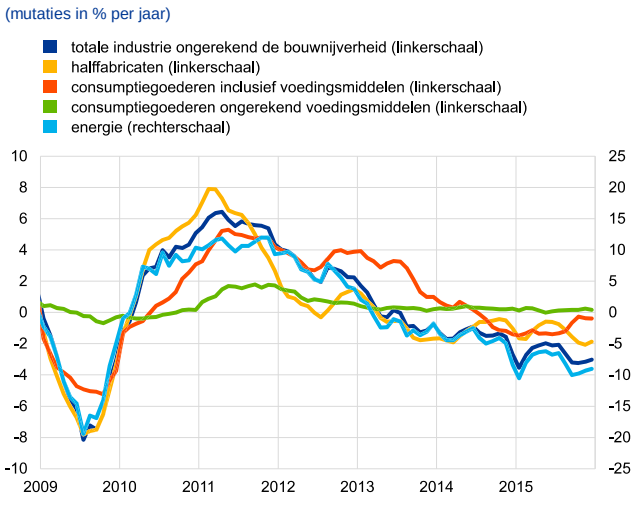
Als we kijken naar de voornaamste HICP-componenten dan veroorzaakte de component energie gedurende het hele jaar een voortgaande neerwaartse druk op de totale HICP. De energie-inflatie was in iedere maand van 2015 negatief, voornamelijk als gevolg van het verloop van de olieprijzen uitgedrukt in euro.

De inflatie van de voedingsmiddelenprijzen vertoont sinds begin 2015 een opwaartse tendens, voornamelijk dankzij de prijsstijgingen van onbewerkte voedingsmiddelen. De sterke stijging van de prijzen van onbewerkte voedingsmiddelen in de herfst was toe te schrijven aan het effect van de ongebruikelijk hoge zomertemperaturen op de prijzen van groenten en fruit. De prijzen van bewerkte voedingsmiddelen bleven ruwweg onveranderd gedurende het jaar.

De jaarlijkse mutatie van de prijzen van niet-industriële goederen m.u.v. energie herstelde zich vanaf het zeer lage niveau van 2014 en begin 2015. De opwaartse beweging werd vooral aangewakkerd door de prijzen van duurzame goederen en in mindere mate door de prijzen van semi-duurzame consumptiegoederen, terwijl de prijzen van niet-duurzame consumptiegoederen min of meer gelijk bleven. De opwaartse tendens was vooral toe te schrijven aan het effect van de depreciatie van de euro sinds mei 2014. Een terugblik over een langere periode leert dat de inflatie voor industriële goederen ongerekend energie getemperd bleef door de snelle daling van de prijzen van high-techgoederen, die zowel nationaal als internationaal onderhevig zijn aan de scherpe concurrentie in de detailhandel.

**Grafiek 15**

Uitsplitsing industriële producentenprijzen




Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

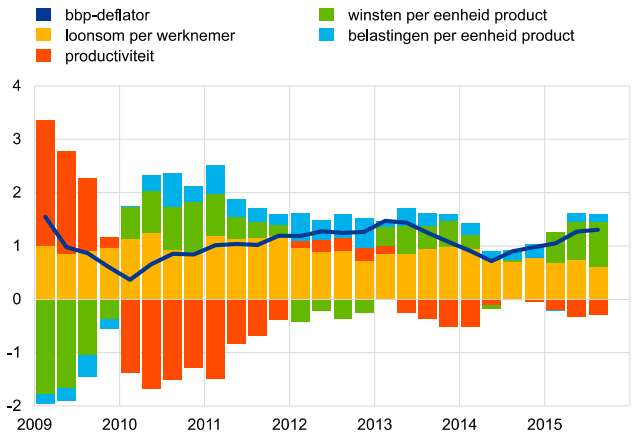
Door de depreciatie van de euro waren de importprijzen de voornaamste bron van de opwaartse prijsdruk in de productieketen. De importprijzen voor consumptiegoederen ongerekend voedingsmiddelen bleven gedurende het hele jaar solide jaarlijkse groeicijfers vertonen. De druk in het productieproces op de consumptieprijzen voor industriële goederen ongerekend energie bleef bescheiden, wat met name bleek uit de producentenprijsinflatie in de consumptiegoederenindustrie ongerekend voedingsmiddelen, die het gehele jaar net boven de nullijn bleef bleef bewegen. De producentenprijzen in de sector van de halffabricaten, alsook de in euro luidende prijzen van ruwe olie en andere grondstoffen wijzen erop dat de druk ook in de eerdere stadia van de prijsketen gematigd was, voornamelijk door de lage prijzen van energie- en niet-energiegrondstoffen (zie Grafiek 15).

De prijsstijgingen in de dienstensector bleven min of meer stabiel binnen een bandbreedte van 1,0% en 1,3% in 2015, als gevolg van de nog steeds aanzienlijke onderbenutting van productie- en arbeidscapaciteit in het eurogebied. Producten in de dienstencomponent van de HICP worden doorgaans in het eigen land vervaardigd, wat betekent dat dienstenprijzen nauwer verbonden zijn met de ontwikkeling de binnenlandse vraag en de arbeidskosten.

**Grafiek 16**

Uitsplitsing van de bbp-deflator

(mutaties in % per jaar en bijdrage in procentpunten)




Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

## Binnenlandse kostendruk blijft gematigd

De aan arbeidskosten gerelateerde binnenlandse kostendruk bleef in de eerste drie kwartalen van 2015 gematigd (zie Grafiek 16). Door de grote onbenutte arbeidsmarktcapaciteit binnen het eurogebied bleef de druk op arbeidskosten beperkt en het prijsstellingsvermogen gering. Daarbij komt dat de structurele hervormingen van de arbeids- en productmarkten van de afgelopen jaren in sommige eurolanden voor grotere neerwaartse loon- en prijsflexibiliteit hebben gezorgd. Ook het feit dat de reële koopkracht van de lonen hoger is bij lagere inflatie heeft de loondruk onder controle gehouden.

De groei van de loonsom per werknemer voor het eurogebied als geheel bedroeg 1,1% jaar-op-jaar in het derde kwartaal van 2015 en het gemiddelde van 1,2% voor de eerste drie kwartalen van het jaar wijst op een lagere uitkomst dan in 2014. De jaarlijkse groei van de loonkosten per eenheid product bleef op een laag niveau, namelijk merkbaar beneden de 1%. Dit was voornamelijk toe te schrijven aan het terugvallen van de groei van de loonsom per werknemer, waarbij de productiegroei aanvankelijk in de eerste helft van 2015 aantrok om daarna ook enigszins te dalen.

De uit winstontwikkeling voortvloeiende binnenlandse kostendruk groeide in 2015. De jaarlijkse winstgroei (afgemeten aan het bruto-exploitatieoverschot) bleef stijgen in de eerste drie kwartalen van 2015, dankzij het economisch herstel, gematigde loonkosten en de verbetering van de ruilvoet door de zwakke ontwikkeling van de importprijzen. Hierdoor was de winst per eenheid product grotendeels verantwoordelijk voor de jaarlijkse stijging van de bbp-deflator in 2015.

## Langetermijn-inflatieverwachtingen verbeteren

De van enquêtes afgeleide en marktgebaseerde langetermijn-inflatieverwachtingen herstelden zich, na begin 2015 een historisch laag niveau te hebben bereikt. Uit de Survey of Professional Forecasters van het vierde kwartaal van 2015 bleek dat de inflatieverwachtingen vijf jaar vooruit 1,9% beliepen, terwijl de inflatievooruitzichten voor langere termijn in oktober 2015 volgens Consensus Economics ook op 1,9% uitkwamen. De marktgebaseerde langetermijn-inflatieverwachtingen bleven het hele jaar beneden de van equetes afgeleide verwachtingen, waarbij een deel van het verschil mogelijk te verklaren valt uit de inflatierisicopremies.

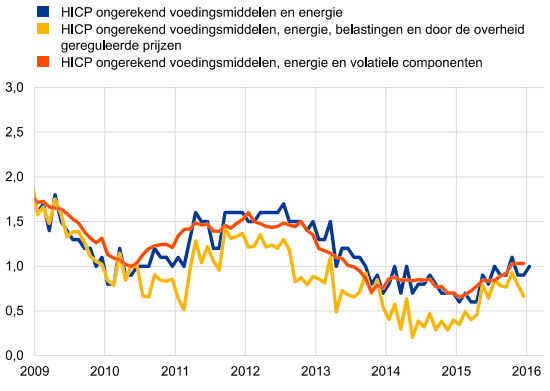
## Kader 5
Ontwikkelingen in onderliggende inflatie

Eind 2014 speelde de vraag wanneer en hoe stevig de inflatie zou aantrekken een belangrijke rol voor de macro-economische vooruitzichten. In dit Kader wordt de ontwikkeling van de verschillende maatstaven voor de onderliggende inflatie besproken. Dat wil zeggen de meer vaste componenten van inflatie en niet de tijdelijke[7] en de signalen die daarvan uitgaan voor een omslagpunt in het inflatietempo. [8]

Uit de permanente maatstaven voor onderliggende inflatie op basis van eliminatie worden steeds verschillende voorbijgaande invloeden weggelaten. Een veel gebruikte maatstaf voor inflatie is de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP) ongerekend energie en voedingsmiddelen. Deze kijkt verder dan de volatiliteit die inherent is aan de prijzen van energie en voedingsmiddelen omdat deze blootstaan aan schokken in de grondstoffenprijzen en laat weersinvloeden, in het geval van onbewerkte voedingsmiddelen, buiten beschouwing. Maar ook deze deelindex kan nog steeds aanzienlijke tijdelijke invloeden bevatten. Een voorbeeld hiervan is kalendereffecten die vooral te zien zijn in de prijzen van aan reisverkeer gerelateerde zaken en seizoensgerelateerde verkopen als kleding en schoenen. Andere voorbeelden zijn eenmalige mutaties in indirecte belastingen of de prijzen van door de overheid geleverde goederen en diensten, waarvan de invloed op het prijspeil na een jaar uit het jaarlijkse mutatietempo verdwijnt.

**Grafiek A**
Permanente maatstaven van onderliggende inflatie op basis van eliminatie

(mutaties in % per jaar)




Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.
Toelichting: Volatiele componenten zijn vliegreizen, logies, georganiseerde vakantiereizen en kleding en schoenen.

De verschillende maatstaven op basis van uitsluiting gaven een ander tijdstip voor het omslagpunt voor de inflatie aan. De HICP-inflatie ongerekend energie, voedingsmiddelen, belastingen en de prijzen van door de overheid geleverde goederen en diensten bereikte een dieptepunt in mei 2014. Het signaal voor een meer duurzame opwaartse beweging bleef echter onduidelijk tot de jaarwisseling 2014-2015 toen de HICP-inflatie ongerekend voedingsmiddelen en energie eveneens naar een dieptepunt daalde (zie Grafiek A). De maatstaf voor de onderliggende inflatie, die naast energie en voedingsmiddelen ook beweeglijke seizoenscomponenten omvat, is veel evenwichtiger en liet na het dieptepunt van november 2014 relatief constante tekenen zien voor een opleving in de eerste helft van 2015. Na de zomer verloren alle maatstaven echter enige opwaartse impuls, waardoor er twijfels rezen of het omslagpunt daadwerkelijk was bereikt.

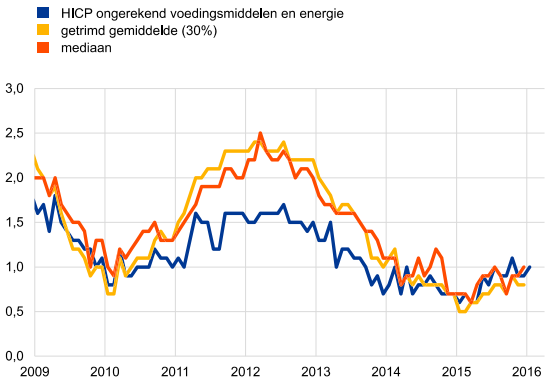
7 De maatstaven voor de onderliggende inflatie worden bijgehouden omdat zij een indicatie geven van de inflatoire tendens en/of een voorspelling kunnen geven van de richting van de totale inflatie. Zie ook het Kader in het ECB Maandbericht van december 2013, getiteld: 'Zijn de sub-indices van de HICP maatstaven van de onderliggende inflatie?'

8 Zie ook het Kader 'Has underlying inflation reached a turning point?' in het *Economic Bulletin* van de ECB van juli 2015.

**Grafiek B**

Statistische maatstaven van onderliggende inflatie op basis van eliminatie

(mutaties in % per jaar)

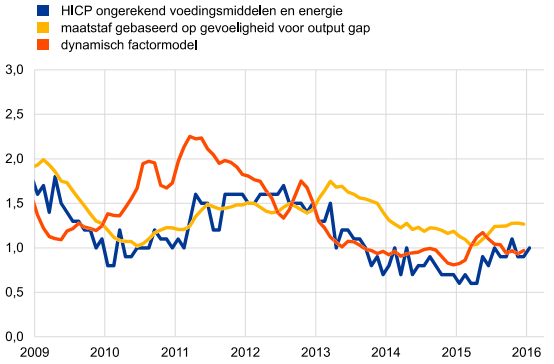



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

**Grafiek C**

Maatstaven van onderliggende inflatie op basis van econometrische technieken

(mutaties in % per jaar)




Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De kernindex (gele lijn, driemaands voortschrijdend gemiddelde) wordt samengesteld uit subcomponenten in de HICP ongerekend energie en voedingsmiddelen, waarvoor de output gap voorspellende waarde heeft in een out-of-sample prognose. De U2-kernindex (oranje lijn) is gebaseerd op een dynamisch factormodel met gedetailleerde HICP-componenten voor 12 landen.

De statistische maatstaven op basis van eliminatie gaven een gelijksoortig beeld te zien. Deze maatstaven temperen de volatiliteit in de gegevens voor de HICP-inflatie door iedere maand de hoogste en de laagste jaarlijkse mutaties buiten beschouwing te laten. Twee voorbeelden hiervan zijn het 30% getrimde gemiddelde[9] en de gewogen mediaan. Het 30% getrimde gemiddelde klom uit het dal van januari 2015, terwijl de mediaan in maart 2015 zijn dieptepunt bereikte (zie Grafiek B). De opwaartse beweging in deze twee maatstaven was wat zwakker dan die in de maatstaven op basis van permanente eliminatie.

Maatstaven van onderliggende inflatie op basis van econometrische technieken bevestigden de signalen. Een van deze maatstaven is gebaseerd op een dynamisch factormodel dat rekening houdt met de gemeenschappelijke en blijvende factoren in de inflatiepercentages en HICP-componenten in verschillende landen. Deze maatstaf bereikte in december 2014 zijn dieptepunt, steeg daarna aanzienlijk tot mei 2015, maar verloor gedurende de zomermaanden – net als de mediaan – weer wat terrein en bleef vervolgens tot het einde van het jaar stabiel (zie Grafiek C). Weer een andere maatstaf houdt alleen rekening met de componenten van de HICP ongerekend voedingsmiddelen en energie waarvoor de output gap in het verleden een voorspellende waarde heeft gehad. Deze wordt ingegeven door de economische redenering dat de onderliggende inflatoire druk zou moeten toenemen wanneer de onbenutte capaciteit in de economie afneemt. De maatstaf die is gebaseerd op gevoeligheid voor de output gap lijkt het omslagpunt bereikt te hebben in maart 2015.

Al met al wijzen de onvertraagde signalen die worden afgegeven door deze indicatoren op enige onzekerheid met betrekking tot het precieze tijdstip van het omslagpunt en de kracht waarmee de prijsdynamiek gaat aantrekken. Terugkijkend op de ontwikkeling van de verschillende maatstaven dan blijkt inderdaad dat de onderliggende inflatie is gestegen in vergelijking met 2013. Het uitblijven

[9] Het 30% getrimde gemiddelde heeft 15% getrimd ten opzichte van van elk uiterste.

van verdere opwaartse dynamiek in de tweede helft van het jaar duidt er echter op dat het definitieve omslagpunt nog voor ons ligt.

## 1.5 Geld- en kredietontwikkelingen

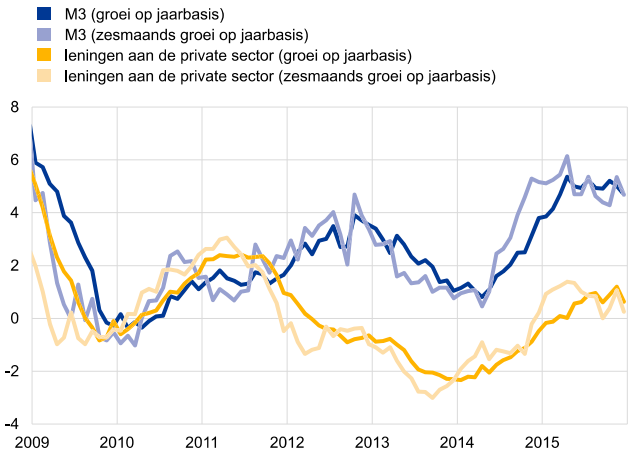
In een omgeving van gematigde inflatie en lage beleidsrente heeft de ECB additionele niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen genomen. In 2015 vielen drie ontwikkelingen op: de geldgroei bleef fors, de kredietgroei trok geleidelijk aan maar bleef zwak en de debetrentes daalden aanzienlijk.

### Geldgroei blijft fors

De groei van de ruime geldhoeveelheid versnelde in 2015 aanvankelijk en bleef vanaf april fors (zie Grafiek 17). In december 2015 groeide M3 op jaarbasis met 4,7%, tegen 3,8% eind 2014. Een tweetal factoren vormden de stuwende kracht achter de monetaire ontwikkelingen in het eurogebied: (i) de sterke groei van het eng gedefinieerde monetaire aggregaat M1, met name girale deposito's, dat profiteerde van de geringe alternatieve kosten van het aanhouden van de meest liquide instrumenten; en (ii) de niet-conventionele maatregelen van de ECB, in het bijzonder de in juni 2014 aangekondigde gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO's) en het in januari 2015 aangekondigde uitgebreide Programma voor de aankoop van activa (Asset Purchase Programme – APP).

**Grafiek 17**
M3 en leningen aan de private sector

(mutaties in % per jaar; seizoengezuiverd en gecorrigeerd voor kalendereffecten)




Bron: ECB.

Waar het de belangrijkste M3-componenten betreft, droegen de zeer lage basisrentetarieven van de ECB en geldmarktrente bij aan de sterke groei van de eng gedefinieerde geldhoeveelheid (M1); die groei kwam in december 2015 op 10,7% uit, tegen 8,1% een jaar eerder. M1 trok profijt van de sterke groei van de girale deposito's die zowel door de huishoudens als door de niet-financiële ondernemingen werden aangehouden. De geringe vergoeding van minder liquide activa droeg bij aan de voortdurende teruggang van de andere dan girale kortlopende deposito's (M2 – M1), die de groei van M3 bleef belemmeren. Het groeitempo van de verhandelbare instrumenten (M3 – M2), die een gering gewicht in M3 hebben, werd positief. Deze ontwikkeling was voornamelijk te danken aan het herstel van de posities in aandelen/participaties in geldmarktfondsen, doordat hun relatieve rendement, in vergelijking met het eenmaands EURIBOR-tarief, positief was.

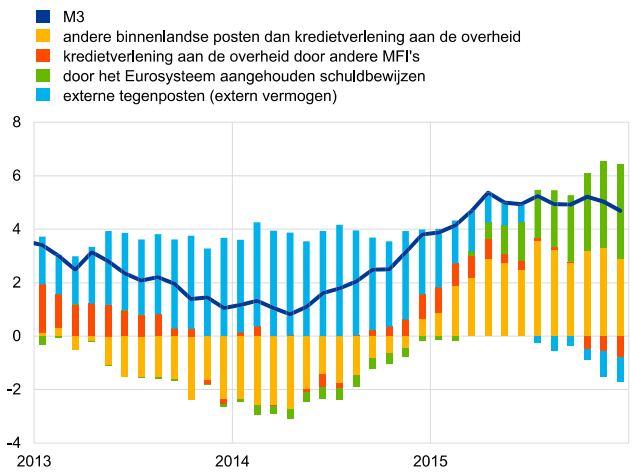
## Geldcreatie wordt gedreven door binnenlandse bronnen

Nadere beschouwing van de tegenposten van M3 (zie Grafiek 18) laat zien dat in 2015 binnenlandse bronnen van geldcreatie de boventoon voerden. In een omgeving van lage rente werd de dynamiek van M3 vooral gestuwd door verschuivingen ten nadele van langerlopende financiële passiva en de toenemende bijdrage van de kredietverlening door MFI's. Het jaar-op-jaar groeipercentage van de langerlopende financiële passiva van MFI's (ongerekend kapitaal en reserves) in het bezit van de geldaanhoudende sector daalde in de loop van het jaar verder, tot -6,7% in december, tegen -5,3% eind 2014. Deze ontwikkeling weerspiegelt de relatief vlakke rendementscurve, de vervanging door MFI's van langerlopende schuldbewijzen door middelen uit TLTRO's en de aankoop van gedekte obligaties door het Eurosysteem middels het derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties. Voor zover deze obligaties door ingezetene niet-MFI's werden verkocht, is hierdoor de geldhoeveelheid vergroot.

**Grafiek 18**

Tegenposten van M3

(mutaties in % per jaar; bijdragen in procentpunten)




Bron: ECB.

De aankopen door het Eurosysteem van overheidsobligaties in het kader van het aankoopprogramma voor staatsobligaties was een voorname bron van geldcreatie (zie Grafiek 18, met name de post 'door het Eurosysteem aangehouden schuldbewijzen'). Van de andere binnenlandse posten dan kredietverlening aan de overheid nam de kredietverlening aan de private sector, in eerdere jaren nog de grootste belemmering voor groei van de geldhoeveelheid, in 2015 geleidelijk toe. Ondanks een omvangrijk overschot op de lopende rekening nam de netto externe positie van de MFI’s in het eurogebied (het spiegelbeeld van de via banken afgewikkelde netto externe schuldpositie van niet-MFI's van het eurogebied) in 2015 af. In eerdere jaren was deze positie nog een belangrijke bron van geldcreatie. Deze ontwikkeling is het gevolg van een netto portefeuille-uitstroom uit het eurogebied in het kader van het APP, die bovendien de herschikking van effectenportefeuilles richting beleggingsinstrumenten van buiten het eurogebied stimuleerde.

## Kredietgroei herstelt geleidelijk, maar blijft zwak

De geleidelijke opleving van de kredietgroei weerspiegelde vooral het verloop van de kredietverlening aan de private sector (zie Grafiek 17). De groei op jaarbasis van de kredietverlening door MFI’s aan ingezetenen van het eurogebied nam gedurende geheel 2015 toe, en bedroeg in december 2015 2,3%, tegen -0,2% in december 2014. Zowel voor huishoudens als voor niet-financiële ondernemingen was een verbetering van de dynamiek van de kredietverlening merkbaar. De twaalfmaands groei van de kredietverlening aan huishoudens trok verder aan, terwijl de twaalfmaands groei van de kredietverlening aan niet-financiële ondernemingen pas

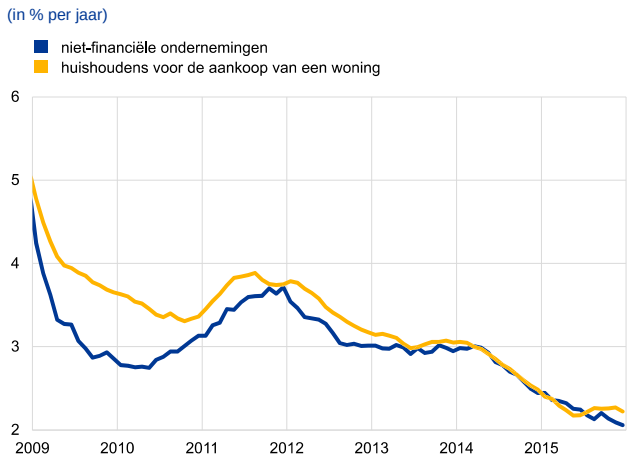
medio 2015 positief werd. De gunstigere kredietdynamiek werd mogelijk gemaakt door aanzienlijke afnames van de bancaire debetrentes, onder invloed van een verdere daling van de financieringskosten van banken, die verband hield met de niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen van de ECB.

Bovendien ondersteunen wijzigingen in kredietverleningscriteria en de vraag naar leningen, zoals de enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied uitwijst, een herstel van de kredietgroei. Volgens deze enquête zijn het heersende klimaat van lage rente, een toegenomen behoefte aan financiering voor investeringen in vaste activa en de vooruitzichten voor de woningmarkt belangrijke aanjagers van de toenemende vraag naar leningen. In dit kader had de APP per saldo een versoepelend effect op de acceptatiecriteria en met name op de kredietvoorwaarden. Verder gaven banken aan dat zij de uit de APP en de TLTRO's verkregen additionele liquiditeit aanwenden voor kredietverstrekking en het vervangen van financiering uit andere bronnen. De kredietdynamiek is ondanks deze verbeteringen nog altijd zwak en weerspiegelt nog steeds factoren als de zwakke economische situatie en de consolidatie van bankbalansen. Bovendien gaat de kredietverstrekking in enkele delen van het eurogebied nog steeds gebukt onder krappe kredietvoorwaarden.

## Bancaire debetrentes voor huishoudens en niet-financiële vennootschappen dalen aanzienlijk

**Grafiek 19**

Samengestelde bancaire debetrente voor niet-financiële ondernemingen en huishoudens




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

De accommoderende monetairbeleidskoers van de ECB, een sterkere balanssituatie en over het geheel genomen een afnemende fragmentatie op de financiële markten hebben alle bijgedragen aan een afname van de samengestelde financieringskosten van banken, die zich dicht bij hun laagterecord stabiliseerden. Sinds juni 2014 berekenen banken de afname van hun financieringskosten door in de vorm van lagere debetrentes (zie Grafiek 19), die in de tweede helft van 2015 een historisch laagterecord bereikten. Tussen begin juni 2014 en december 2015 is de samengestelde bancaire debetrente voor niet-financiële ondernemingen met circa 87 basispunten gedaald en die van huishoudens met rond de 69 basispunten. Daarnaast lopen de bancaire debetrente voor niet-financiële ondernemingen en die voor huishoudens tussen de landen opnieuw minder ver uiteen.

## 1.6 Begrotingsbeleid en structurele hervormingen

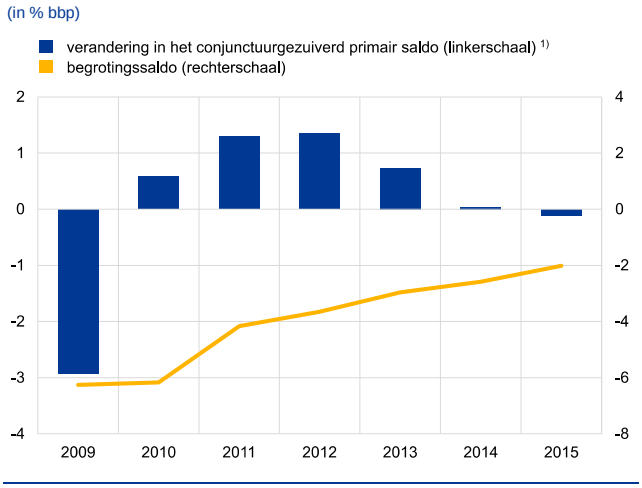
Het begrotingstekort van het eurogebied nam in 2015 verder af, voornamelijk dankzij gunstige conjuncturele ontwikkelingen en lagere rentelasten. De begrotingsbeleidskoers in het eurogebied was overwegend neutraal. Voor het eerst in acht jaar vertoonde de overheidsschuldquote een daling, hoewel de schuldniveaus hoog blijven. Voor houdbare overheidsfinanciën zijn verdere budgettaire inspanningen nodig. Om het economisch herstel te ondersteunen dient begrotingsconsolidatie groeivriendelijk te zijn. Ook zou de groei kunnen profiteren van snellere doorvoering van structurele hervormingen, waarvan het tempo in 2015 ondanks inspanningen op Europees niveau opnieuw laag was. Hervormingen ten aanzien van het ondernemingsklimaat en de regelgeving en van goederen- en arbeidsmarkten dienen krachtiger ter hand te worden genomen om het herstel te ondersteunen, convergentie in de richting van de best presterende landen te bevorderen en het groeipotentieel te verhogen.

### Begrotingstekorten bleven dalen in 2015

Het begrotingstekort van het eurogebied nam in 2015 verder af, zij het langzamer dan in het voorgaande jaar (zie Grafiek 20). Volgens de door de medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van december 2015 liep het overheidstekort van het eurogebied terug van 2,6% bbp in 2014 tot 2,0% bbp in 2015. Dat strookt min of meer met de economische winterprognose 2016 van de Europese Commissie. De vermindering van het tekort voor 2015 was voornamelijk toe te schrijven aan gunstige conjuncturele ontwikkelingen en lagere rentelasten. De meevaller uit lager dan aanvankelijk begrote rentelasten bedroeg in 2015 voor het eurogebied circa 0,2% bbp. Veel landen gebruikten een deel van deze besparingen voor het opvoeren van de primaire bestedingen, in plaats van voor schuldvermindering zoals de ECOFIN-Raad in zijn landspecifieke aanbevelingen (LSA's) voor 2015 had bepleit. In enkele landen droeg het wegvallen van eenmalige factoren in 2015, die onder andere verband hielden met in 2014 aan de financiële sector verleende steun, eveneens bij aan begrotingsverbetering.

**Grafiek 20**

Begrotingssaldo en begrotingsbeleid




Bronnen: Eurostat en door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van december 2015.
1) Verandering in het conjunctuurgezuiverd primair saldo ongerekend de budgettaire invloed van de overheidssteun aan de financiële sector.

Naar verwachting is het primaire structureel saldo in 2015 licht verslechterd. Consolidatiemaatregelen, merendeels in de vorm van hogere indirecte belastingen, werden tenietgedaan door pakketten van stimulerende begrotingsmaatregelen ter ondersteuning van economische groei en werkgelegenheid. De begrotingsbeleidskoers in het eurogebied was daarmee in 2015 overwegend neutraal, gemeten naar het conjunctuurgezuiverd primair saldo ongerekend overheidssteun aan de financiële sector (zie Grafiek 20).

Het directe budgettaire effect van de instroom van vluchtelingen verschilde aanmerkelijk van land tot land, afhankelijk van zowel de omvang van de instroom en of vluchtelingen slechts op doortocht waren of een land als eindbestemming zagen als de verschillen in sociale aanspraken en de wettelijke bepalingen met betrekking tot toegang tot de arbeidsmarkt. In de landen die in 2015 het sterkst door de vluchtelingenstroom werden geraakt, bedroegen de begrotingskosten in verband met vluchtelingen circa 0,2% van het bbp.[10]

## Begrotingssaldi vertoonden verdere convergentie

In vergelijking met het hoogtepunt van de crisis is de begrotingspositie in alle eurolanden verbeterd, grotendeels als gevolg van aanzienlijke structurele aanpassingen in de jaren 2010-2013. De begrotingssaldi van de eurolanden vertoonden verdere convergentie, waarbij het merendeel nu tekorten vertoont beneden de referentiewaarde van 3% bbp. De vooruitgang in de begrotingsconsolidatie kwam tot uiting in het toenemende aantal landen dat de buitensporigtekortprocedure (Excessive Deficit Procedure - EDP) achter zich liet. In 2015 is de EDP voor Malta officieel beëindigd. Bovendien is de verwachting dat Ierland en Slovenië hun buitensporig tekort tijdig conform de EDP-deadline van 2015 hebben gecorrigeerd, en mogelijk is Cyprus erin geslaagd om de correctie een jaar vóór de deadline van 2016 te realiseren. In Portugal is de tekortdoelstelling van 3% in 2015 waarschijnlijk overschreden als gevolg van steun aan de financiële sector. In 2016 zullen Frankrijk, Spanje en Griekenland naar verwachting aan de EDP onderworpen blijven.

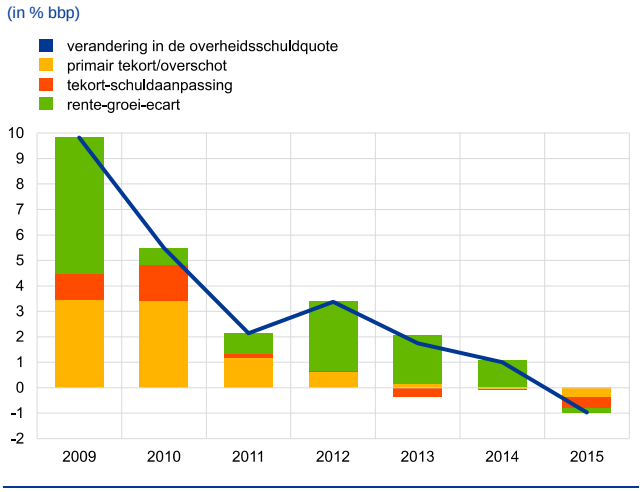
[10] Zie het Kader 'A first assessment of the macroeconomic impact of the refugee influx', in *European Economic Forecast Autumn 2015*, Europese Commissie.

## Overheidsschuldquote heeft de daling ingezet

Nadat de overheidsschuld (in procenten bbp) in het eurogebied in 2014 het hoogtepunt had bereikt, is nu voor het eerst sinds het uitbreken van de crisis een daling te zien. Volgens de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van december 2015 bedroeg de overheidsschuld in het eurogebied in 2015 91% bbp, in vergelijking met 92% in 2014. Deze daling werd ondersteund door gunstige ontwikkelingen van het rentegroei-ecart en geringe primaire overschotten (zie Grafiek 21). Daarnaast droegen negatieve tekort-schuldaanpassingen, waarin onder andere ontvangsten uit privatiseringen tot uitdrukking kwamen, aan de verbetering bij. In enkele landen nam de schuldquote echter verder toe.

**Grafiek 21**

Stuwende krachten achter het verloop van de overheidsschuld




Bronnen: Eurostat en door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van december 2015.

In een aantal eurolanden blijft het niveau van de overheidsschuld niettemin hoog. Het beperken van risico's voor de houdbaarheid van de schuld is des te belangrijker gezien de grote uitdagingen op lange termijn in verband met de vergrijzing en de stijgende kosten van de gezondheids- en de langdurige zorg. Volgens de prognose in het vergrijzingsrapport van de Europese Commissie nemen de totale vergrijzingskosten toe van 26,8% bbp in 2013 tot 28,3% bbp in 2060. Deze toename wordt vooral veroorzaakt door demografische factoren, die naar verwachting bijna een verdubbeling van de afhankelijkheidsratio van ouderen tot gevolg hebben. Het aantal mensen van 65 jaar en ouder ten opzichte van de potentiële beroepsbevolking (tussen 15 en 64 jaar) stijgt namelijk tot ruim 50% in 2060. Voor een goed begrip van de kosten van de vergrijzing moet worden opgemerkt dat deze prognoses aan aanmerkelijke neerwaartse risico's onderhevig zijn, aangezien ze deels op zeer gunstige onderliggende economische en demografische aannames zijn gebaseerd.[11] De Europese Commissie heeft in haar 'Fiscal Sustainability Report 2015' bevestigd dat op middellange en lange termijn de risico's voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën in een aantal eurolanden bij ongewijzigd beleid aanmerkelijk zijn. Bovendien onderstreept zij in haar analyse het belang van volledige naleving van het Stabiliteits- en Groeipact (SGP) door landen met thans een hoog schuldniveau, om zo de schuldquote te stabiliseren of zelfs te verminderen.

[11] Zie het Kader 'Het 2015 Ageing report: wat zijn de kosten van de vergrijzing voor Europa', *Economisch Bulletin*, nummer 4, ECB, 2015.

## In diverse landen zijn meer begrotingsinspanningen vereist

Gedurende 2015 zag een aantal landen zich geconfronteerd met de uitdaging om de begrotingsbeleidskoers nauwgezet uit te stippelen om zo een evenwicht te vinden tussen het terugbrengen van het hoge schuldenniveau en het vermijden van schade aan het economisch herstel en tegelijkertijd volledig te blijven voldoen aan de eisen van het SGP. Voor een aantal eurolanden is voor 2015 en daarna een forse consolidatiekloof ten aanzien van de SGP-vereisten vastgesteld, die om aanvullende begrotingsinspanningen vraagt. De Europese Commissie heeft haar beoordeling van de ontwerpbegrotingen voor 2016 ten opzichte van de SGP-vereisten op 17 november 2015 bekendgemaakt.[12] Zij constateerde dat slechts vijf van de 16 ontwerpbegrotingen (die van Duitsland, Estland, Luxemburg, Nederland en Slowakije) volledig overeenstemden met het SGP. Zeven begrotingen (die van België, Ierland, Frankrijk, Letland, Malta, Slovenië en Finland) waren 'in grote lijnen in overeenstemming' omdat de primaire begrotingsdoelstellingen waarschijnlijk zouden worden behaald, terwijl de verwachte structurele inspanningen niet aan de vereisten voldeden. Bij vier begrotingen (die van Spanje, Italië, Litouwen en Oostenrijk) was er sprake van 'risico van niet-naleving' van het SGP.

Op 23 november 2015 heeft de Eurogroep de landen met een risico van niet-naleving opgeroepen om de aanvullende maatregelen te nemen die nodig zijn om de door de Commissie gesignaleerde risico's weg te nemen.

Het is belangrijk dat begrotingsconsolidatie groeivriendelijk is. Aan de uitgavenkant vormen evaluaties van de bestedingen een veelbelovende mogelijkheid om aanspraken te identificeren die niet noodzakelijkerwijs tot welvaartsstijging leiden. Belangrijke hervormingsterreinen aan de opbrengstenkant zijn het verbeteren van de groeivriendelijkheid van het belastingstelsel en het terugdringen van belastingontduiking in een aantal landen. Met name verkleining van de belastingwig op arbeid kan een positief effect hebben op de economische groei en de werkgelegenheid.

## Het tempo van de doorvoering van structurele hervormingen bleef in 2015 laag

Hoewel het economisch herstel niet in alle eurolanden even snel verliep, bleven inspanningen ter versterking van de aanbodzijde en vergroting van de economische veerkracht in 2015 in het algemeen beperkt. Het tempo van de doorvoering van structurele hervormingen bleef traag, net als in 2014. Dit ondanks de wijzigingen die met het Europees Semester van 2015 zijn geïntroduceerd met het doel de 'zeggenschap' in de hervormingen te vergroten en de uitvoer ervan te ondersteunen. Voor alle beleidsterreinen lag de nadruk op versterking van randvoorwaarden (met

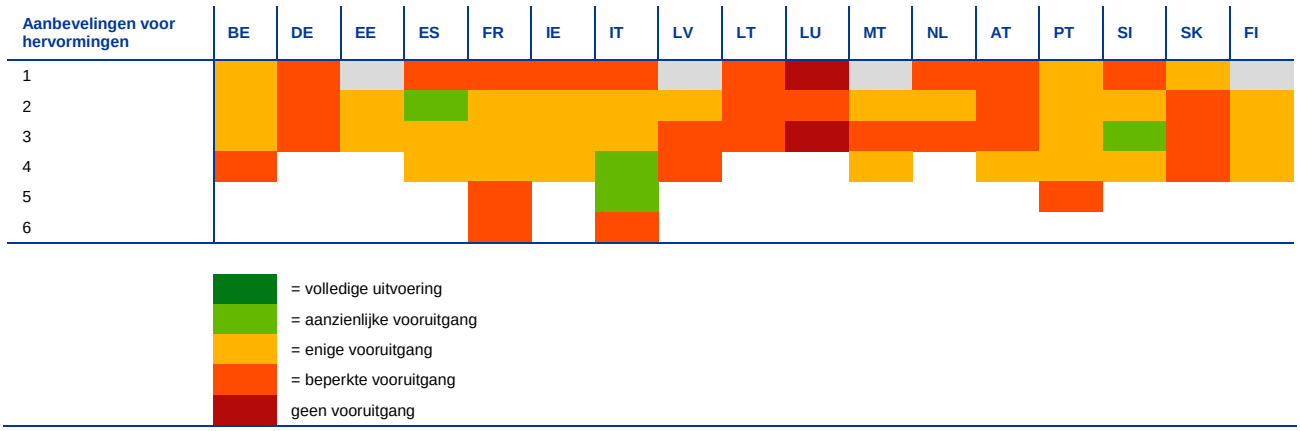
[12] Zie voor een analyse van de beoordeling door de Commissie het Kader 'Beoordeling ontwerpbegrotingen 2016', *Economisch Bulletin*, nummer 8, ECB, 2015.

name via verbeteringen in insolventieprocedures), waardoor actief arbeidsmarktbeleid aan doelmatigheid wint en de belastingwig op arbeid wordt verkleind. Minder inspanningen waren gericht op het verminderen van bescherming en het vergroten van concurrentie in afgeschermde dienstensectoren, het verbeteren van het overheidsbestuur en het vergroten van de loonflexibiliteit.

Tabel 1 toont de bereikte vooruitgang bij de uitvoering van de landspecifieke aanbevelingen voor 2015. Te zien is dat bij de uitvoering van een groot aantal aanbevelingen slechts geringe vooruitgang is geboekt. Van alle eurolanden blijft de uitvoering met name achter in Duitsland, Litouwen, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk en Slowakije; in deze landen wordt op de meeste terreinen slechts beperkt vooruitgang geboekt. Van de landen waarvoor de Europese Commissie in 2015 nog buitensporige onevenwichtigheden vaststelde, heeft Italië een iets hoger uitvoeringsgraad bereikt dan Portugal en Frankrijk.

**Tabel 1**

Beoordeling door de Europese Commissie van de uitvoering van de landspecifieke aanbevelingen voor 2015




Bron: Europese Commissie, Landverslagen 2016.
Toelichting: De volgende categorieën worden gebruikt om de vooruitgang bij de uitvoering van de landspecifieke aanbevelingen (LSA's) voor 2015 te beoordelen. Geen vooruitgang: de lidstaat heeft geen maatregelen aangekondigd of goedgekeurd om gevolg te geven aan de LSA's. Deze categorie wordt ook gebruikt als de lidstaat een studie laat uitvoeren om mogelijke maatregelen te onderzoeken. Beperkte vooruitgang: de lidstaat heeft een aantal maatregelen aangekondigd om gevolg te geven aan de LSA's, maar deze blijken ontoereikend en/of de goedkeuring/uitvoering ervan is onzeker. Enige vooruitgang: de lidstaat heeft maatregelen aangekondigd of goedgekeurd om gevolg te geven aan de LSA's. Die maatregelen zijn veelbelovend, maar zijn nog niet allemaal uitgevoerd en de uitvoering ervan is niet in alle gevallen zeker. Aanzienlijk vooruitgang: de lidstaat heeft maatregelen goedgekeurd en de meeste daarvan zijn uitgevoerd. Deze maatregelen sluiten reeds voor een groot deel aan bij de LSA's. Volledige uitvoering: de lidstaat heeft maatregelen goedgekeurd en uitgevoerd die op passende wijze gevolg geven aan de LSA's. De grijze vlakken betreffen hervormingen die met naleving van het SGP verband houden. Deze zijn in de Landverslagen niet beoordeeld. Cyprus en Griekenland zijn in 2015 niet in het Europees Semester opgenomen omdat zij in macro-economische aanpassingprogramma's waren opgenomen en daarom geen LSA's ontvingen.

## Structurele hervorming moet krachtiger ter hand worden genomen om de bbp-groei duurzaam op te stuwen

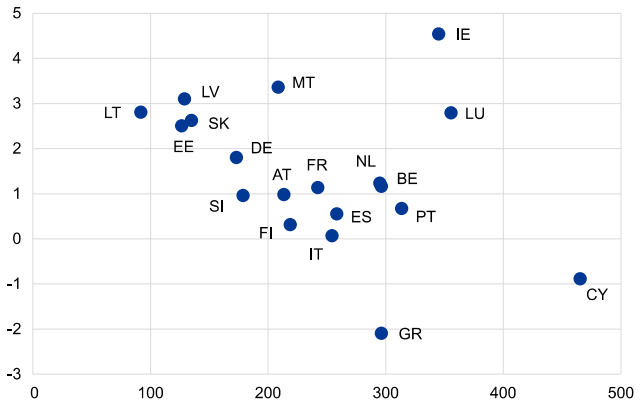
Door de trage uitvoering van hervormingen liggen sommige landen aanzienlijk achter op de best presterende landen wat betreft het doorvoeren van maatregelen die de veerkracht verbeteren en de groeivooruitzichten op lange termijn ten goede komen. Dit geldt met betrekking tot het ondernemingsklimaat en de regelgeving en de goederen- en arbeidsmarkt. Dergelijke achterstanden wijzen op potentieel dat door middel van structurele hervormingen zou kunnen worden aangeboord. Met dergelijke hervormingen kan grote winst worden behaald, aangezien veel economieën nog ver verwijderd zijn van hun optimale prestatie. Zo was in de publicatie 'Doing Business'

van de Wereldbank slechts één euroland opgenomen in de ranglijst van de tien best presterende landen. De vertraging in de uitvoer van hervormingen in 2014 en 2015 benadrukt de noodzaak van een krachtigere aanpak om zo het conjunctuurherstel te verduurzamen en het groeipotentieel te vergroten. Die daadkracht zou kunnen worden ondersteund door een sterkere governance ten aanzien van hervormingen en een duidelijkere inzet van de eurolanden om van de lage rente te profiteren en zo daadwerkelijk tot structurele veranderingen in de eigen economie te komen.

**Grafiek 22**

Gemiddelde potentiële groei ten opzichte van overheidsschuld en schuld van de private sector

(x-as: geconsolideerde overheids- en private schuld, 2015-II, percentage bbp; y-as: gemiddelde potentiële productiegroei, 2016-2017)




Bronnen: Eurostat en Europese Commissie.

Een geringe productiviteitsverbetering, hoge werkloosheidscijfers en grote onevenwichtigheden in sommige landen, zoals hoge schuldenniveaus en een negatief extern vermogen, vormen risico's voor duurzaam economisch herstel en vragen om beleidsmaatregelen (zie bijvoorbeeld Grafiek 22). De beschikbare ramingen van diverse internationale instellingen (bijvoorbeeld de Europese Commissie, het IMF en de OESO) wijzen erop dat de groei van de totale factorproductiviteit in de meeste eurolanden de komende drie tot vijf jaar onder de 1% blijft. Structurele hervormingen die geloofwaardig, zorgvuldig gekozen en goed opgezet zijn, kunnen snel een positief effect sorteren (bijvoorbeeld via een vertrouwensimpuls) en daarmee het herstel ondersteunen.[13] In veel landen dienen er nog steeds hervormingen te worden doorgevoerd op het gebied van goederen- en arbeidsmarkten, het ondernemingsklimaat en de regelgeving.

De ervaring leert dat de uitdagingen voor de uitvoer van hervormingen op diverse beleidsterreinen verschillen, wat mede zou kunnen verklaren waarom hervormingen op goederenmarkten achterlopen op die op andere gebieden, zoals de arbeidsmarkt. Toch kunnen hervormingen op productmarkten waarmee de toegang tot afgeschermde sectoren wordt opengesteld aanzienlijk bijdragen tot een groter aanpassingsvermogen in het eurogebied. Er dienen vergaande hervormingen te worden doorgevoerd om de concurrentie in gereguleerde beroepsgroepen, in de detailhandel en onder nutsbedrijven te vergroten, aangezien open en concurrerende markten nodig zijn voor een efficiënte toewijzing van middelen en als impuls voor de aanhoudend zeer lage investeringen. Daarnaast kan een hoger investeringsniveau en een efficiëntere toewijzing van middelen worden gestimuleerd door de bureaucratie in het ondernemingsklimaat terug te dringen, de efficiëntie van de rechterlijke macht op te voeren, het klimaat van regelgeving te verbeteren en insolventieprocedures en afwikkelingsinstrumenten aan te scherpen. Bovendien is sprake van hardnekkige ongelijkheid tussen eurolanden ten aanzien van het

[13] Zie Anderson, D., Barkbu, B., Lusinyan, L. en Muir, D., 'Assessing the Gains from Structural Reforms for Jobs and Growth', *Jobs and Growth: Supporting the European Recovery*, IMF, 2013, waarin de positieve bbp-dynamiek op korte termijn voor het eurogebied wordt belicht.

functioneren van de arbeidsmarkt. Er moet nog steeds beleid worden uitgevoerd dat is gericht op een hoogwaardiger arbeidsaanbod en het faciliteren van de overgang van werkloosheid of inactiviteit naar werk en aanpassingen van de arbeidswetgeving dienen gericht te zijn op een beter evenwicht tussen flexibiliteit en zekerheid.[14]

Naar aanleiding van de publicatie van het Verslag van de vijf voorzitters zijn stappen genomen om de doorvoering van de hervormingen en vergroting van de 'zeggenschap' een impuls te geven. Met name heeft de Commissie gepleit voor een aanbeveling van de Raad inzake de oprichting van nationale comités voor het concurrentievermogen in de eurozone. Met deze comités kan een beter inzicht worden verkregen in de factoren die bepalend zijn voor het concurrentievermogen, zowel in afzonderlijke landen als in het eurogebied als geheel. Wat hun rol wordt en hoe effectief ze zullen zijn bij het versnellen van de doorvoering van hervormingen zal echter afhangen van hun volledige onafhankelijkheid en hun mandaat.[15]

# 2 Het monetair beleid in moeilijke tijden

## 2.1 Verontrustende inflatievooruitzichten vereisten nieuw resoluut optreden van de ECB

Begin januari 2015 onderwierp de Raad van Bestuur de vooruitzichten voor het prijsverloop alsook de monetairbeleidsstimulans van de sedert medio 2014 ten uitvoer gelegde maatregelen aan een grondige herbeoordeling. De inflatiedynamiek bleef zwakker dan verwacht in een context van aanhoudende aanzienlijke economische slapte en persistent bedrukte geld- en kredietontwikkelingen. Als gevolg daarvan daalden de marktgebaseerde maatstaven van de inflatieverwachtingen voor verschillende looptijden en bevonden de meeste indicatoren van de werkelijke en de verwachte inflatie zich op, of dicht bij hun historisch laagtepunt. De Raad van Bestuur werd aldus geconfronteerd met verhoogde risico's van een te lange periode van lage – en mogelijk negatieve – inflatie. De reeds genomen monetairbeleidsmaatregelen (in het bijzonder de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO's), het programma voor de aankoop van door activa gedekte effecten (ABSPP) en het derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties (CBPP3) in combinatie met de eerder ingevoerde forward guidance) zorgden reeds voor een bevredigende mate van doorwerking en de leningskosten van de private sector begonnen tijdens de zomermaanden overtuigend te dalen. Gelet op de wijder wordende kloof tussen de werkelijke en de verwachte inflatie, enerzijds, en het inflatieniveau dat de Raad van Bestuur in

[14] Zie het artikel 'Progress with structural reforms across the euro area and their possible impacts', *Economic Bulletin*, nummer 2, ECB, 2015.

[15] Zie de mededeling van de Europese Commissie 'On steps towards completing Economic and Monetary Union', 21 oktober 2015, en het Kader 'Oprichting van raden voor concurrentievermogen in het kader van het streven naar een echte economische unie', *Economisch Bulletin*, nummer 8, ECB, 2015.

overeenstemming achtte met zijn doelstelling op middellange termijn, anderzijds, werd de kwantitatieve impact van die maatregelen op de balans van het Eurosysteem, en derhalve op de monetairbeleidskoers, echter als onvoldoende beschouwd om op middellange termijn een terugkeer van de inflatie naar een cijfer dichter bij 2% te waarborgen. Tegen die achtergrond was een krachtige monetairbeleidsreactie gerechtvaardigd.

Aangezien de basisrentetarieven zich ofwel op, ofwel dicht in de buurt van hun effectieve ondergrens bevonden, besloot de Raad van Bestuur op 22 januari het programma voor de aankoop van activa, dat in oktober 2014 van start was gegaan, uit te breiden met in euro luidende kredietwaardige effecten die werden uitgegeven door overheden van het eurogebied, agencies en Europese instellingen. Krachtens dat uitgebreid programma voor de aankoop van activa (APP), zouden de gezamenlijke aankopen van effecten van de overheids- en de private sector € 60 miljard per maand bedragen. In maart 2015 begon het Eurosysteem in de secundaire markt activa van de overheidssector aan te kopen; het was de bedoeling daarmee door te gaan tot eind september 2016 en in ieder geval tot wanneer de Raad van Bestuur bewijs ziet van een duurzame aanpassing van het inflatieverloop in overeenstemming met zijn doelstelling van een inflatie onder, maar dicht in de buurt van 2% op middellange termijn. Er werd bovendien beslist dat de prijsstelling van de zes resterende TLTRO's zou worden gewijzigd en dat het ecart van 10 basispunten op de basisherfinancieringsrente dat bij de eerste twee TLTRO's was toegepast, zou worden geëlimineerd.

Samen met de negatieve rente op de depositofaciliteit leverden het APP en de TLTRO's tastbare resultaten op, in het bijzonder dankzij een verbetering van de financieringsvoorwaarden voor de ondernemingen – inclusief de kmo's – en de huishoudens (zie paragraaf 1.2 van Hoofdstuk 1). Door de economie goedkoper toegang te verschaffen tot krediet, stimuleerden ze de vraag naar krediet. Via een verlaging van het voor risico gecorrigeerde rendement dat banken op effecten kunnen verdienen, zetten ze de banken ertoe aan hun blootstelling te diversifiëren naar leningen, wat het kredietaanbod schraagde. De uitgaven bleken derhalve robuuster te zijn dan wat anders het geval zou zijn geweest, wat leidde tot een hogere reële bbp-groei en een hogere inflatie (zie Kader 6).

Dankzij de sterkere monetairbeleidsstimulans, het verstevigde vertrouwen en de ondersteunende impact van de lage energieprijzen op de beschikbare inkomens, kreeg het economisch herstel in de eerste helft van het jaar vastere voet. De inflatieverwachtingen herstelden zich duidelijk van het lage niveau waarop ze zich in de maand voorafgaand aan de beslissing van januari bevonden.

Vanaf juni en gedurende het grootste gedeelte van het derde kwartaal gingen de financieringsvoorwaarden en het economisch sentiment er echter opnieuw op achteruit. Gedurende enige tijd kwam dat door de toegenomen financiële volatiliteit als gevolg van de moeilijke onderhandelingen rond het macro-economisch steunpakket voor Griekenland, maar voornamelijk door de groeiende en persistente bezorgdheid over de toestand van de wereldeconomie. Samen met de zwakke buitenlandse vraag, remde het daarmee samenhangend afbrokkelend vertrouwen het herstel af, zodat dit laatste in het derde kwartaal verzwakte. Terzelfder tijd

vertraagde de nieuwe neerwaartse tendens van de ingevoerde inflatie, in combinatie met de verslechterende situatie in een aantal belangrijke opkomende economieën, het proces dat er zou voor zorgen dat de inflatie aantrok en naar verwachting op middellange termijn zou normaliseren.

In de projecties van de medewerkers van de ECB en het Eurosysteem vertaalden de tijdens de zomer van 2015 opgetekende ontwikkelingen zich al met al in duidelijke neerwaartse herzieningen van de basisvooruitzichten voor de groei en de inflatie (zie Tabel 2). Ook werd geoordeeld dat de aan de vooruitzichten verbonden neerwaartse risico's waren toegenomen, voornamelijk als gevolg van de onzekerheid over de mondiale economie, en ook van de toegenomen volatiliteit op de financiële, de valuta- en de grondstoffenmarkten. De Raad van Bestuur, die de binnenkomende informatie nauwgezet volgde, vooral dan de gevolgen van de herprijzing op de financiële markten voor de monetairbeleidskoers, oordeelde dat de onzekerheid in deze omstandigheden te groot was om op gegronde wijze te kunnen beslissen of extra monetairbeleidsaccommodatie noodzakelijk was. Op zijn monetairbeleidsvergadering van oktober kondigde de Raad van Bestuur derhalve aan dat hij een grondig onderzoek zou instellen naar de kracht en de persistentie van de factoren die de terugkeer, op middellange termijn, van de inflatie naar een niveau onder, maar dicht bij 2% vertraagden en dat hij op zijn volgende monetairbeleidsvergadering van december de mate van monetairbeleidsaccommodatie en de efficiëntie en toereikendheid van de ingezette monetairbeleidsinstrumenten opnieuw zou nagaan. De communicatie na de vergadering van oktober bracht een krachtige marktrespons teweeg en een terugkeer van de financieringsvoorwaarden naar de gunstiger niveaus van begin 2015, toen de aankopen krachtens het APP van start gingen.

**Tabel 2**

Verloop van de door medewerkers van de ECB/het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties

(mutaties in % per jaar)

| | Reëel bbp | | | HICP | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Projecties/Horizon | 2015 | 2016 | 2017 | 2015 | 2016 | 2017 |
| December 2014 | 1,0 | 1,5 | | 0,7 | 1,3 | |
| Maart 2015 | 1,5 | 1,9 | 2,1 | 0,0 | 1,5 | 1,8 |
| Juni 2015 | 1,5 | 1,9 | 2,0 | 0,3 | 1,5 | 1,8 |
| September 2015 | 1,4 | 1,7 | 1,8 | 0,1 | 1,1 | 1,7 |
| December 2015 | 1,5 | 1,7 | 1,9 | 0,1 | 1,0 | 1,6 |

Bron: Eurosysteem.

Tijdens zijn vergadering van begin december besloot de Raad van Bestuur de mate van monetairbeleidsaccommodatie opnieuw bij te stellen in overeenstemming met zijn doelstelling van prijsstabiliteit. De door medewerkers van het Eurosysteem in december 2015 samengestelde macro-economische projecties, die tot op zekere hoogte rekening hielden met de na de monetairbeleidsvergadering van oktober tot stand gekomen gunstige ontwikkelingen op de financiële markten, wezen erop dat het allicht langer zou duren dan waar eerder in het jaar werd van uitgegaan, vooraleer de inflatie in de buurt zou komen van een niveau dat de Raad van Bestuur voldoende dicht bij 2% achtte, en dat de neerwaartse risico's verbonden aan de inflatievooruitzichten waren toegenomen. Terwijl de lage grondstoffenprijzen de zwakke inflatie in de hand werkten, werd verwacht dat de aanzienlijke economische slapte en de tegenwind van de externe omgeving de binnenlandse prijsdruk zouden blijven temperen. Een en ander vereiste derhalve supplementaire monetairbeleidsmaatregelen teneinde het risico van

tweederonde-effecten af te wenden en ervoor te zorgen dat de inflatiecijfers op middellange termijn zouden terugkeren naar een niveau onder, maar dicht bij 2%.

Op zijn vergadering van  december besloot de Raad van Bestuur: (i) de rente op de depositofaciliteit met 10 basispunten te verlagen tot -0,30%, terwijl hij de rentes op de basisherfinancieringstransacties en op de marginale beleningsfaciliteit ongewijzigd liet op respectievelijk 0,05% en 0,30%; (ii) door te gaan met de maandelijkse aankopen van € 60 miljard in het kader van het APP tot eind maart 2017 of, indien nodig, langer, en in ieder geval tot wanneer de Raad van Bestuur bewijs ziet van een duurzame aanpassing van het inflatieverloop in overeenstemming met zijn doelstelling van een inflatie onder, maar dicht bij 2% op de middellange termijn; (iii) zolang als nodig de aflossingsbetalingen van de hoofdsom van de in het kader van het APP gekochte effecten bij hun vervallen te herbeleggen; (iv) in euro luidende verhandelbare schuldbewijzen uitgegeven door in het eurogebied gevestigde regionale en lokale overheden op te nemen op de lijst van activa die in aanmerking komen voor reguliere aankopen door de respectieve nationale centrale banken; en (v) zolang als nodig is, door te gaan met de basisherfinancieringstransacties en de driemaands langerlopende herfinancieringstransacties als vastrentetenders met volledige toewijzing, en op z'n minst tot het einde van de laatste reserveaanhoudingsperiode van 2017.

De nieuwe maatregelen waren erop gericht blijvend accommoderende financiële voorwaarden te waarborgen en de sterk versoepelende impact van de sinds juni 2014 genomen maatregelen verder te versterken. Verwacht werd ook dat ze het economisch herstel in het eurogebied sterker zouden dynamiseren en het veerkrachtiger zouden maken tegenover wereldwijde economische schokken.

Er wordt specifiek verwacht dat de verschuiving, naar eind maart 2017, van de geplande einddatum voor de nettoaankopen van het Eurosysteem in het kader van het APP en de beslissing om de aflossingsbetalingen van de hoofdsom van effecten die op vervaldag komen zolang als nodig blijkt te herbeleggen, tegen 2019 ongeveer € 680 miljard extra liquiditeiten zullen opleveren in vergelijking met wat het geval zou zijn geweest krachtens het vorige beleid. Dat zal de indicaties van de ECB omtrent het rentebeleid verstevigen en ervoor zorgen dat de liquiditeitsvoorwaarden op lange termijn ondersteunend zullen blijven.

De Raad van Bestuur volgt constant de economische en financiële situatie. De Raad van Bestuur heeft duidelijk gesteld dat, mocht die situatie dermate veranderen dat een nieuwe reactie vereist is om een passende mate van monetairbeleidsaccommodatie te handhaven, hij bereid en in staat is handelend op te treden door gebruik te maken van alle binnen zijn mandaat beschikbare instrumenten teneinde ervoor te zorgen dat de inflatie zonder onnodige vertraging naar haar doelstelling zou terugkeren. De Raad herinnerde er specifiek aan dat het APP voldoende flexibel kan worden aangepast wat omvang, samenstelling en duur betreft.

## Kader 6

De transmissie van de monetairbeleidsmaatregelen naar de financiële markten en de reële economie

De sedert juni 2014 ten uitvoer gelegde monetairbeleidsmaatregelen hebben duidelijk doorgewerkt in de economie van het eurogebied.[16] De stimuleringsmaatregelen hebben de kredietvoorwaarden voor de economie fors versoepeld en het herstel in het eurogebied in hoge mate ondersteund, waardoor ze de desinflatie hebben helpen bedwingen en de inflatiecijfers dichter bij een niveau onder, maar dicht bij 2% hebben gebracht. Dit Kader biedt een summier overzicht van de gegevens met betrekking tot de transmissie van de maatregelen van de ECB.[17]

Er hebben een aantal transmissiekanalen gespeeld.[18] Ten eerste hebben de niet-conventionele maatregelen de kredietvoorwaarden voor de niet-financiële private sector verbeterd door de herfinancieringsvoorwaarden van de banken te versoepelen en de creatie van leningen te bevorderen, waarbij ze het lenen en het uitgeven voor investeringen en consumptie hebben aangemoedigd (het direct doorwerkingskanaal). Ten tweede is het rendement op een breed gamma van activa verlaagd en heeft de stimulus derhalve ruimer in de economie doorgewerkt (het kanaal voor de herschikking van de effectenportefeuilles). Ten derde heeft de tenuitvoerlegging van niet-conventionele maatregelen, vooral die met een aanzienlijke impact op de balansen van de centrale bank, de committering beklemtoond van de ECB aan haar mandaat, te weten prijsstabiliteit (het signaalkanaal).

### Impact op als referentie gehanteerde financiële activa

De impact, op de financiële markt, van de sedert juni 2014 aangekondigde maatregelen is de eerste schakel in de transmissie van de monetairbeleidsimpulsen naar de reële economie en, uiteindelijk, naar de inflatie.[19] Samen met de negatieve rente op de depositofaciliteit, hebben de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO's) en het programma voor de aankoop van activa (APP) een sterk versoepelende impact gehad op tal van financiëlemarktsegmenten. In het bijzonder zijn de de overheidsobligaties gedrukt door de activa-aankopen en via het kanaal voor de herschikking van de effectenportefeuilles. In combinatie met de forward guidance van de ECB, hebben de activa-aankopen van deze laatste bijgedragen aan een verkleining van het gemiddelde looptijdrisico in de portefeuille van de private sector wat, op zijn beurt, geleid heeft tot een daling van de prijs die investeerders aanrekenen voor kredietverstrekking op langere termijn – de termijnpremie. Bovendien hebben spillovereffecten op het rendement van niet-geviseerde activa, bijvoorbeeld financiële en niet-financiële bedrijfsobligaties, tijdens dezelfde periode de kredietecarts zichtbaar verkleind. Dergelijke spillovereffecten hebben, samen met een lagere disconteringsvoet

16 Zie ook Altavilla C., C. Carboni en R. Motto, Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area, *Working Paper Series*, No 1864, ECB, november 2015.

17 Voor een uitgebreider overzicht van de aanwijzingen, zie het artikel 'The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures', *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2015, en de literatuur waaraan daarin wordt gerefereerd.

18 Voor meer bijzonderheden, zie het artikel 'The role of the central bank balance sheet in monetary policy', *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2015.

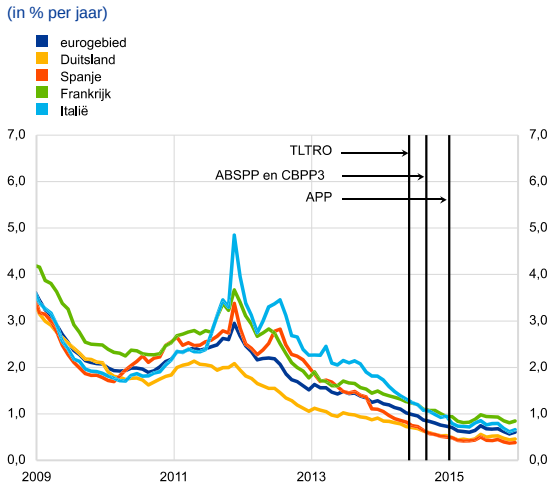
19 Zie het artikel 'The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures', *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2015, en in het bijzonder Kader 2 voor meer bijzonderheden en voor enkele op event studies gebaseerde bewijzen.

als gevolg van het teruglopende rendement op obligaties, eveneens bijgedragen aan de opwaartse druk op de aandelenkoersen. Het anticiperen op, en de aankondiging en tenuitvoerlegging van de monetairbeleidsmaatregelen, inclusief de drie verlagingen van de rente op de depositofaciliteit sedert medio 2014, hebben ook een depreciatie van de nominale effectieve wisselkoers van de euro in de hand gewerkt, aangezien de beleggers hun portefeuilles hebben herschikt ten nadele van vastrentende instrumenten van het eurogebied met een lagere opbrengst en ten gunste van hogerrentende activa van buiten het eurogebied.

### Marktgebaseerde financieringskosten voor de banken

**Grafiek A**

Samengestelde kosten van financiering via bankdeposito's en obligaties




Bronnen: ECB, Merrill Lynch Global Index en berekeningen van de ECB.
Toelichting: Gemiddelde van de depositorente op nieuwe contracten en de kosten van schuldfinanciering via de markt, gewogen naar de overeenkomstige uitstaande bedragen. De verticale lijnen geven de aankondigingsdata van de respectieve maatregelen weer.

De monetairbeleidsmaatregelen hebben de marktgebaseerde financieringskosten voor de banken aanzienlijk verlaagd – een cruciaal element in de transmissieketen voor een bankgebaseerde economie. Ze hebben dat om te beginnen rechtstreeks gedaan door het mogelijk te maken duurdere en korterlopende financieringsbronnen te vervangen door financiering via TLTRO's. Indirect hebben ze het gedaan door het middellange- en langetermijnrendement voor een hele reeks financiële activa aanzienlijk te verlagen, inclusief voor de bancaire financieringsinstrumenten. Die verbeteringen hebben voor de banken geresulteerd in een ruimere versoepeling van de financieringsvoorwaarden, ongeacht de omvang van het beroep dat ze doen op de beleningstransacties van het Eurosysteem (inclusief de TLTRO's), zoals blijkt uit een duidelijke daling van de samengestelde kosten van schuldfinanciering voor de banken in het hele eurogebied (zie Grafiek A).[20]

[20] De rol van de niet-conventionele maatregelen van de ECB als een stuwende kracht achter deze ontwikkelingen wordt bevestigd door de antwoorden van de banken op de enquête naar de bancaire kredietverlening van het eurogebied. Om en nabij een vierde van de respondenten gaven in de enquête van juli 2015 aan dat de TLTRO's hadden bijgedragen aan een versoepeling van de voorwaarden waaraan ze moesten voldoen als ze zich op de markt wilden financieren. De positieve impact is zelfs nog ruimer in het geval van het APP, waarbij haast de helft van de banken die deelnamen aan de enquête van april 2015 gewag maakte van een positief effect op de marktfinancieringsvoorwaarden.

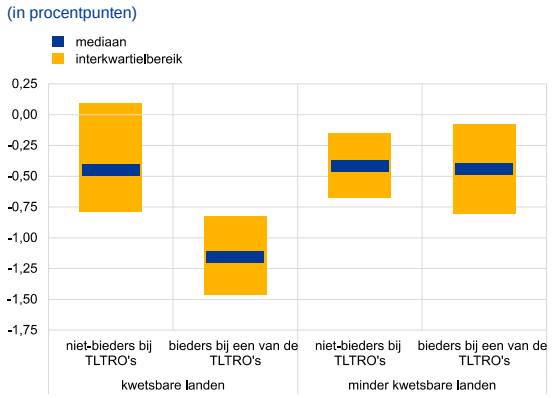
### Voorwaarden voor bancaire kredietverlening

De aanzienlijke versoepeling van de financieringsvoorwaarden van de banken tegen de achtergrond van de verscherpte concurrentie tussen de kredietverstrekkers[21] was bevorderlijk voor het doorwerken van de beleidsmaatregelen van de ECB in de kredietvoorwaarden van de banken; ze verminderde bovendien de fragmentatie tussen de landen van het eurogebied.

Vóór de maatregelen die sedert juni 2014 werden genomen, werd de verlaging van de basisrentetarieven van de ECB met in totaal 125 basispunten tussen september 2011 en juni 2014 grotendeels onvolledig en ongelijk weerspiegeld in de daling van de mediane beleningsrente. Sedert het voorjaar van 2014 dragen de door de ECB genomen maatregelen bij aan een forse daling van de bancaire debetrentes. Terwijl de basisrentetarieven van de ECB tussen juni en september 2014 met 20 basispunten werden verlaagd, daalden de bancaire debetrentes voor niet-financiële ondernemingen uit het eurogebied tot oktober 2015 immers met ongeveer 80 basispunten. Uit ramingen van ECB-medewerkers blijkt dat – gebaseerd op wat vóór de crisis gangbaar was – de basisrente met circa 100 basispunten had moeten worden verlaagd om een soortgelijk effect te verkrijgen op de bancaire rentes voor bedrijfsleningen. Dit wijst erop dat ook het APP en de TLTRO's de doorwerking van de beleidskoers van de ECB hebben ondersteund.

**Grafiek B**

Wijzigingen in de beleningsrentes voor niet-financiële ondernemingen




Bron: ECB.
Toelichting: De grafiek heeft betrekking op de periode juni 2014-juli 2015. In 'kwetsbare' landen bestaat de groep 'niet-bieders bij TLTRO's' uit tien banken en de groep 'bieders bij een van de TLTRO's' uit 49 banken. In 'minder kwetsbare' landen omvat de groep 'niet-bieders bij TLTRO's' 71 banken en de groep 'bieders bij een van de TLTRO's' 43 banken.

De beleidskoers van de ECB is vooral beter gaan doorwerken in de zwaarst door de crisis getroffen landen, wat een vermindering van de fragmentatie weerspiegelt. De verlagingen van de beleningsrentes voor niet-financiële ondernemingen die volgden op de sedert juni 2014 door de ECB genomen monetairbeleidsmaatregelen vielen immers aanzienlijk groter uit in de grootste, meest door de crisis getroffen landen (met zowat 110-140 basispunten). Dat kan deels in verband worden gebracht met de effecten van de TLTRO's, aangezien de in die landen gevestigde banken die deelnamen aan ten minste één van de eerste vier TLTRO's hun beleningsrentes, mediaan beschouwd, sterker hebben verlaagd dan de niet-deelnemende banken (zie Grafiek B). Terzelfder tijd zag het er niet naar uit dat deelname aan de TLTRO's stelselmatig effect zou hebben gesorteerd op de beleningsrentes van banken in andere landen, voornamelijk omdat de wijzigingen in de basisrentetarieven van de ECB in deze economieën

[21] Zoals blijkt uit de antwoorden van de banken op de enquête naar de bancaire kredietverlening van het eurogebied, was het de concurrentie die, onder de factoren die de criteria inzake kredietverlening van de banken beïnvloeden, de belangrijkste stuwende kracht is gebleken achter de versoepeling van de bancaire leencriteria voor de kredietverlening aan ondernemingen.

grotendeels op dezelfde manier doorwerkten als in het verleden.[22] Onderzoek door medewerkers bevestigt al met al dat de rechtstreekse impact van de TLTRO's alsook de indirecte effecten van de TLTRO's en het APP op de obligatierendementen, bijgedragen hebben tot de waargenomen daling van de beleningsrentes. De indirecte gevolgen werden nog versterkt door de heilzame invloed van de lagere langetermijnrentes op de macro-economische vooruitzichten en, derhalve, op de in de beleningsrentes vervatte kredietcomponent.

**Leenvolumes**

De TLTRO's en het APP verbeteren de voorwaarden inzake het kredietaanbod en de kredietvraag.Ze schragen daarbij het geleidelijk herstel van het leenvolume aan niet-financiële ondernemingen en huishoudens (zie de Grafieken C en D en Paragraaf 1.5 van Hoofdstuk 1). Het kredietaanbod is verstevigd tegen de achtergrond van de voor de banken gunstiger financieringsvoorwaarden en de vergrote aantrekkingskracht om leningen te verstrekken, aangezien het afnemende rendement op overheidsobligaties het voor risico gecorrigeerde rendement op activa hebben doen overhellen in het voordeel van leningen.[23] Zo ook is de vraag naar krediet blijven verbeteren, gesteund door lagere beleningsrentes, soepeler criteria inzake kredietverlening en toegenomen financieringsbehoeften voor investeringsdoeleinden.

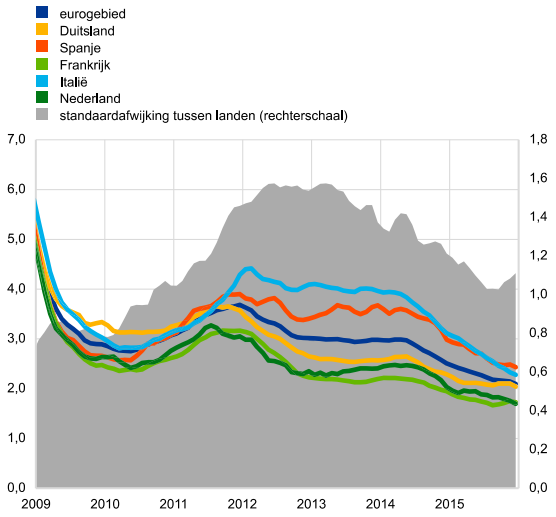
[22] De vraag naar TLTRO's trok tijdens de periode van herprijzing op de obligatiemarkten tussen april en juni 2015 evenwel ook aan vanuit banken in andere landen; dat was toen marktgebaseerde financiering duurder werd. Vermoedelijk heeft dat de aanscherping van de marktgebaseerde financieringsvoorwaarden van de banken verzacht.

[23] In hun antwoorden op de enquête naar de bancaire kredietverlening van het eurogebied van juli 2015 gaven de banken aan ervan uit te gaan dat bij toekomstige TLTRO's meer van de TLTRO-fondsen zouden worden gebruikt om leningen te verstrekken en minder om andere activa te verwerven. Een groot aantal deelnemers aan de enquête van april 2015 deelde eveneens mee van plan te zijn de verruimde liquiditeiten die het van het APP ontving, aan te wenden om leningen te verstrekken.

## Grafiek C

Samengestelde bancaire debetrentes voor niet-financiële ondernemingen

(in % per jaar, driemaands voortschrijdend gemiddelde)

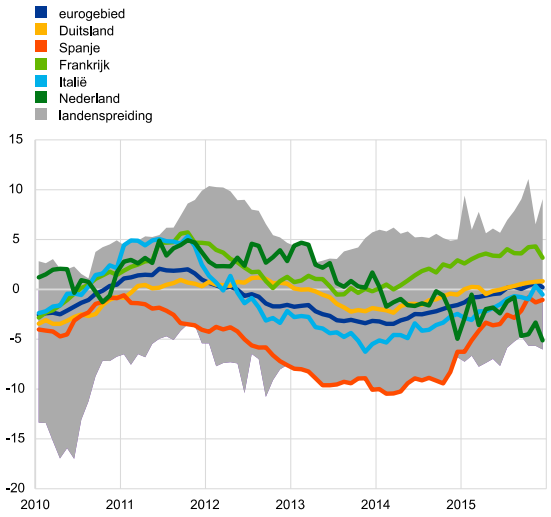



Bron: ECB en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De indicator van de totale kosten van de kredietopneming bij banken wordt berekend door de korte en lange rentes samen te voegen op basis van een 24-maands voortschrijdend gemiddelde van nieuwe contracten. De standaardafwijking tussen landen wordt berekend voor een constant staal van 12 landen uit het eurogebied. De meest recente waarneming betreft oktober 2015.

## Grafiek D

MFI-leningen aan niet-financiële ondernemingen in een aantal landen van het eurogebied

(mutaties in % per jaar)



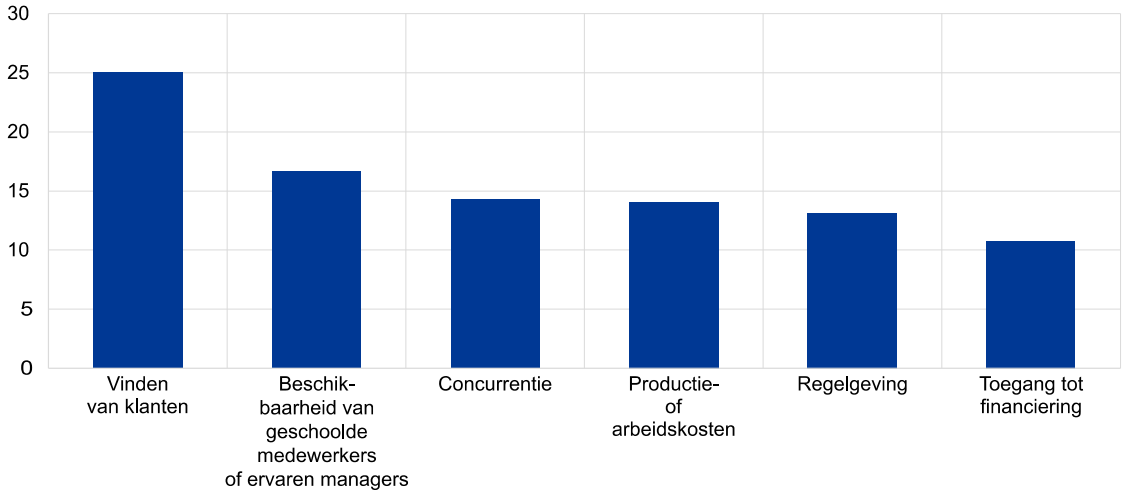

Bron: ECB.
Toelichting: Gecorrigeerd voor verkopen van leningen en effectiseringen. De landenspreiding wordt berekend als het minimum/maximum voor een constant staal van 12 landen uit het eurogebied. De meest recente waarneming dateert van september 2015.

De maatregelen van de ECB hebben zelfs een impact gehad op de kleinere bedrijven, die doorgaans minder gemakkelijk door het monetair beleid kunnen worden beïnvloed. In de van december 2015 daterende enquête van de ECB naar de toegang tot financiering voor ondernemingen, deelden minder kmo's mee dat krediet een beperkende factor voor hun bedrijf was gebleken, ofschoon er tussen de landen aanzienlijke verschillen bleven bestaan (zie Grafiek E).

## Grafiek E

De voornaamste problemen waarvoor de kmo’s uit het eurogebied zich geplaatst zien

(in % van de respondenten)

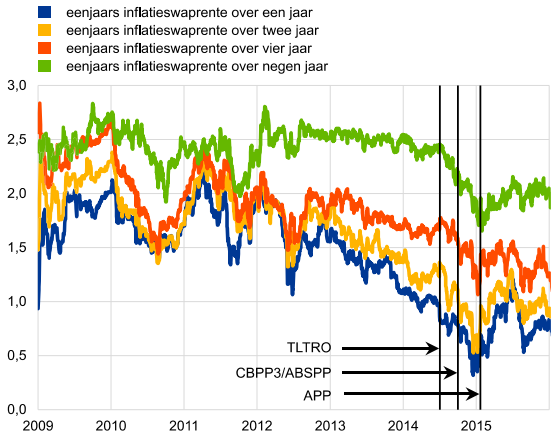



Bron: enquête van de ECB naar de toegang tot financiering voor ondernemingen uit het eurogebied, december 2015.

**Grafiek F**

Marktgebaseerde inflatieverwachtingen

(impliciete op termijn inflatiegelinkte (I/L) swaprentes in % per jaar)




Bronnen: Reuters en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De meest recente waarneming dateert van 19 november 2015.

**Impact op de economie**

Al met al zijn er indicaties dat de beleidsmaatregelen van de ECB duidelijke voordelen hebben opgeleverd. De sedert juni 2014 aangekondigde beleidsmaatregelen hebben een neerwaartse herziening van de marktverwachtingen ten aanzien van de toekomstige korte rentes op gang gebracht. In een omgeving waarin een nieuwe daling van de olieprijzen het risico heeft doen toenemen van een hardnekkiger neerwaartse inflatietendens op middellange termijn, hebben de maatregelen ertoe bijgedragen dat er een einde is gekomen aan de daling van de marktgebaseerde maatstaven van de inflatieverwachtingen (zie Grafiek F). In combinatie met de lagere nominale obligatierendementen, hebben de maatregelen aldus mede gezorgd voor lagere reële rentes en een soepeler monetairbeleidskoers teneinde het herstel in het eurogebied te ondersteunen en de inflatie onder, maar dicht bij 2% te brengen.

Empirische ramingen[24], gemaakt binnen het Eurosysteem, lijken er in feite op te wijzen dat, bij ontstentenis van de ECB-maatregelen, de inflatie in 2016 een half procentpunt lager zou uitkomen en in 2017 ongeveer een derde van een procentpunt lager. Ook de impact op het bbp is groot: geraamd wordt dat de maatregelen van de ECB het bbp in de jaren 2015 tot 2017 met bijna 1 procentpunt zullen doen groeien.

## 2.2 Het programma voor de aankoop van activa en de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties werden in 2015 vlot uitgevoerd

### Het aankoopvolume via het uitgebreide programma voor de aankoop van activa

Het programma voor de aankoop van activa (asset purchase programme - APP) omvat aankopen van drie soorten effecten: (i) effecten van de overheidssector via het programma voor de aankoop van overheidsactiva (public sector purchase

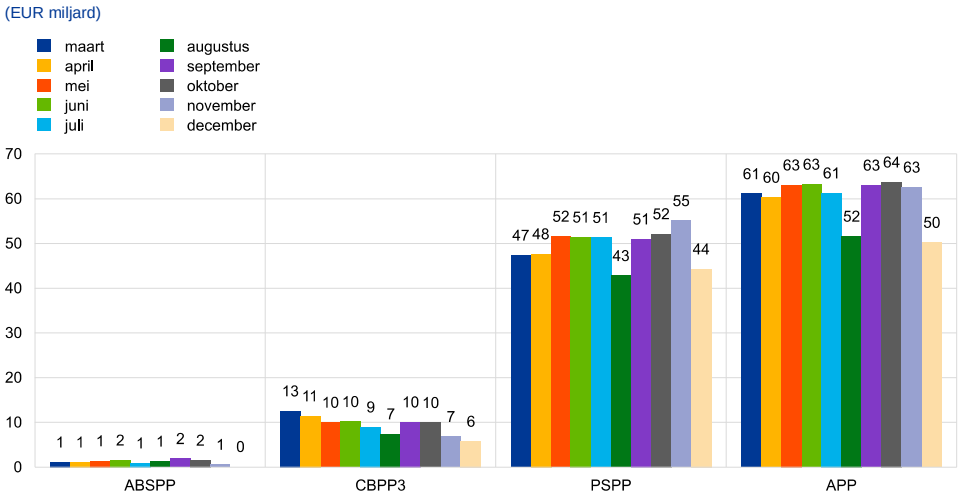
[24] Deze ramingen zijn gebaseerd op een reeks modellen, waaronder tijdreeksen, macrofinanciële en dynamisch stochastisch algemeen evenwichtsmodellen, waarin het APP de inflatie en de groei in de eerste plaats beïnvloedt via het kanaal van de obligatielooptijd, wat bijdraagt aan het afvlakken van de rendementscurve, alsook via het wisselkoers- en het kredietkanaal voor een subgroep van modellen.

programme - PSPP), dat in maart 2015 van start ging; (ii) gedekte obligaties via het derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties (third covered bond purchase programme - CBPP3), dat in oktober 2014 een aanvang nam; en (iii) effecten met activa als onderpand (asset-backed securities - ABSs) via het programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa (ABSPP), dat in november 2014 werd gestart.

De gecombineerde maandelijkse aankopen van activa in het kader van het APP bedroegen in 2015 gemiddeld € 60 miljard, overeenkomstig de door de Raad van Bestuur vastgelegde doelstelling. De algehele tenuitvoerlegging van de aankoopprogramma's verliep vlot. De aankopen van overheidseffecten in het kader van het PSPP maken verreweg het grootste deel van het totale APP-volume uit (zie Grafiek 23). De algemene marktvoorwaarden bleken bevorderlijk voor het bereiken van het nagestreefde volume, hoewel de marktliquiditeit tijdens de zomer af en toe wat lager was, vooral in de kleinere landen van het eurogebied.

**Grafiek 23**

Maandelijkse aankopen via het APP en de onderliggende aankoopprogramma's




Bron: ECB.

Het APP valt dusdanig soepel ten uitvoer te leggen dat een verstoring (als gevolg van de aankopen van obligaties) van het prijsvormingsmechanisme op de markten kan worden voorkomen en dat de marktliquiditeit in stand kan worden gehouden. Die flexibiliteit werd weerspiegeld door het patroon van de maandelijkse aankopen. Gelet op de verwachte geringere marktliquiditeit in de zomer en tegen het einde van het jaar, vervroegde het Eurosysteem bijvoorbeeld de APP-aankopen zodat ze gedurende een aantal maanden hoger uitkwamen dan de beoogde € 60 miljard en ze in augustus en december onder die doelstelling mochten blijven.

In de dagelijkse tenuitvoerlegging van het programma wordt bij de obligatieaankopen ook gelet op tekenen van schaarste aan individuele obligaties. Het Eurosysteem vermijdt zoveel mogelijk obligaties aan te kopen die het goedkoopst leverbaar zijn (cheapest to deliver - CTD) in het kader van futurescontracten, die speciale kenmerken vertonen op de repomarkt of die om andere redenen een relatief

beperkte liquiditeit hebben. Voor meer bijzonderheden over de tenuitvoerlegging van het programma wordt verwezen naar de website van de ECB.

Het rendement op overheidsobligaties zakte in 2015 meermaals tot een historisch laag peil, waarbij in een aantal landen de voor het PSPP in aanmerking komende obligaties grotendeels werden verhandeld tegen een rendement dat lager was dan de rente op de depositofaciliteit. Daardoor slonk de voor aankoop in het kader van het PSPP beschikbare hoeveelheid obligaties, aangezien geen aankopen worden verricht tegen een rendement dat lager is dan de depositorente. Eind november weerspiegelde dit – onder meer – de marktverwachting dat de ECB de depositorente verder zou verlagen. Het aandeel van de obligaties die vanwege hun laag rendement niet beschikbaar zijn voor aankoop, daalde scherp nadat de Raad van Bestuur in december 2015 besloot de rente op de depositofaciliteit te verlagen tot -30%.

## Effectenuitleen in het kader van het PSPP

Om te voorkomen dat het PSPP de werking van de markt voor overheidsobligaties in het eurogebied zou verstoren, hebben de meeste centrale banken van het Eurosysteem (waaronder de ECB) regelingen voor effectenuitleen uitgewerkt. Krachtens de ECB-regeling mogen de marktdeelnemers die marketmaking-activiteiten verrichten, de ECB-effecten lenen die worden aangehouden in het kader van het PSPP en het programma voor de effectenmarkten (Securities Markets Programme - SMP). De specifieke leencriteria zijn te vinden op de website van de ECB. De marktdeelnemers beschouwen de effectenuitleenfaciliteiten van het Eurosysteem doorgaans als een geruststellend kenmerk van het APP.

## Uitbreiding van de lijst van agentschappen

Het Eurosysteem heeft de lijst van agentschappen waarvan de effecten kunnen worden aangekocht via het PSPP, in de loop van 2015 tweemaal aangevuld, namelijk in april en in juli.Het aantal agentschappen op de lijst werd tegen het einde van het jaar van zeven op dertig gebracht, wat de tenuitvoerlegging van het programma zou moeten vergemakkelijken. De lijst werd uitgebreid met inachtneming van overwegingen inzake monetair beleid en risicobeheersing.

## Verhoging van de effectenemissielimiet

Eveneens teneinde een flexibele en voor de markt neutrale tenuitvoerlegging van het PSPP te garanderen, verhoogde het Eurosysteem de effectenemissielimiet die in het kader van het PSPP van toepassing is. Toen het PSPP voor het eerst werd uitgevoerd, lag die limiet op 25%, wat betekende dat het gezamenlijke bedrag dat het Eurosysteem van elk individueel, uit hoofde van het PSPP beleenbaar effect aanhield, niet hoger mocht uitkomen dan 25% van het nominale uitstaande bedrag. In september 2015 besloot de Raad van Bestuur echter om, in het kader van een

geplande herziening, die limiet op te trekken tot 33%. Mocht een dergelijke verhoging van de door het Eurosysteem aangehouden effecten een blokkeringsminderheid voor collectieve-actieclausules mogelijk maken, dan blijft de effectenemissielimiet op 25% gehandhaafd.

## PSPP-beleenbaarheid van regionale en lokale overheidsobligaties

Op 3 december 2015 besliste de Raad van Bestuur dat in euro luidende verhandelbare schuldinstrumenten die zijn uitgegeven door regionale en lokale overheden uit het eurogebied, in aanmerking komen voor reguliere PSPP-aankopen door de respectieve nationale centrale banken. Dit besluit had enkel betrekking op de regionale en lokale obligaties die voldoen aan alle andere beleenbaarheidscriteria, in het bijzonder de minimaal vereiste rating zoals bepaald in het ECB-besluit inzake een overheidsprogramma voor de aankoop van activa op secundaire markten (Besluit ECB/2015/10). De uitbreiding van de reeks voor PSPP-aankopen beleenbare effecten met regionale en lokale overheidsobligaties maakte het programma nog flexibeler, wat bijdroeg aan de verdere vlotte tenuitvoerlegging van de aankopen. Dergelijke effecten werden in het kader van het PSPP aangekocht vanaf begin 2016, na amendering van de desbetreffende wetgeving.

## PSPP-aankopen van overheidsobligaties die niet voldoen aan het ratingcriterium

Om in aanmerking te komen voor aankopen via het PSPP, moeten effecten beschikken over een rating van ten minste kredietkwaliteitscategorie 3 in de geharmoniseerde ratingschaal van het Eurosysteem, zoals vastgelegd in Besluit ECB/2015/10. Conform die regels kunnen aankopen van effecten die zijn uitgegeven door de centrale overheid van landen van het eurogebied met een financiëlebijstandsprogramma enkel worden uitgevoerd in geval van opschorting, door de Raad van Bestuur, van de toepassing van de kredietkwaliteitsdrempel van het Eurosysteem. In 2015 gold dit alleen voor Cypriotische overheidsobligaties, die tijdens twee periodes werden aangekocht: een eerste periode van 3 tot 17 juli en een tweede van 6 oktober tot 4 november. Die obligatieaankopen volgden op de succesvolle afronding van de zesde en zevende herziening van het financiëlebijstandsprogramma van de EU en het IMF voor Cyprus. Vanaf de opschortingsdata vingen nieuwe programmaherzieningen aan.

In 2015 werden via het PSPP geen Griekse overheidsobligaties aangekocht, aangezien die niet in aanmerking kwamen voor een opschorting van de kredietkwaliteitsdrempel van het Eurosysteem.

## PSPP-veilingen

In de loop van oktober startten de Banque de France, De Nederlandsche Bank en Lietuvos bankas proefveilingen teneinde ervaring op te doen met de aanwending

van dergelijke veilingen voor de aankoop van effecten van overheden, agentschappen en supranationale instellingen via het PSPP. De proefperiode liep tot december, waarna werd geconcludeerd dat veilingen een nuttige aanvullende aankoopmethode kunnen zijn in minder liquide marktsegmenten. De Raad van Bestuur bekrachtigde dan ook het regelmatig gebruik van veilingen door bepaalde NCB's in het kader van het PSPP als aanvulling op de bilaterale aankopen in specifieke marktsegmenten.[25]

## Aanpassingen aan het aankoopproces via het ABSPP

In september kondigde de ECB aan dat het aandeel van de aankopen die de nationale centrale banken in het kader van het ABSPP verrichten, zou vergroten ten opzichte van dat van de beheerders van externe activa. Sinds 27 oktober 2015 treden de Banque de France (die voor een groter aantal rechtsgebieden koopt) en de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique beide op als Eurosysteem-activabeheerders die aankopen verrichten. Bovendien besloot de ECB het contract van twee van haar beheerders van externe activa (Amundi en NN Investment Partners) te verlengen.[26]

## Richtsnoeren voor het ABSPP

In de eerste stadia van de tenuitvoerlegging van het ABSPP hadden de marktdeelnemers nood aan een beter inzicht in de voorkeuren van het Eurosysteem ten aanzien van de effecten met activa als onderpand die het wilde kopen. Begin juli ging de ECB op dat verzoek in door de 'Guiding principles of Eurosystem-preferred eligible ABSs' te publiceren teneinde de transparantie te vergroten en uit te leggen welke voorkeuren het Eurosysteem heeft inzake de kenmerken van de effecten met activa als onderpand. De marktdeelnemers reageerden doorgaans positief op de publicatie, die te vinden is op de website van de ECB.

## Tenuitvoerlegging van de TLTRO's

De toewijzing van gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO’s) werd voortgezet.In 2015 hadden vier transacties plaats. Die transacties zijn erop gericht de bancaire kredietverlening aan de niet-financiële private sector in het eurogebied op te voeren. In juni 2014 werden acht TLTRO's aangekondigd, met toewijzingen op kwartaalbasis, waarbij de laatste transactie zal worden toegewezen in juni 2016. Bij de eerste twee transacties in september en december 2014 werd een totaalbedrag van € 212,4 miljard

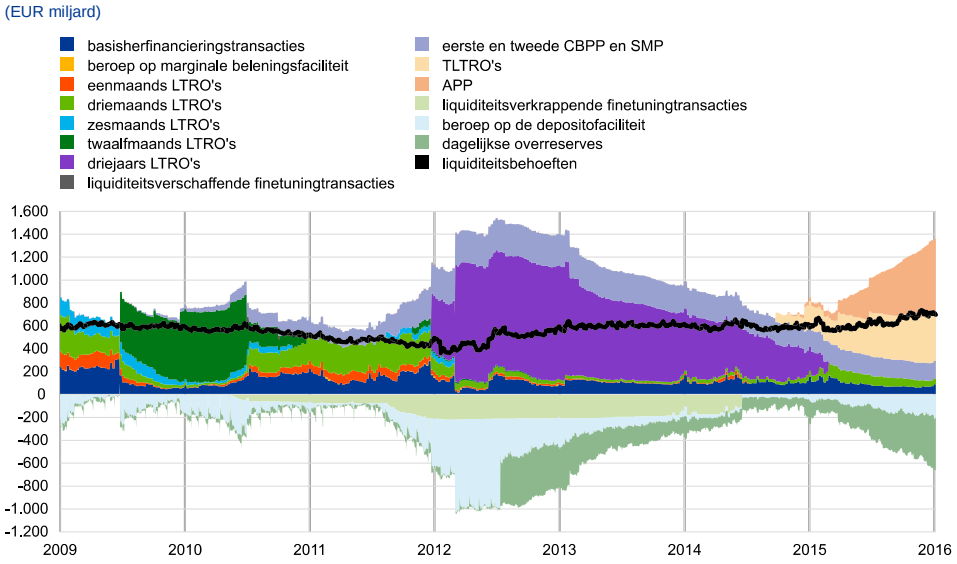
[25] Voor meer bijzonderheden, zie de website van de ECB.

[26] Voor meer bijzonderheden, zie de website van de ECB.

toegewezen. Voor de zes resterende transacties tussen maart 2015 en juni 2016 hebben de tegenpartijen de keuze extra bedragen te lenen, afhankelijk van het verloop van hun in aanmerking komende kredietverstrekkingen boven een bankspecifieke benchmark.[27] Hoe meer krediet de banken boven de benchmark hebben verstrekt, hoe meer ze mogen lenen (namelijk tot drie keer het positieve verschil). De rente op die zes TLTRO's is gelijk aan de rente op de basisherfinancieringstransacties van het Eurosysteem op het ogenblik van de opneming en wordt dus vastgelegd voor de looptijd van de TLTRO. Alle TLTRO's zullen in september 2018 vervallen, waarbij de verplichte en vrijwillige vervroegde aflossingen zullen aanvangen vanaf september 2016.

**Grafiek 24**

Balans van het Eurosysteem




Bron: Eurosysteem.

Via de vier transacties van 2015 werd € 205,4 miljard toegewezen (€ 97,8 miljard in maart, € 73,8 miljard in juni, € 15,5 miljard in september en € 18,3 miljard in december), wat bijdroeg aan de toename van de balans van het Eurosysteem (zie Grafiek 24). In totaal namen in 2015 239 verschillende tegenpartijen aan de transacties deel. Aangezien banken die de vereiste kredietverlening niet haalden, de kans kregen om onder bepaalde voorwaarden TLTRO-groepen te vormen met banken die wél in aanmerking komende kredieten verstrekten, waren in feite 845 kredietinstellingen bij de transacties betrokken. Zodoende bleven de transacties een breed scala aan tegenpartijen in het hele eurogebied bereiken. Door de goedkopere financieringskosten door te berekenen in hun kredietvoorwaarden,

[27] De benchmarks worden bepaald op basis van de nettokredietverlening van elke tegenpartij aan de niet-financiële private sector in het eurogebied, met uitzondering van leningen aan huishoudens voor de aankoop van een woning, die in de twaalfmaands periode tot en met 30 april 2014 is geregistreerd.

konden de deelnemende banken hun concurrentiepositie op de kredietmarkt verstevigen en droegen ze bij tot een versoepeling van de kredietvoorwaarden.

De deelname aan de TLTRO's nam in de loop van 2015 af omdat die transacties om verschillende redenen minder aantrekkelijk werden voor de tegenpartijen. Ten eerste werd de prijsstimulans voor de banken gedrukt door de daling van de marktrentes als gevolg van de toenemende liquiditeitsoverschotten en de verwachte verdere monetairbeleidsversoepeling door de ECB. Aangezien bovendien alle TLTRO's op dezelfde dag in 2018 vervallen, heeft iedere nieuwe TLTRO een kortere looptijd dan de vorige. Ten tweede hadden de banken waarvoor de prijsstelling misschien nog steeds aantrekkelijk was, reeds aanzienlijke TLTRO-bedragen opgenomen, en wilden ze die eerst gebruiken. Ten derde had de banksector niet te kampen met de zware financieringsproblemen die de voorgaande TLTRO's aantrekkelijk maakten.

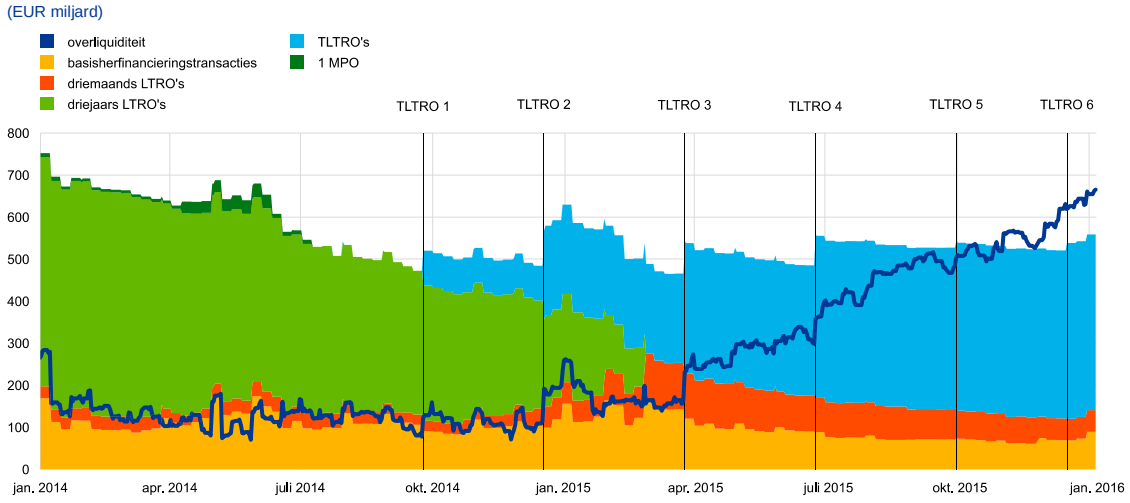
De marktdeelnemers anticipeerden niet altijd goed op de deelname aan de verschillende TLTRO's, wat leidde tot kleine aanpassingen van de termijnrentes. Voor de transactie van maart 2015 voorspelde een peiling van Reuters een opneming van € 40 miljard, terwijl in feite € 97,8 miljard werd opgenomen. De termijnrentes daalden licht na de bekendmaking van het toewijzingsresultaat, wat erop wees dat de verwachtingen over de omvang van de toekomstige TLTRO's en de liquiditeitsoverschotten opwaarts waren bijgesteld. Volgens de marktdeelnemers was het groter opgenomen bedrag toe te schrijven aan het vertrouwen van de banken in de toekomstige vraag naar leningen en zou het de kredietverlening aan de reële economie ondersteunen. Het omgekeerde deed zich voor bij de transactie van september, toen het opgenomen bedrag van € 15,5 miljard ruimschoots onder de marktverwachtingen bleef. De markt reageerde gematigd omdat de TLTRO-toewijzingen minder belangrijk begonnen te worden op een ogenblik dat de liquiditeitsoverschotten al een hoog niveau hadden bereikt (ongeveer € 470 miljard) en de rentetarieven reeds laag waren. De in 2015 opgetekende neerwaartse trend van de marktrentes was een belangrijke reden voor de geringere opneming aangezien hij TLTRO’s minder aantrekkelijk maakte dan marktfinanciering. Al met al leken de verrassingen op de markten een afspiegeling te zijn van de problemen die de marktdeelnemers ondervonden om de voor banken beschikbare toekenningen, en dus ook de potentiële opneming door die banken, te ramen.

De TLTRO's ondersteunden het peil van de liquiditeitsoverschotten en de gemiddelde looptijd van de transacties van het Eurosysteem, en oefenden aldus extra neerwaartse druk uit op de geldmarktrente. Terwijl sommige banken hun deelname aan de TLTRO's in de plaats stelden van deelname aan de basisherfinancieringstransacties en aan de driemaands en driejaars langerlopende herfinancieringstransacties, viel het in de TLTRO's toegewezen bedrag aanzienlijk groter uit dan dat substitutie-effect, zodat het peil van de liquiditeitsoverschotten bij iedere TLTRO-toewijzing werd opgevoerd (zie Kader 7).

## Kader 7
Deelname aan herfinancieringstransacties

Het Eurosysteem bleef door middel van volledige toewijzing liquiditeit verschaffen via haar reguliere herfinancieringstransacties, namelijk de basisherfinancieringstransacties (main refinancing operations - MRO's) en de driemaands langerlopende herfinancieringstransacties (longer-term refinancing operations - TRO's). Bijgevolg werd de omvang van de uitstaande herfinancieringstransacties, net als tijdens de voorgaande jaren sedert 2008, bepaald door de vraag van de tegenpartijen naar liquiditeiten van het Eurosysteem.

### Grafiek A
Overliquiditeit en deelname aan de reguliere herfinancieringstransacties en de TLTRO's




Bron: Eurosysteem.
Toelichting: De verticale zwarte lijnen geven de TLTRO-afwikkelingen weer. '1 MPO' staat voor de transactie met een looptijd van één aanhoudingsperiode die in juni 2014 werd stopgezet.

De deelname aan de herfinancieringstransacties van het Eurosysteem schommelt sinds medio 2014 rond € 500 miljard, maar het aandeel van de deelname aan TLTRO's werd gaandeweg groter (zie Grafiek A). Tijdens die periode bereikte het totaalbedrag van de uitstaande transacties een maximum van € 629 miljard aan het begin van 2015 en een minimum van € 465 miljard in maart 2015. Tegen eind februari 2015 vervielen de driejaars langerlopende herfinancieringstransacties, maar de banken met een TLTRO-kredietoekenning begonnen de middelen uit de driejaars langerlopende herfinancieringstransacties reeds vanaf september 2014 te vervangen door TLTRO-middelen. Daar waren niet noodzakelijk dezelfde instellingen bij betrokken, maar in totaal bleef het bedrag van de uitstaande transacties rond € 500 miljard gehandhaafd. Op de vervaldag van de driejaars langerlopende herfinancieringstransacties verhoogden de banken eerst hun beroep op de basisherfinancieringstransacties en de driemaands langerlopende herfinancieringstransacties tot nagenoeg € 276 miljard; vervolgens drongen ze dat beroep geleidelijk terug zodat het uitstaande bedrag in december 2015 € 126 miljard beliep.

De driemaandelijkse afwikkeling van nieuwe TLTRO's vergrootte telkens het nettoliquiditeitsoverschot, maar het effect was tijdelijk vanwege de neerwaartse tendens van de reguliere transacties. De deelname aan de TLTRO's verving immers voor een deel de deelname aan de reguliere transacties en de vervallende driejaars langerlopende herfinancieringstransacties.Dat had als resultaat dat de overliquiditeit en het totale uitstaande

bedrag aan herfinancieringen tijdelijk werden gestimuleerd telkens als er een TLTRO werd afgewikkeld (zie Grafiek A). De toename van de overliquiditeit als gevolg van het programma voor de aankoop van activa en de verbeterde markttoegang voor sommige banken verklaarden waarom er in de loop van het jaar minder belangstelling was voor de reguliere transacties.

Het totale volume van de activa die in onderpand worden gegeven voor de monetairbeleidstransacties van het Eurosysteem, liep in 2015 verder terug als gevolg van de afgenomen liquiditeitsbehoeften van de tegenpartijen van het Eurosysteem. De daling was het grootst voor ongedekte bankobligaties, maar ze bleek ook aanzienlijk voor de effecten van de centrale en regionale overheid en voor de andere verhandelbare activa. Het gebruik van bedrijfsobligaties, effecten op onderpand van activa en kredietvorderingen bleef daarentegen stabiel.

## Kader 8
### Liquiditeitsverschaffing aan het Griekse bankwezen in een periode van verhoogde spanningen

Gelijktijdig met de normalisatie van de Griekse financieringsvoorwaarden zag het Griekse bankwezen gedurende het grootste deel van 2014 het financieringsklimaat en het marktsentiment verbeteren, waardoor het beroep op centralebankfinanciering sterk afnam met, onder meer, de volledige terugbetaling van de noodliquiditeitssteun (emergency liquidity assistance - ELA).[28] De politieke onzekerheid zorgde tijdens de eerste helft van 2015 echter voor aanzienlijke geldopnames uit deposito's en verhoogde spanningen op de financiële markten. Als gevolg daarvan werd opnieuw gebruik gemaakt van ELA, terwijl het beroep op centralebankfinanciering toenam. Tijdens de zomer van 2015 ebden de spanningen op de markten weg en gingen de deposito's zich stabiliseren nadat Griekenland en de overige landen van het eurogebied een akkoord hadden bereikt over een derde macro-economisch aanpassingsprogramma. De spanningen op de financiële markten waarmee Griekenland in de loop van 2015 werd geconfronteerd, kunnen al met al in drie fasen worden ingedeeld.

**Eerste fase: groter beroep op transacties van het Eurosysteem (van december 2014 tot januari 2015)**

Naarmate op de markten de bezorgdheid over de toekomst van het macro-economisch aanpassingsprogramma en over de politieke ontwikkelingen in Griekenland toenam, verloor het binnenlandse bankwezen in hoge mate de toegang tot marktfinanciering. Deze financiering ging grotendeels verloren vanwege een uitstroom uit retail- en wholesaledeposito's, alsook vanwege het niet-verlengen van interbancaire financieringslijnen met internationale tegenpartijen. Aangezien de banken voldoende activa aanhielden die in aanmerking komen als onderpand voor transacties van het Eurosysteem, konden ze het verlies aan financiering vervangen door een groter beroep te doen op krediettransacties van het Eurosysteem (hoofdzakelijk basisherfinancieringstransacties).

[28] Voor meer bijzonderheden over ELA, zie de website van de ECB.

**Tweede fase: beroep op ELA en aanverwante besluiten (van februari tot juni 2015)**

Eind januari en begin februari 2015 nam de bezorgdheid over het afronden van de lopende toetsing van het tweede macro-economische aanpassingsprogramma voor Griekenland snel toe. In december 2014 werd een verlenging met twee maanden toegestaan. Toen de einddatum van die tweemaands periode naderde, mocht er niet langer worden van uitgegaan dat de toetsing succesvol zou worden afgerond. Bijgevolg besloot de Raad van Bestuur op 4 februari 2015 de ontheffing van de minimale kredietratingvereisten voor verhandelbare instrumenten die worden uitgegeven of gegarandeerd door de Helleense Republiek, met ingang van 11 februari 2015 stop te zetten. Daardoor konden dergelijke verhandelbare instrumenten niet meer worden gebruikt als onderpand voor krediettransacties van het Eurosysteem. Derhalve werd een groot liquiditeitsbedrag dat tot dan toe werd verschaft via krediettransacties van het Eurosysteem, vervangen door liquiditeiten die de Bank of Greece verstrekte in de vorm van ELA.

De Eurogroep besloot op 24 februari 2015 de geldigheidsduur van de EFSF-masterovereenkomst inzake financiële bijstand te verlengen tot eind juni 2015, zulks teneinde de toetsing succesvol af te ronden. De onderhandelingen tussen de Griekse autoriteiten en de instellingen werden vervolgens voortgezet, maar de financiële vooruitzichten van Griekenland en de macro-economische omgeving verslechterden gestaag, waardoor het bankwezen verder onder druk kwam te staan, vooral in de vorm van een grotere uitstroom uit deposito's, waardoor het beroep op ELA toenam.

Eind juni 2015 leidden diverse gebeurtenissen, waaronder het besluit van de Griekse overheid om een referendum te houden en het niet-verlengen van het tweede macro-economische aanpassingsprogramma voor Griekenland, tot supplementaire spanningen. Die gebeurtenissen hadden een negatieve invloed op de geschiktheid en de toereikendheid van de activa die de Griekse banken gebruiken als onderpand voor ELA-transacties met de Bank of Greece, aangezien dergelijk onderpand nauw samenhing met het vermogen van Griekenland om zijn financiële verplichtingen na te komen. Tegen die achtergrond besloot de Raad van Bestuur op 28 juni 2015 het plafond voor de noodliquiditeitssteun aan de Griekse banken te handhaven op het niveau dat op 26 juni 2015 was vastgesteld, zoals vermeld in het op 28 juni 2015 door de ECB gepubliceerde persbericht.

**Derde fase: stabilisatie en verbetering van de liquiditeitsvoorwaarden (van juli tot december 2015)**

Om het hoofd te bieden aan de uitgebreide liquiditeitsuitstromen, besloten de Griekse autoriteiten op 28 juni 2015 de banken gedurende enige tijd te sluiten teneinde de liquiditeitssituatie van het bankwezen te stabiliseren.

De financiële situatie in Griekenland bleef de daaropvolgende dagen verslechteren. Dat zette de Raad van Bestuur er op 6 juli 2015 toe aan de afslagen (haircuts) aan te passen op Griekse overheidsgerelateerde verhandelbare activa die de Bank of Greece als onderpand voor ELA aanvaardt, alsook het plafond voor de noodliquiditeitssteun aan de Griekse banken, dat sinds 26 juni 2015 van kracht is, te handhaven, zoals vermeld in het op 6 juli 2015 door de ECB uitgebrachte persbericht.

De deelnemers aan de Eurotop van 12 juli 2015 bereikten overeenstemming over een derde macro-economisch aanpassingsprogramma voor Griekenland, dat gespreid is over drie jaar en gefinancierd wordt door het Europees stabiliteitsmechanisme (ESM). Dankzij het positieve verloop

van de Griekse financiële situatie in de voorgaande dagen, werd het plafond voor de verschaffing van noodliquiditeitssteun aan de Griekse banken op 16 juli 2015 verhoogd.

Na de verbetering van de financiële vooruitzichten van de Griekse overheid die verband hielden met het nieuwe ESM-programma en de tenuitvoerlegging van dit laatste door de Griekse autoriteiten, begonnen ook de liquiditeitsvoorwaarden in het Griekse bankwezen te verbeteren. De banken openden op 20 juli 2015 opnieuw hun deuren, maar er bleven beperkingen op geldopnames en kapitaaloverdrachten van kracht. De Griekse autoriteiten begonnen echter vrij spoedig die beperkingen voor de banken stapsgewijs te versoepelen. Samen met het herstel van het marktvertrouwen in het binnenlandse bankwezen, werd een zekere instroom in deposito's opgetekend, en kregen de Griekse banken opnieuw deels toegang tot de markt. De liquiditeitsvoorwaarden voor de Griekse banken verbeterden wezenlijk na de succesvolle afronding van de herkapitalisering tijdens het laatste kwartaal van 2015.

# 3 De Europese financiële sector: spanningen bleven beperkt en er werd vooruitgang geboekt met de bankenunie

Na de oprichting van het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme (GTM) – de eerste pijler van de bankenunie – op 4 november 2014, was 2015 het eerste volledige jaar waarin de ECB haar macro- en microprudentiële taken uitvoerde. Ter ondersteuning van die taken beoordeelde ze regelmatig opkomende risico's alsook de weerbaarheid en de schokbestendigheid van het financieel stelsel.

De ECB droeg ook bij aan de totstandkoming van de tweede pijler van de bankenunie, namelijk het Gemeenschappelijk Afwikkelingsmechanisme, en ze ondersteunt in hoge mate de oprichting van de derde pijler – een Europees depositoverzekeringsmechanisme. Daarnaast leverde ze een bijdrage aan andere belangrijke regelgevende initiatieven die erop gericht zijn (i) de band tussen banken en overheden te verzwakken, (ii) het nemen van risico's te verminderen en de weerbaarheid te vergroten, en (iii) het 'too big to fail'-probleem aan te pakken.

In deze paragraaf worden de voornaamste ontwikkelingen in de bovenstaande domeinen beschreven, met bijzondere aandacht voor de wijze waarop de werkzaamheden van de ECB evenals de institutionele en regelgevende veranderingen hebben bijgedragen tot de totstandkoming van een bankenunie in Europa.

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

De ECB volgt de ontwikkelingen in het eurogebied en in de Europese financiële stelsels om eventuele kwetsbaarheden op te sporen en de weerbaarheid van financieel intermediairs te toetsen. Om die taak uit te voeren, werkt ze samen met de

andere centrale banken van het Eurosysteem en met het Europees Stelsel van Centrale Banken. Eventuele systeemrisico's in het financieel stelsel worden aangepakt met macroprudentiële beleidsmaatregelen.

De door de ECB uitgevoerde analyse van de financiële stabiliteit wordt regelmatig toegelicht in haar halfjaarlijks Financial Stability Review (FSR).[29] De ECB biedt in het kader van de analyse van de financiële stabiliteit ook analytische ondersteuning aan het Europees Comité voor Systeemrisico's (ESRB).

## Onrust in het financieel stelsel bleef in 2015 beperkt, maar de risico's bleven bestaan

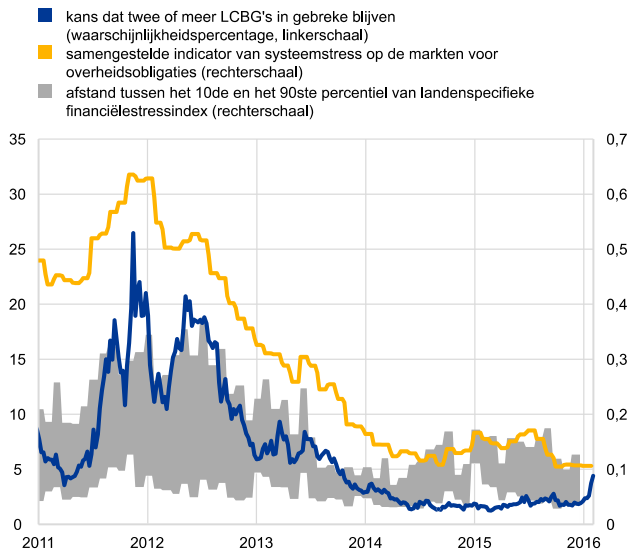
Algemeen beschouwd, bleef de onrust in het financieel stelsel van het eurogebied in 2015 beperkt, wat erop wees dat de vooruitzichten voor de reële economie verbeterden.Die ontwikkeling was onder meer  te danken aan de door de ECB genomen maatregelen om de vrees voor deflatie, die schadelijke gevolgen dreigde te hebben voor zowel de prijs- als de financiële stabiliteit, weg te nemen. Toch deden er zich op de mondiale financiële markten (waaronder de valuta-, grondstoffen-, obligatie- en aandelenmarkten) periodiek spanningen voor, wat aangaf dat die markten kwetsbaar bleven. In het bijzonder doken er aan het begin van de zomer grotere politieke risico's op in verband met de onderhandelingen over een nieuw financiëlebijstandsprogramma voor Griekenland. De activamarkten maakten periodes van sterke volatiliteit door. Zo nam het rendement op de overheidsobligaties in het eurogebied eind april en begin mei scherp toe, terwijl de mondiale aandelenmarkten eind augustus de weerslag ondervonden van een correctie in de Chinese aandelenkoersen. Die ontwikkelingen hadden een relatief geringe impact op het financieel stelsel van het eurogebied; de standaardindicatoren voor bank-, budgettaire en financiële stress bleven immers laag (zie Grafiek 25).

[29] Zie *Financial Stability Review*, ECB, mei 2015 en *Financial Stability Review*, ECB, november 2015.

**Grafiek 25**

Financiëlestressindex, samengestelde indicator van de spanningen op de markten voor overheidsobligaties en de waarschijnlijkheid dat twee of meer bankgroepen in gebreke blijven

(jan. 2011 – feb. 2016)

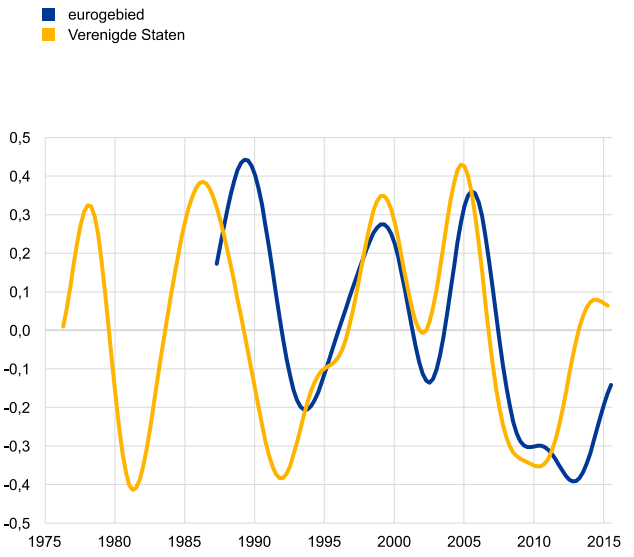



Bronnen: Bloomberg en berekeningen van de ECB.
Toelichting: Met de waarschijnlijkheid dat twee of meer LCBG's in gebreke blijven wordt bedoeld de waarschijnlijkheid dat in een steekproef van 15 grote en complexe bankgroepen (LCBG's), twee of meer banken over een periode van één jaar terzelfder tijd niet aan hun verplichtingen kunnen voldoen. De financiëlestressindex meet de spanningen in de financiële markten op landenniveau, uitgaande van drie marktsegmenten (aandelen, obligaties en vreemde valuta) en de kruiselingse correlatie ertussen. Voor meer bijzonderheden, zie Duprey T., B. Klaus en T. Peltonen Dating systemic financial stress episodes in the EU countries, *Working Paper Series*, No 1873, ECB, december 2015.

**Grafiek 26**

Financiële cycli in het eurogebied en in de Verenigde Staten

(1975-II – 2015-III; genormaliseerde schaal; de voor het eurogebied opgestelde reeks vangt aan in 1988-II; y-as: genormaliseerde afwijking van de historische mediaan)




Bronnen: Bloomberg en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De financiële cyclus is een gefilterde tijdsgevarieerde lineaire combinatie die de nadruk legt op soortgelijke ontwikkelingen in onderliggende indicatoren (totale kredietverlening, huizenprijzen, aandelenkoersen en rendementen op als referentie gehanteerde overheidsobligaties). Zie Schüler Y., P. Hiebert en T. Peltonen, 'Characterising the financial cycle: a multivariate and time-varying approach', *Working Paper Series*, No 1846, ECB, 2015. Voor de Verenigde Staten is het laatste beschikbare gegevenspunt 2015-I.

Tegen die achtergrond werden in 2015 vier belangrijke risico's geïdentificeerd voor de financiële stabiliteit van het eurogebied (zie Tabel 3). De afgelopen jaren werden de waarderingen voor een aantal activacategorieën opgedreven, wat een zeer kwetsbaar punt is. Op een gegeven ogenblik zouden die hogere waarderingen immers tot een scherpe aanpassing van de risicopremies kunnen leiden. Deels als gevolg van de toename van de kwetsbaarheden die voortkomen uit de opkomende markten, werd het risico op een abrupte wending van de algemene risicopremies eind 2015 groter. Hoewel er in 2015 geen duidelijke tekenen waren van te hoge waarderingen in het eurogebied, leken de prijzen van een aantal financiële activa af te wijken van de economische fundamentals. De ramingen van de stand van de financiële cyclus voor het eurogebied blijven laag (zie Grafiek 26). Uit die ramingen – waarin rekening wordt gehouden met het verloop van de particuliere kredietverlening alsook met de ontwikkelingen in belangrijke activamarktsegmenten – blijkt niet dat de kredietverlening in het eurogebied een hausse van de activaprijzen teweeg heeft gebracht. Voor de Verenigde Staten lagen de ramingen met betrekking tot de financiële cyclus in de loop van 2015 hoger, deels als gevolg van de ietwat hogere waarderingen van de aandelenkoersen en de grotere vraag naar krediet.

**Tabel 3**

Belangrijkste risico's voor de financiële stabiliteit van het eurogebied volgens het FSR van november 2015

| duidelijk systeemrisico<br>middelmatig systeemrisico<br>potentieel systeemrisico | Huidig niveau (kleur) en recente verandering (pijl)[1] |
|---|---|
| Abrupte wending van gedaalde algemene risicopremies, versterkt door laag niveau van liquiditeit op secundaire markten | |
| Zwakke winstvooruitzichten voor banken en verzekeraars tegen de achtergrond van trage nominale groei en onvoltooide balansaanpassingen | |
| Toenemende bezorgdheid over de houdbaarheid van de schuldenlast in de overheidssector en de niet-financiële private sector tegen de achtergrond van trage nominale groei | |
| Potentiële spanningen in een snel groeiende schaduwbankensector, versterkt door spillovereffecten en liquiditeitsrisico | |

1) De kleur geeft het gecumuleerde risiconiveau weer, dat een combinatie is van de waarschijnlijkheid dat het gelopen risico wordt bewaarheid en een raming van de vermoedelijke systemische impact van het geïdentificeerde risico in de komende 24 maanden, gebaseerd op het oordeel van ECB-medewerkers. De pijlen geven aan of het risico sedert het vorige FSR is vergroot.

De interne problemen waarmee het eurogebied in 2015 werd geconfronteerd, konden in tal van opzichten worden toegeschreven aan de bank- en overheidsschuldencrisissen. Het bankwezen in het eurogebied bleef kampen met een lage winstgevendheid tegen de achtergrond van een zwak economisch herstel, terwijl het rendement op het eigen vermogen van heel wat banken onder de kosten van het eigen vermogen bleef. In combinatie met het grote aantal probleemleningen in sommige landen, beperkte dit het kredietverleningsvermogen van de banken alsook hun vermogen om extra kapitaalbuffers aan te leggen.

Risico's voor de financiële stabiliteit doen zich steeds vaker voor bij andere dan traditionele entiteiten zoals banken en verzekeraars. De schaduwbankensector bleef zich krachtig ontwikkelen op mondiaal niveau alsook op het niveau van het eurogebied (zie Kader 9). Door de snelle groei en de verwevenheid van die sector, en in het bijzonder van de beleggingsfondsensector, nemen de kwetsbaarheden onder de oppervlakte wellicht toe. Niet alleen is de beleggingsfondsensector van het eurogebied blijven groeien, er waren ook tekenen die erop wezen dat de fondsen meer risico's namen op hun balansen.

Het Report on financial structures[30] biedt een overzicht van de belangrijkste structurele kenmerken en ontwikkelingen in de ruimere financiële sector van het eurogebied. In 2015 werd dat rapport niet alleen uitgebreid tot de banksector, maar ook tot andere financieel intermediairs, met name de verzekeringsondernemingen en de pensioenfondsen, evenals de schaduwbanken.

Ook buiten de financiële sector waren er in 2015 factoren die aanleiding gaven tot bezorgdheid over de financiële stabiliteit. Ondanks de sedert het hoogtepunt van de overheidsschuldencrisis in het eurogebied dringend noodzakelijke verbetering inzake begrotingsconsolidatie en institutioneel kader, wisten de overheden van het eurogebied zich nog steeds geconfronteerd met uitdagingen in het vlak van de houdbaarheid van de schuldenlast. Dat gold met name voor overheden met zeer veel schulden, die gevoeliger zijn voor economische en financiële schokken. Ook in de private sector heerst bezorgdheid over de schuldenlast. De schuldenlast van de bedrijven blijft in het eurogebied bijzonder hoog in vergelijking met die in andere geavanceerde economieën.

30 Zie het *Report on financial structures*, ECB, oktober 2015.

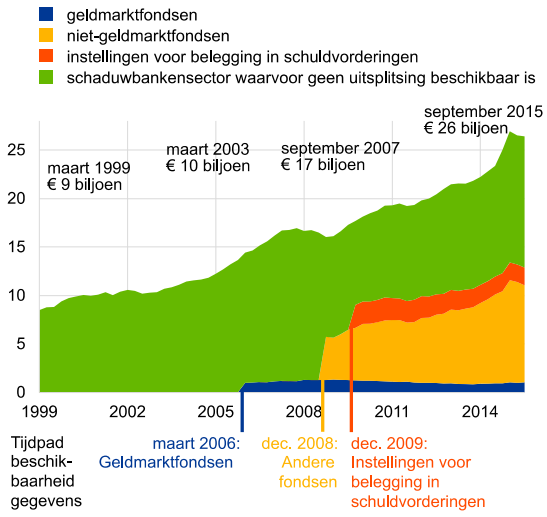
## Kader 9
Schaduwbankieren in het eurogebied

De schaduwbankensector wordt een steeds grotere speler in de verstrekking van financiering aan de economie van het eurogebied. Hij is echter ook een belangrijke bron van mogelijk risico voor de stabiliteit van het financieel stelsel van het eurogebied en vergt derhalve nauwlettend toezicht.

De schaduwbankensector kan op diverse wijzen worden gedefinieerd,[31] maar doorgaans wordt de term gebruikt voor een aantal instellingen die geen banken zijn, maar die krediet verstrekken, 'geldachtige' schuldbewijzen uitgeven of gefinancierd worden met kortlopende passiva, terwijl ze beleggen in langlopende kredietgerelateerde activa. Die entiteiten omvatten met name instellingen voor belegging in schuldvorderingen, geldmarktfondsen en andere beleggingsfondsen. Hoewel de schaduwbankensector wereldwijd aan het uitbreiden is, zoals blijkt uit het Gobal Shadow Banking Monitoring Report van de Financial Stability Board[32], zij aangestipt dat het eurogebied ter zake een van de snelst groeiende regio's is. De totale activa van de schaduwbankensector van het eurogebied, zoals gedefinieerd aan de hand van een ruime maatstaf, met inbegrip van alle niet-bancaire financiële instellingen uitgezonderd verzekeringsondenemingen en pensioenfondsen, zijn het afgelopen decennium ruimschoots verdubbeld. Meer dan € 26 biljoen van de totale activa van het financiële stelsel van het eurogebied ten belope van ongeveer € 67 biljoen wordt thans aangehouden door de brede schaduwbankensector van het eurogebied.

**Grafiek A**
Activa van de geldmarktfondsen, de beleggingsfondsen, de instellingen voor belegging in schuldvorderingen en andere niet-monetaire financiële instellingen van het eurogebied

(1999-I – 2015-III, EUR biljoen)




Bronnen: ECB-rekeningen voor het eurogebied, statistieken m.b.t. instellingen voor belegging in schuldvorderingen, statistieken m.b.t. beleggingsfondsen en statistieken inzake de MFI's.

Met name de beleggingsfondssector is sinds de wereldwijde financiële crisis snel gegroeid tegen de achtergrond van een intense jacht op rendement door mondiale beleggers (zie Grafiek A). De groei in die sector vulde het traditionele bankwezen aan en fungeerde als een belangrijke buffer voor de economie aangezien het bankkrediet de afgelopen jaren is gekrompen. Tegelijkertijd nam de mogelijke impact, op het breder financieel stelsel en op de reële economie, van ongunstige ontwikkelingen in de schaduwbankensector toe als gevolg van de steeds grotere invloed ervan op de kapitaalmarkten en van de sterkere koppelingen binnen de sector zelf als met andere onderdelen van de financiële sector, inclusief de banken.

31 Voor een bespreking van mogelijke definities van schaduwbankieren, zie het Kader 'Defining the shadow banking perimeter', *Report on financial structures*, ECB, oktober 2015.

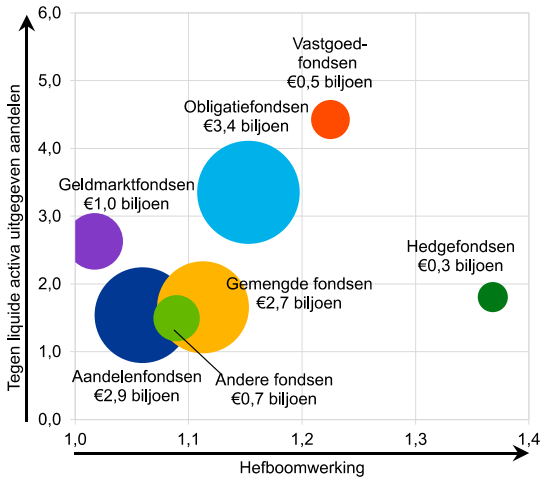
32 *Global Shadow Banking Monitoring Report 2015*, Financial Stability Board, 12 november 2015.

Toenemende blootstellingen, naast tekenen van een gestegen liquiditeits- en looptijdtransformatie[33], alsook een grotere risicobereidheid beklemtonen de noodzaak van een nauwlettend toezicht op de beleggingsfondssector. Er wordt gevreesd dat sommige types van beleggingsfondsen, indien de beleggers aanzienlijke bedragen zouden opnemen in geval van onrust op de financiële markten, de marktbrede verkoopdruk zouden kunnen opvoeren en/of marktbrede runs zouden doen ontstaan. Hoe meer fondsen actief besluiten tot liquiditeitstransformatie, hoe waarschijnlijker het wordt dat ze bij een sterk dalende markt af te rekenen zullen krijgen met verkoopdruk. Hoge niveaus van hefboomwerking[34] kunnen de liquiditeitsspiraal intensiveren door de fondsbeheerders ertoe te dwingen voor iedere uitstroom een groter aandeel van hun belegde portefeuille te verkopen.

**Grafiek B**

Geaggregeerde hefboomwerking, liquiditeitstransformatie en totale activa naar type fonds

(2015-III)




Bron: ECB en berekeningen van de ECB.
Toelichting: x-as; hefboomwerking (totale activa/uitgegeven aandelen en participaties); liquiditeitsmismatch (uitgegeven aandelen en participaties/liquide activa); omvang van de cirkel: totale activa in EUR biljoen.

Het algemene beeld van de kwetsbaarheden (zie Grafiek B) kan kwetsbaarheden in afzonderlijke grote en systeemrelevante instellingen verhullen. De concentratie van activa in een beperkt aantal instellingen met een bijzonder grote impact kan zowel in gespannen als in normale omstandigheden het marktverloop beïnvloeden. Er zijn aanwijzigingen van een toegenomen risicobereidheid[35] door beleggingsfondsen via portefeuilleherschikkingen naar schuldbewijzen met een lagere rating, een hoger rendement en een groter looptijdrisico.

Hoewel de statistische dekking van de schaduwbankensector de afgelopen jaren toegenomen is, waardoor enig licht wordt geworpen op de samenstelling en op de stuwende krachten achter de groei ervan, zijn meer informatie en een ruimere rapportering nodig om die bron van mogelijk gevaar te volgen en aan te pakken. De gebrekkige informatie over maatstaven inzake liquiditeit in gespannen omstandigheden en inzake hefboomwerking op geaggegegeerd niveau buiten het traditionele bankwezen blijft een belangrijk obstakel voor een grondig inzicht in de aard en de omvang van de risico's voor de financiële stabiliteit. Er is geen statistische uitsplitsing beschikbaar voor nagenoeg 50% van de totale activa van de sector. Een gedeelte ervan wordt mogelijk

33 Een groot aantal beleggingsfondsen geven dagelijks opeisbare vorderingen uit om activa te financieren die relatief illiquide zijn. Afgemeten aan de totale activa, zijn 99% van de niet-vastgoedbeleggingsfondsen open, wat betekent dat beleggers hun aandelen op vrij korte termijn van de hand kunnen doen. Voor vastgoedfondsen ligt dat percentage lager (80%), terwijl de opzegtermijnen vaak langer zijn, wat de afspiegeling is van de zeer illiquide activa die door deze fondsen worden aangehouden.

34 Zie het Kader 'Synthetic leverage in the investment fund sector', *Financial Stability Review*, ECB, mei 2015.

35 Zie het Kader 'Debt securities holdings of the financial sector in the current low-yield environment', *Financial Stability Review*, ECB, november 2015.

aangehouden door entiteiten die niet betrokken zijn bij schaduwbankieren, terwijl een ander gedeelte misschien instellingen betreft die zich inlaten met risicovolle activiteiten. De beperktheid van de gegevens blijft derhalve het bewaken van risico's en kwetsbaarheden door de ECB bepalen.

Een aantal factoren, zoals adequate risicobeheersingsprocessen en liquiditeitsbuffers, temperen het gevaar dat schaduwbankinstellingen optreden als mogelijke versterkende factoren in een ongunstige-schokscenario. Hoewel de beleggingsfondssector onderworpen is aan prudentiële regelgeving, hebben de meeste bestaande regels geen systeemperspectief en zijn ze misschien niet geschikt om het ontstaan van sectorbrede risico's te voorkomen of om risico's voor de financiële stabiliteit bij een systeembreed incident aan te pakken.

## 3.2 De macroprudentiële functie van de ECB

Op 4 november 2014 nam de ECB de macroprudentiële taken op zich die haar krachtens de GTM-verordening waren toevertrouwd om eventuele systeemrisico's in het financieel stelsel aan te pakken.2015 was dus het eerste volledige jaar waarin de ECB haar nieuwe taken op dat gebied vervulde. De ECB heeft twee mandaten inzake het macroprudentieel beleid in de GTM-landen.[36]

Ten eerste mag de ECB striktere eisen voor kapitaalbuffers hanteren dan die welke door de nationale autoriteiten worden toegepast en mag ze strengere maatregelen nemen om systeemrisico's of macroprudentiële risico's aan te pakken, met inachtneming van de procedures van de toepasselijke EU-wetgeving. Zo mag de ECB voor banken striktere eisen hanteren met betrekking tot: contracyclische kapitaalbuffers; buffers voor systeemrisico's (indien omgezet in nationale wetgeving); extra kapitaalheffingen voor systeemrelevante instellingen; risicowegingen voor onroerend goed en blootstellingen binnen de financiële sector; limieten voor grote blootstellingen; en aanvullende rapportage-eisen.

Ten tweede moeten de nationale autoriteiten de ECB informeren wanneer ze van plan zijn een macroprudentiële maatregel toe te passen of te wijzigen. De ECB beoordeelt de voorgenomen maatregelen en kan besluiten hogere eisen te stellen. De nationale autoriteiten nemen de opmerkingen van de ECB in overweging vooraleer ze een besluit nemen.

Aangezien de macroprudentiële maatregelen die in de afzonderlijke lidstaten worden toegepast, grens- of sectoroverschrijdende gevolgen kunnen hebben, houdt de ECB toezicht op overeenkomsten inzake wederzijdse erkenning. Die overeenkomsten moeten transparant worden toegepast teneinde onbedoelde negatieve grens- of sectoroverschrijdende effecten te beperken, bij voorkeur overeenkomstig ESRB Recommendation 2015/2 on the assessment of cross-border effects of and voluntary

[36] In het macroprudentieel beleid wordt ernaar gestreefd een buitensporige concentratie van risico's te voorkomen, de financiële sector weerbaarder te maken en besmettingseffecten te beperken.

reciprocity for macroprudential policy measures (zie verderop).[37] In dat verband steunt de ECB ook het consequente gebruik van macroprudentiële instrumenten in alle GTM-landen, via de lopende werkzaamheden van haar Comité voor financiële stabiliteit en besprekingen op het niveau van de besluitvormende organen van de ECB.

## Macroprudentiële beslissingen in 2015

De Raad van Bestuur van de ECB is verantwoordelijk voor het nemen van macroprudentiële beslissingen. De ECB heeft een Macroprudentieel Forum opgericht, dat bestaat uit de Raad van Bestuur en de Raad van Toezicht van de ECB. Het Macroprudentieel Forum kwam in 2015 om de drie maanden bijeen voor de bespreking van risico's in het GTM-gebied en in afzonderlijke GTM-landen, alsook van andere onderwerpen die uit macroprudentieel oogpunt relevant zijn. De macroprudentiële beslissingen van de Raad van Bestuur worden voorbereid met de hulp van het Comité voor financiële stabiliteit, dat samengesteld is uit vertegenwoordigers van de ECB, de nationale centrale banken en de toezichthoudende autoriteiten, en van een interne structuur van de ECB, die bestaat uit vertegenwoordigers van zowel de macroprudentiële als de microprudentiële werkterreinen van de ECB.

De risico's van het eurogebied die in het FSR van de ECB werden geïdentificeerd, zijn het uitgangspunt voor de identificatie van risico's voor macroprudentiële doeleinden. Bij de macroprudentiële besprekingen ligt de focus echter op de risico's die het meest relevant zijn voor banken, aangezien de beschikbare macroprudentiële beleidsinstrumenten toegespitst zijn op de banksector en de opdracht van de ECB tot het macroprudentieel domein behoort.

De Raad van Bestuur oordeelde in 2015 dat het, gezien de fase waarin de financiële cyclus zich bevond, niet nodig was algemene contracyclische macroprudentiële maatregelen te nemen. Bij die beoordeling werd ook rekening gehouden met de macroprudentiële maatregelen die door de landen van het eurogebied reeds werden genomen om het bankwezen veerkrachtiger te maken en om te voorkomen dat, met name in de vastgoedsector, onevenwichtigheden zouden ontstaan. De ECB evalueerde eveneens het macroprudentieel beleid dat de lidstaten hadden geactiveerd of dat ze kunnen activeren als reactie op de lagerenteomgeving.

In 2015 werd de ECB door de nationale autoriteiten van de 19 GTM-landen in kennis gesteld van 48 macroprudentiële beleidsmaatregelen, waarvan er 28 verband hielden met contracyclische kapitaalbuffers, 18 met andere systeemrelevante instellingen en twee met de invoering van een buffer voor systeemrisico's. In vrijwel alle gevallen werd de formele kennisgeving voorafgegaan door een informele

[37] Zie het artikel 'A framework for analysing and assessing cross-border spillovers from macroprudential policies', *Financial Stability Review*, ECB, mei 2015.

kennisgeving, in een geest van samenwerking tussen de ECB en de nationale autoriteiten.

Zodra de ECB op de hoogte was gebracht van de macroprudentiële beslissingen van de nationale bevoegde en aangewezen autoriteiten, beoordeelde de Raad van Bestuur de maatregelen overeenkomstig artikel 5, lid 1 van de GTM-verordening en besloot hij geen bezwaar te maken tegen de beslissingen van die autoriteiten.

### Samenwerking met het ESRB

De ECB bleef analytische, statistische, logistieke en administratieve ondersteuning verlenen aan het ESRB-secretariaat, dat verantwoordelijk is voor de dagelijkse werkzaamheden van het ESRB. De belangrijkste taak van het ESRB bestaat erin bij te dragen aan het voorkomen en beperken van systeemrisico's voor de financiële stabiliteit in de banksector, de verzekeringssector, andere financiële instellingen en financiële markten in de EU. Bij de uitvoering van zijn taken maakt het ESRB gebruik van de deskundigheid van de NCB's, de nationale toezichthouders en de Europese toezichthoudende autoriteiten.

In 2015 vatten de ECB en het ESRB gezamenlijke werkzaamheden aan betreffende de bewaking en de beoordeling van aan de lagerenteomgeving gerelateerde risico's voor de financiële stabiliteit, waarbij werd gezocht naar eventuele macroprudentiële beleidsoplossingen. De risicobeoordeling is thans aan de gang. Die beoordeling betreft niet alleen banken, maar ook andere soorten van financiële instellingen, financiële markten en marktinfrastructuur, overkoepelende aangelegenheden met betrekking tot het financieel stelsel, en de wisselwerking met de bredere economie.

Op EU-niveau bleef het ESRB een belangrijke rol spelen bij de coördinatie van het macroprudentieel beleid. In januari 2016 werden twee aanbevelingen inzake grensoverschrijdende macroprudentiële beleidsaspecten gepubliceerd, waarvan de ene betrekking had op de vaststelling van de contracyclische kapitaalbuffer voor blootstelling aan landen buiten de Europese Economische Ruimte en de andere op de vrijwillige wederkerigheid voor macroprudentiële beleidsmaatregelen.

## 3.3 Het GTM – de microprudentiële functie van de ECB

### Het eerste volledige jaar van het GTM-toezicht

2015 was het eerste volledige werkingsjaar van het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme. Het GTM was de eerste pijler van de bankenunie die volledig operationeel werd, op 4 november 2014. Na de alomvattende beoordeling in 2014 ging het toezicht van de ECB op de significante banken, waarvan er in 2015 123 waren, focussen op de follow-up van de resultaten ervan. Zulks omvatte met name de tenuitvoerlegging van de bevindingen van de activakwaliteitsbeoordeling en de

monitoring van de uitvoering van de kapitaalplannen voor de banken waarvoor in de alomvattende beoordeling een kapitaaltekort was vastgesteld.

Het toezicht dat de ECB op de banken uitoefent, speelde ook een belangrijke rol bij de beheersing van de financiële onrust in Griekenland. Nadat in juli een politiek akkoord werd bereikt, voerde de ECB een alomvattende beoordeling uit om de herkapitalisatiebehoefte van de significante Griekse banken te bepalen. Samen met de Bank of Greece hield de ECB toezicht op de situatie van de minder significante Griekse banken. De ECB zal actief betrokken blijven bij de inspanningen die er moeten voor zorgen dat Griekenland over een gezond en veerkrachtig bankwezen beschikt.

Het welslagen van het GTM vereiste dat voor het toezicht op de banken van het eurogebied een gelijk speelveld werd gewaarborgd. Het GTM heeft aan de totstandbrenging van dat gelijk speelveld bijgedragen door voor het bankentoezicht een gemeenschappelijke methodologie uit te werken. Een goed voorbeeld van de gemeenschappelijke aanpak van het toezicht is dat 2015 het eerste jaar was waarin alle significante banken van het eurogebied onderworpen waren aan een gemeenschappelijk proces van toetsing en evaluatie door de toezichthouder (Supervisory Review and Evaluation Process, SREP).

Inzake het toezicht op de minder significante banken, dat onder de directe verantwoordelijkheid van de nationale bevoegde autoriteiten valt, streefde de ECB in de eerste plaats de consistente toepassing na van hoge toezichtsnormen binnen het GTM. Voor dat toezicht werden in 2015 verschillende gemeenschappelijke toezichtsnormen ontwikkeld, die de nationale bevoegde autoriteiten een leidraad bieden voor de tenuitvoerlegging van specifieke procedures, bijvoorbeeld gezamenlijke normen voor de toezichts- en voor de herstelplanning. Een ander belangrijk onderdeel van de lopende werkzaamheden betreft de ontwikkeling van een gemeenschappelijke methodologie voor risicobeoordelingssystemen.

De ECB heeft in haar nieuwe rol gewerkt aan samenwerkingsovereenkomsten met de andere regelgevende en toezichthoudende autoriteiten, zoals de Gemeenschappelijke Afwikkelingsraad, dit teneinde te garanderen dat de informatie-uitwisseling en de samenwerking efficiënt verlopen.

Voor meer bijzonderheden over de microprudentiële functie van de ECB wordt verwezen naar het Jaarverslag van de ECB over haar toezichtswerkzaamheden in 2015.

## 3.4 Bijdragen van de ECB aan regelgevende initiatieven

Uit het oogpunt van zowel het microprudentieel toezicht als de financiële stabiliteit, levert de ECB een actieve bijdrage aan de ontwikkeling van het regelgevend kader op Europees en internationaal niveau. In 2015 hadden de voornaamste regelgevende kwesties voor de ECB betrekking op beleidsmaatregelen die erop gericht waren (i) de verwevenheid tussen overheden en banken te verzwakken,

(ii) de risicobereidheid te verminderen en de schokbestendigheid te bevorderen en (iii) een einde te maken aan het 'too big to fail'-probleem.

### 3.4.1 Verzwakking van de verwevenheid tussen overheden en banken

In 2015 droeg de ECB bij aan een aantal initiatieven die erop gericht waren de verwevenheid tussen overheden en banken te verzwakken. Die initiatieven worden onderverdeeld in twee ruime beleidsdomeinen: (i) het opzetten van de bankenunie; en (ii) beraadslagingen over een mogelijke herziening van de regulering van vorderingen op overheden.

In 2015 werd aanzienlijke vooruitgang geboekt met het opzetten van de bankenunie. De instelling van het Gemeenschappelijk Afwikkelingsmechanisme (Single Resolution Mechanism - SRM), op 1 januari 2015, als noodzakelijke aanvulling op het GTM, betekent dat twee pijlers van de bankenunie met succes werden opgezet. Samen stemmen het GTM en het SRM de verantwoordelijkheids- en besluitvormingsniveaus voor het toezicht op, en de afwikkeling van banken in de bankenunie op elkaar af. Het voorstel van de Europese Commissie voor de derde pijler van de bankenunie – een Europees depositogarantiestelsel – werd op 24 november 2015 gepubliceerd.

#### De tweede pijler van de bankenunie: het Gemeenschappelijk Afwikkelingsmechanisme met een Gemeenschappellijk Afwikkelingsfonds

De voorbereidende werkzaamheden van de Gemeenschappelijke Afwikkelingsraad (Single Resolution Board - SRB) startten in 2015 met het uitwerken van procedures, de afwikkelingsplanning en andere verwante taken. Sinds 1 januari 2016 beschikt de SRB over alle afwikkelingsbevoegdheden voor alle onder hem ressorterende entiteiten, zoals bepaald in de SRM-Verordening, inclusief het gebruik van het Gemeenschappelijk Afwikkelingsfonds (SRF). Voldoende lidstaten kwamen de verplichting na om de intergouvernementele overeenkomst[38] over het SRF tegen eind november 2015 te ratificeren, waardoor de essentiële bepalingen van de SRM-Verordening (in het bijzonder de afwikkelingsbevoegdheden) in werking konden treden, en het SRF op 1 januari 2016 operationeel kon worden.

Een geloofwaardig SRM vereist een doelmatige en toereikende financiering van het SRF. Gedurende een overgangsperiode van acht jaar, waarin het SRF wordt

[38] De overeenkomst heeft betrekking op: (i) de overdracht van de door de nationale afwikkelingsautoriteiten aangetrokken bedragen naar de nationale compartimenten; (ii) de geleidelijke collectivisering van de in de nationale compartimenten beschikbare gelden; (iii) de volgorde waarin financiële middelen worden ingezet om een afwikkeling te financieren uit de compartimenten en overige bronnen; (iv) de aanvulling van de compartimenten, indien nodig; en (v) eveneens indien nodig, de tijdelijke kredietverlening tussen nationale compartimenten.

aangevuld tot zijn streefniveau[39], zal dat fonds bestaan uit nationale compartimenten. Tijdens die periode zullen de afwikkelingskosten in toenemende mate worden gecollectiviseerd tot de compartimenten uiteindelijk versmolten zullen zijn tot één volledig gecollectiviseerd fonds. Aangezien er situaties kunnen ontstaan waarin het SRF over onvoldoende middelen beschikt en de achterafbijdragen die kunnen worden aangetrokken om het tekort te dekken niet onmiddellijk toegankelijk zijn, wordt in de SRM-Verordening bepaald dat de SRB in staat moet zijn alternatieve financiering voor het SRF aan te trekken. In het licht daarvan zijn de deelnemende lidstaten en de SRB het in 2015 ook eens geworden over een systeem van nationale kredietlijnen om tijdens de overgangsperiode, indien nodig, te voorzien in brugfinanciering voor het SRF. De totale kredietlijnen belopen € 55 miljard, wat ongeveer overeenkomt met het streefniveau van het SRF in de steady state. De volgende stap is het ontwikkelen van een gemeenschappelijke achtervangregeling, ter vervanging van de nationale kredietlijnen. Die gemeenschappelijke achtervangregeling dient vóór het einde van de overgangsperiode operationeel te zijn.

## De 'bail-in'-bevoegdheden werden volledig uitgeoefend

Verliezen en herkapitalisatiebehoeften van banken die zich in een afwikkelingsfase bevinden, zullen in de eerste plaats worden gedragen door de aandeelhouders en de schuldeisers. Daarvoor zal met name het 'bail-in'-instrument zorgen dat van toepassing is op in aanmerking komende schulden waarvoor de desbetreffende bepalingen van de Europese Richtlijn 'Herstel en afwikkeling van banken' (BRRD) en de SRM-Verordening op 1 januari 2016 van kracht werden. Conform de BRRD en de SRM-Verordening kunnen kapitaalinstrumenten worden afgeschreven of omgezet in eigen vermogen; en alle passiva waarop het 'bail-in'-instrument van toepassing is, kunnen indien nodig worden afgeschreven of omgezet in eigen vermogen teneinde verliezen op te vangen en een bank die zich in een afwikkelingsfase bevindt, vers kapitaal te bieden. Om het instrument zo efficiënt mogelijk te maken, zullen de SRB en de nationale afwikkelingsautoriteiten, in overleg met de ECB en de bevoegde autoriteiten, passende niveaus vastleggen inzake de minimumvereiste voor het eigen vermogen en de in aanmerking komende schulden (MREL) voor de banken die onder hun respectieve verantwoordelijkheid vallen. De MREL zullen worden vastgesteld op een niveau dat passend is om de afwikkeling te realiseren overeenkomstig het voor elke bank uitgewerkt afwikkelingsplan. Samenwerking tussen autoriteiten in de bankenunie is noodzakelijk en een hoofdprioriteit.

[39] Het streefniveau is 1% van het totale bedrag aan gewaarborgde deposito's in de bankenunie, wat overeenstemt met ongeveer € 55 miljard.

## Samenwerking tussen het SRM en het GTM

Het EU-kader inzake crisisbeheersing verplicht toezichthoudende en afwikkelingsautoriteiten tot samenwerking. Enerzijds dient het GTM als bevoegde autoriteit nauw met het SRM samen te werken inzake herstelplanning, de tenuitvoerlegging van vroegtijdige-interventiemaatregelen en de beoordeling van banken die in gebreke blijven of wellicht in gebreke zullen blijven. Anderzijds is het SRM verplicht nauw met het GTM samen te werken inzake afwikkelingsplanning en de beoordeling van de afwikkelbaarheid van een bank, alsook bij de tenuitvoerlegging van afwikkelingsmaatregelen. Die wisselwerking berust op drie pijlers: complementaire institutionele rollen, samenwerking en sterke coördinatie.

Samenwerking vereist een vlotte coördinatie tussen het GTM en het SRM. Daartoe heeft de ECB de vicevoorzitter van de Raad van Toezicht, Sabine Lautenschläger, aangewezen als permanent waarnemer in de bestuursvergaderingen en de plenaire zittingen van de SRB. In dezelfde geest zal de ECB de voorzitter van de SRB, Elke König, verzoeken als waarnemer deel te nemen aan de vergaderingen van de Raad van Toezicht van de ECB, wanneer de beraadslagingen betrekking hebben op voor de SRB relevante kwesties. Voorts werd op 22 december 2015 door beide autoriteiten een samenwerkingsovereenkomst ondertekend, waarin hun onderlinge samenwerking en uitwisseling van informatie werd omschreven.

## De derde pijler van de bankenunie: een Europees depositogarantiestelsel

Naast het GTM en het SRM, is ook een Europees depositogarantiestelsel een belangrijke pijler die ervoor moet zorgen dat het vertrouwen van de depositohouders in de bankenunie overal even groot is. Dat is een eerste vereiste om een gelijk speelveld tot stand te brengen. Op 24 november 2015 kwam de Europese Commissie met een voorstel voor een dergelijk stelsel in het kader van de derde pijler van de bankenunie. In dat voorstel wordt een duidelijke routekaart uitgetekend voor een gemeenschappelijk Europees depositogarantiestelsel. Beginnend met een herverzekeringsstelsel wordt, via een geleidelijk toenemend aandeel van de op Europees niveau in een medeverzekeringsfase verstrekte financiering, gewerkt naar een regeling waarin alle depositogarantiefinanciering wordt verleend door een Europees depositogarantiefonds. Een Europees depositogarantiestelsel wordt door de Commissie bepleit en werd in het 'Verslag van de vijf voorzitters' bestempeld als een belangrijke stap voorwaarts naar een sterkere bankenunie, nadat de verantwoordelijkheid voor het bankentoezicht en de afwikkeling van banken boven het niveau van de deelnemende lidstaten werd getild. Een Europees depositogarantiestelsel zal ook de twee andere pijlers versterken. Op 24 november 2015 publiceerde de Commissie ook een mededeling over de voltooiing van de bankenunie die – behalve de invoering van dat gemeenschappelijk depositogarantiemechanisme – supplementaire maatregelen behelst om de resterende obstakels af te bouwen die een echt gelijk speelveld in alle banksectoren in de weg staan, bijvoorbeeld het verminderen van nationale keuzemogelijkheden en

discretionaire bevoegdheden bij de toepassing van prudentiële regels, of het streven naar convergentie inzake faillissementswetgeving.

### De regulering van blootstellingen bij overheden

De recente financiële crisis heeft aangetoond dat de impliciete aanname dat overheidsschuld risicovrij is, niet klopt, wat een herziening wettigt van het huidig regelgevend kader voor soeverein risico. Een wijziging van de financiële regelgeving ter zake vereist een algemene oplossing om voor de banken een gelijk speelveld te waarborgen. Het Bazels Comité voor Bankentoezicht leidt de herziening van de bestaande regelgeving inzake soeverein risico op mondiaal niveau en zal mogelijke beleidskeuzen overwegen. De herziening door het Bazels Comité verloopt zorgvuldig, holistisch en geleidelijk. Het is tevens de bedoeling de ruimere kwesties te bekijken die gerelateerd zijn aan de rol van de markten voor overheidsschuld, alsook de eventuele impact, op die rol en op sommige marktsegmenten, van de wijzigingen in het regelgevend kader..

De kosten en baten van een herziening van het regelgevend kader moeten nauwgezet worden beoordeeld. Die beoordeling moet de mogelijke impact op de marktwerking en op de financiële stabiliteit weerspiegelen en rekening houden met potentiële neveneffecten op andere categorieën van activa, die het intermediatievermogen van de banken in het gedrang kunnen brengen. Bovendien moet terdege rekening worden gehouden met de liquiditeitsfunctie die de overheidsobligaties vervullen en met de mogelijke gevolgen voor de monetairbeleidstransmissie.

## 3.4.2 Vermindering van de risicobereidheid en vergroting van de schokbestendigheid

De ECB heeft in de loop van 2015 bijgedragen aan de afronding van diverse regelgevende hervormingen, maar er zijn nog een aantal heikele kwesties aan de orde; ze betreffen voornamelijk de afronding van het hefboomratiokader en de strategische herziening van het kapitaalraamwerk.

### De afronding van het hefboomratiokader

Buitensporige hefboomwerking was ongetwijfeld een van de fundamentele oorzaken van de financiële crisis. De grootste banken in Europa hadden vóór de financiële crisis een sterke hefboomwerking opgebouwd; in de aanloop naar de crisis was hun mediane hefboomwerking immers opgelopen tot 33 maal het kernkapitaal, terwijl voor sommige banken zelfs een hefboomwerking van 50 maal dat kapitaal gold.[40]

[40] Zie 'Is Europe overbanked?', *Reports of the Advisory Scientific Committee*, nr. 4, ESRB, juni 2014.

Een alomvattende en degelijk geijkte hefboomratio naast het risicogebaseerde kader voor het eigen vermogen is dan ook een belangrijk instrument om risico's aan te pakken die het gevolg zijn van buitensporige hefboomwerking. Uit door de ECB verricht onderzoek blijkt dat de hefboomratio, die een effectieve aanvulling is op de risicogebaseerde kapitaalvereisten, het veel minder waarschijnlijk zou maken dat banken met een zeer hoge hefboomwerking in moeilijkheden komen.[41] Sommige aspecten van het hefboomratiokader liggen nog steeds ter discussie in het Bazels Comité en de herziening van de ijking ervan zou naar verwachting in de loop van volgend jaar worden afgerond. Een minimale Tier 1-hefboomratio van 3% wordt getest tot 1 januari 2017, de datum waarop alle aanpassingen in het kader moeten zijn aangebracht teneinde op 1 januari 2018 over te stappen op een Pijler 1-behandeling. Op Europees niveau is de Europese Bankautoriteit gestart met haar rapport over de impact en de ijking van de hefboomratio. Dat rapport zal een impactstudie voor de hefboomratio bevatten, waarbij rekening zal worden gehouden met mogelijke gedragsimplicaties van een vereiste inzake hefboomratio, de wisselwerking ervan met andere prudentiële vereisten en cycliciteit.

## De strategische herziening van het kapitaalraamwerk

Een belangrijke beleidsdoelstelling van de ECB is ervoor te zorgen dat de kapitaalratio's van de banken in alle jurisdicties robuust en vergelijkbaar zijn. In dat opzicht hebben diverse studies van het Bazels Comité en de Europese Bankautoriteit de afgelopen jaren gewezen op een buitensporige variatie van de kapitaalvereisten tussen banken. Om dat te verhelpen, zette het Bazels Comité een alomvattende beleidsreactie op in de vorm van een strategische herziening van het Bazels Kapitaalakkoord. De aan de gang zijnde werkzaamheden beogen een aanpak waarbij het gebruik van de interne modellen van de banken zou worden beperkt tot een aantal portefeuilles die zich voor modelleren lenen. Die aanpak zou het modelleren van die portefeuilles additioneel beperken, ook door drempels te bepalen of door het modelleren van specifieke parameters uit te sluiten. Het reglementair kapitaal voor alle resterende portefeuilles zou moeten worden berekend aan de hand van door het Comité bepaalde alternatieve methoden. De herziening is bedoeld om het evenwicht te verbeteren tussen eenvoud, vergelijkbaarheid en risicogevoeligheid en om de doelstellingen van het Comité te bereiken inzake toereikendheid, robuustheid en uniforme tenuitvoerlegging.

[41] Zie Grill M., J.H. Lang en J. Smith, 'The impact of the Basel III leverage ratio on risk-taking and bank stability' Special Feature A, *Financial Stability Review*, ECB, november 2015.

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

#### De norm inzake totaal verliesabsorptievermogen voor mondiale systeemrelevante banken en de gevolgen ervan voor de EU

De in november 2015 door de Financial Stability Board aangenomen norm inzake het totaal verliesarbsorptievermogen (TLAC) voor mondiale systeemrelevante banken (G-SIB's) werd ontwikkeld opdat in gebreke blijvende G-SIB's over voldoende verliesarbsorptie- en herkapitaliseringsvermogen zouden beschikken teneinde een ordelijke afwikkelingsstrategie te volgen. Als zodanig is dat een belangrijke mijlpaal in het ondervangen van het 'too big to fail'-probleem. Een en ander is belangrijk zowel uit het oogpunt van financiële stabiliteit als vanuit een toezichthoudend perspectief en de ECB heeft dan ook actief meegewerkt aan de ontwikkeling van de TLAC-norm.

De TLAC-norm legt een minimumvereiste vast en bepaalt criteria waaraan instrumenten en passiva moeten voldoen om in aanmerking te komen als TLAC, wat er moet voor zorgen dat die instrumenten en passiva geredelijk beschikbaar zijn om tijdens de afwikkeling verliezen te absorberen. Een minimale TLAC-vereiste voor alle G-SIB's zal bijdragen aan het tot stand komen van een mondiaal gelijk speelveld. Indien nodig kunnen de autoriteiten ook, geval per geval, voor een G-SIB meer dan het TLAC-minimum eisen. De minimale TLAC-vereiste wordt berekend op basis van een risicogewogen en een niet-risicogewogen standaard. Vanaf 1 januari 2019 moeten G-SIB's over een TLAC beschikken ten belope van ten minste 16% van de risicogewogen activa van de afwikkelingsgroep, wat vanaf 1 januari 2022 zal worden opgetrokken tot ten minste 18%. Bovendien moet hun TLAC vanaf 1 januari 2019, in termen van een niet-riscogewogen norm, ten minste 6% van de noemer van de hefboomratio conform Bazel III bedragen en vanaf 1 januari 2022 ten minste 6,75%.[42]

De TLAC-norm is, ondanks enkele wezenlijke verschillen, vergelijkbaar met de minimumvereiste inzake het eigen vermogen en de in aanmerking komende schulden (MREL) in het afwikkelingskader op EU-niveau. Zo is de TLAC enkel van toepassing op G-SIB's, terwijl de MREL voor alle kredietinstellingen en beleggingsondernemingen geldt; voor de MREL is er, anders dan voor de TLAC, geen ondergrens vastgesteld. De beide normen moeten, via de herzieningsclausule in de BRRD, tegen eind 2016 met elkaar in overeenstemming worden gebracht, evenwel rekening houdend met het verschil wat hun toepassingsgebied betreft.

[42] TLAC beperkt geenszins de bevoegdheden van de autoriteiten om, indien nodig, andere passiva die binnen het kader van een 'bail-in' vallen, af te schrijven of om te zetten in aandelen.

## 3.5 Kapitaalmarktunie

Het Eurosysteem steunt de instelling van een kapitaalmarktunie (KMU) voor Europa. De KMU kan de bankenunie aanvullen en de Economische en Monetaire Unie versterken door de grensoverschrijdende risicospreiding te verbeteren en het financieel stelsel schokbestendiger te maken.[43] De KMU zal ook de Europese groei flink ondersteunen door een diversifiëring van de financieringsbronnen en een vergroting van de toegang van de ondernemingen tot financiering. Op 30 september 2015 publiceerde de Europese Commissie een actieplan waarin een aantal maatregelen werden toegelicht om tegen 2019 de fundamenten te leggen voor de KMU. De ECB juicht het actieplan toe en ondersteunt de eerste begeleidende maatregelen, met name het voorstel voor een Europees effectiseringskader, dat ook een gedifferentieerde prudentiële behandeling voor eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde effectisering omvat, inclusief verminderde bancaire kapitaalvereisten. Dat zal ertoe bijdragen de effectiseringsmarkten nieuw leven in te blazen.

Om de vruchten van de KMU te kunnen plukken, moet een hoge mate van financiële integratie worden nagestreefd. Volledige integratie wordt bereikt indien alle marktdeelnemers met dezelfde relevante kenmerken gemeenschappelijke regels moeten naleven, gelijke toegang hebben tot de markten en op dezelfde manier behandeld worden als ze op de markt actief zijn. Dat vergt een langetermijnvisie samen met een ambitieus programma voor supplementaire maatregelen. Zo zouden de nationale wetten betreffende faillissementen, belastingen en effecten meer moeten worden geharmoniseerd.

Het door de Commissie gepubliceerde actieplan bevat een aantal eerste maatregelen. Naast het voorstel voor een Europees effectiseringskader, publiceerde de Commissie met name een consultatie betreffende het opzetten van een pan-Europees kader voor gedekte obligaties en een voorstel ter herziening van de prospectusregels. Terwijl de eerstgenoemde beoogt voort te bouwen op de nationale stelsels en erop gericht is de haalbaarheid van gedekte obligaties voor leningen aan kleine en middelgrote ondernemingen te onderzoeken, tracht het tweede de toegang tot financiering voor ondernemingen te verbeteren en de informatie voor beleggers te vereenvoudigen. Het zijn vooral de hinderpalen voor het verkrijgen van informatie over kmo's die moeten worden weggewerkt. Die maatregelen zullen bijdragen aan de verdere integratie van de kapitaalmarkten.

Samenvattend kan worden gesteld dat het verwezenlijken van de KMU een combinatie zal vergen van, enerzijds, vroege 'quick wins' teneinde de dynamiek aan te houden en, anderzijds, gestage, over een aantal jaren gespreide inspanningen in sterk uiteenlopende domeinen die cruciaal zijn voor het functioneren van de kapitaalmarkten.

[43] 'Building a Capital Markets Union – Eurosystem contribution to the European Commission's Green Paper', 21 mei 2015.

# Overige taken en activiteiten

## 1 Marktinfrastructuur en betalingsverkeer

Marktinfrastructuren maken de clearing en afwikkeling van betalingen, effecten en derivaten mogelijk. Hun veiligheid en efficiëntie is van cruciaal belang voor het handhaven van het vertrouwen in de munteenheid en voor het ondersteunen van de monetairbeleidstransacties en de stabiliteit van het financiële stelsel als geheel. De integratie van marktinfrastructuren in Europa is een noodzakelijke voorwaarde voor het tot stand brengen van een daadwerkelijke interne markt.

Het Eurosysteem speelt een centrale rol in de transactieverwerkende ('post-trade') marktinfrastructuren en het betalingsverkeer door middel van drie functies – als beheerder, als katalysator en als toezichthouder. Het Eurosysteem beheert TARGET2, de infrastructuur voor de realtimeverrekening van grote en urgente betalingen in euro in centralebankgeld. Om het grensoverschrijdende gebruik van onderpand bij de krediettransacties van het Eurosysteem te vergemakkelijken, biedt het het Correspondentenmodel voor Centrale Banken. Bovendien biedt sinds juni 2015 de nieuwe infrastructuur van het Eurosysteem – TARGET2 Securities (T2S) – effectenafwikkeling in centralebankgeld. Wat de toekomst betreft, wordt de visie van het Eurosysteem voor 2020, waarin de strategie voor de toekomst van de marktinfrastructuur is opgenomen, uiteengezet in Paragraaf 1.1 hieronder.

Als katalysator helpt het Eurosysteem na de lancering van T2S de sector actief de transactieverwerkingsprocessen te harmoniseren en veilige en effectieve betalings-, clearing- en afwikkelingsoplossingen te vinden voor retailbetalingen in het eurogebied. Het Eurosysteem heeft vanaf het begin ervan mede vorm gegeven aan het Gemeenschappelijk Eurobetalingsgebied (Single Euro Payments Area of SEPA) en zal op het terrein van retailbetalingen actief blijven als drijvende kracht achter innovatie. Innovaties die voortvloeien uit de toenemende digitalisering van de betalingssector worden besproken in Paragraaf 1.2.

In zijn oversight-functie zorgt het Eurosysteem voor het efficiënte beheer van risico's en voor het opzetten van solide governance-regelingen voor marktinfrastructuren, en het bevordert, waar nodig, veranderingen. Zo werkt het Eurosysteem bijvoorbeeld, als onderdeel van zijn betrokkenheid in het internationale proces van normopstelling, samen met de sector om de weerbaarheid van de financiëlemarktinfrastructuur tegen cyberaanvallen te verbeteren. Ook wordt gewerkt aan versterking van de efficiëntie en veiligheid van retailbetalingen. Wat betreft het oversight op de infrastructuren voor effecten en derivaten heeft het Eurosysteem – in samenwerking met de relevante oversight-instanties en toezichthouders – de beoordeling van het ontwerp van T2S afgerond voordat het nieuwe platform van start ging. Bovendien is veel aandacht besteed aan risico's in verband met centrale tegenpartijen ('central counterparties' of CCP's), gezien het toenemende systeembelang daarvan. Dit wordt nader besproken in Paragraaf 1.3.

## 1.1 De start van T2S en de toekomst van de marktinfrastructuur

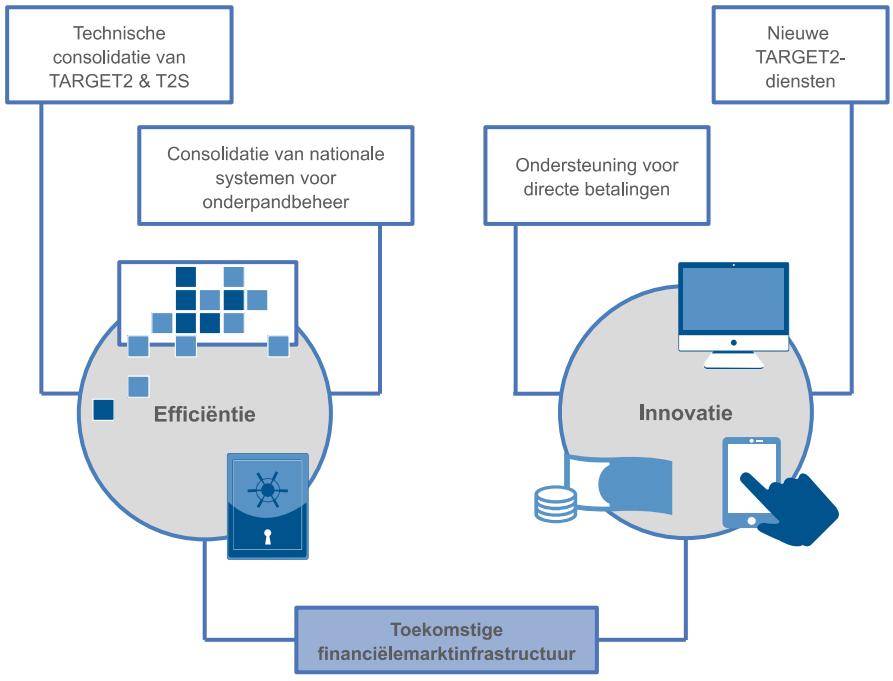
In juni 2015 is het nieuwe gemeenschappelijke effectenafwikkelingssysteem van het Eurosysteem, TARGET2 Securities, van start gegaan. Vijf centrale effectenbewaarinstellingen in Griekenland, Italië, Malta, Roemenië en Zwitserland zijn bij het platform aangesloten en de resterende 16 markten zullen zich de komende twee jaar daarbij aansluiten. De verwerking in meerdere valuta's binnen T2S zal gaan plaatsvinden wanneer vanaf 2018 de Deense krone via het platform kan worden verrekend. Naar verwachting zullen in de toekomst meer landen en valuta's zich bij T2S aansluiten.

T2S neemt de verschillen weg tussen binnenlandse en grensoverschrijdende effectenafwikkeling, en biedt een oplossing voor de nadelen van de vroegere marktfragmentatie. T2S is een belangrijke stuwende kracht geweest achter de harmonisatie van transactieverwerkingsdiensten en -standaarden, en draagt bij aan sterkere financiële integratie en een werkelijke Europese interne markt.

Naarmate de migratie naar T2S voortschrijdt, is de blik van het Eurosysteem op de toekomst gericht om ervoor te zorgen dat de marktinfrastructuren en het betalingsverkeer gelijke tred houden met de technologische ontwikkelingen en verdere efficiëntiewinst boeken. De visie van het Eurosysteem voor 2020 behelst een strategie voor een marktinfrastructuur die bestaat uit drie actiepunten.

**Figuur 1**

De financiëlemarktinfrastructuur in Europa – de visie voor 2020 en verder




Bron: ECB.

Het eerste actiepunt is synergieën tussen TARGET2 en T2S te onderzoeken. De technische infrastructuur zal worden geconsolideerd zodat TARGET2 kan profiteren

van de meest geavanceerde kenmerken die momenteel in T2S beschikbaar zijn, bijvoorbeeld door liquiditeitsbesparende mechanismen verder te optimaliseren. Het tweede actiepunt is mogelijkheden te onderzoeken om de ontwikkeling van een pan-Europese oplossing voor directe betalingen (zie Paragraaf 1.2) te ondersteunen. Het derde actiepunt is de efficiëntie van het onderpandbeheer door het Eurosysteem verder te harmoniseren en te vergroten, met inbegrip van de mogelijke harmonisatie van onderpandtechnieken en -procedures. Als het harmonisatiewerk succesvol is, kan het argument voor een gemeenschappelijk onderpandbeheersysteem van het Eurosysteem worden overwogen.

Om zijn visie voor 2020 werkelijkheid te maken, zal het Eurosysteem nauw samenwerken met de markt, daarbij profijt trekkend van het standpunt van de markt, en ervoor zorgen dat de marktinfrastructuur van Europa is toegesneden op de behoeften van de markt.

## 1.2 De digitalisering van betalingsactiviteiten

Na de geslaagde migratie naar SEPA voor overschrijvingen en automatische incasso's (domiciliëringen) in het eurogebied, is het voornaamste aandachtspunt van de betalingssector en het Eurosysteem verschoven van harmonisatie en integratie naar modernisering en innovatie. Deze verschuiving was noodzakelijk gezien de mate waarin de digitalisering in het alledaagse leven is doorgedrongen. De betalingssector speelt in op de veranderende ervaringen en verwachtingen van gebruikers. In enkele Europese landen komen 'person-to-person'-betalingen via de mobiele telefoon of contactloze betalingsmogelijkheden steeds vaker voor. Sommige van deze mogelijkheden zijn gebaseerd op directe betalingen, d.w.z. betalingsmogelijkheden die zorgen voor de onmiddellijke beschikbaarheid van geld voor de ontvanger. Deze diensten zijn echter uitsluitend beschikbaar op nationaal niveau en ontberen pan-Europese interoperabiliteit en bereik.

Teneinde een herfragmentatie van SEPA door het opkomen van een veelheid aan afzonderlijke nationale mogelijkheden te vermijden, geeft het Eurosysteem zijn krachtige steun aan de ontwikkeling van een pan-Europese mogelijkheid tot directe betaling. De Europese Retailbetalingsraad (Euro Retail Payments Board of ERPB), waarvan de ECB voorzitter is, heeft de betalingssector uitgenodigd een voorstel in te dienen voor het ontwerp van een SEPA-overschrijvingensysteem voor directe betalingen in euro. Dit voorstel, dat de gemeenschappelijke basis zal vormen voor Europese directebetalingsmogelijkheden, is in november 2015 door de ERPB overgenomen en zal de basis gaan vormen voor het gemeenschappelijk reglement ('rulebook') dat momenteel door de Europese Betalingsraad wordt opgesteld.

Wat betreft de clearing en verrekening van directe betalingen is de ECB een dialoog begonnen met aanbieders van retailmarktinfrastructuren en denkt zij na over haar eigen rol in de verrekening van dergelijke betalingen als beheerder van TARGET2.

Daarnaast is de ECB betrokken geweest bij het werk van de ERPB aan de aanbevelingen ter vergemakkelijking van pan Europese 'person-to-person'-betalingen via de mobiele telefoon en mobiele telefoon- en kaartgebaseerde

contactloze betalingen. In de toekomst zal het Eurosysteem aandacht moeten besteden aan nieuwe betalingsmogelijkheden en nieuwe aanbieders van betalingsdiensten in de zich uitbreidende e-commerce.

In februari 2015 heeft de ECB een tweede rapport gepubliceerd over virtuele muntstelsels. Over het algemeen is het voornaamste aandachtspunt van de sector verschoven van het 'waarde'-aspect naar het ingebouwde mechanisme om die waarde over te dragen, d.w.z. de zogeheten 'blockchain' of 'distributed ledger'-technologie. De ECB zal de ontwikkelingen in de technologie die ten grondslag ligt aan dergelijke systemen, nauwlettend volgen.

## 1.3 Het beheren van risico's van centrale tegenpartijen

De mondiale financiële crisis van 2007-2008 vestigde de aandacht op aanzienlijke tekortkomingen in de transparantie en het risicobeheer op markten voor 'over the counter' (OTC) derivaten, met name in het segment waar transacties bilateraal worden gecleard. Tegen deze achtergrond kwamen de leiders van de G20 bij hun topontmoeting in 2009 in Pittsburgh overeen dat alle gestandaardiseerde OTC-derivaten centraal gecleared dienden te worden.

Ten gevolge van de verplichting tot centrale clearing, beheren de centrale tegenpartijen een groeiend deel van het financiële risico dat voortvloeit uit OTC-derivatentransacties en hun soliditeit is, vanuit het perspectief van financiële stabiliteit, in toenemende mate belangrijk geworden. Tegen deze achtergrond hebben de ministers van Financiën en de centralebankpresidenten van de G20 in februari 2015 de Raad voor Financiële Stabiliteit gevraagd om, samen met het Committee on Payments and Market Infrastructure, de International Organization of Securities Commissions en het Bazels Comité voor Bankentoezicht, een gecoördineerd werkplan op te stellen om de schokbestendigheid, herstelplanning en afwikkelbaarheid van centrale tegenpartijen te bevorderen. Het '2015 CCP Work Plan' heeft vier elementen: (1) een evaluatie van de toereikendheid van de bestaande maatregelen voor schokbestendigheid van centrale tegenpartijen (waaronder verliesabsorberend vermogen en liquiditeit, en stresstesting), (2) een inventarisatie van bestaande herstelmechanismes bij centrale tegenpartijen, waaronder instrumenten voor verliestoewijzing, en overweging of er behoefte bestaat aan verfijnder standaarden, (3) een toetsing van bestaande afwikkelingsstelsels en afwikkelingplanningsregelingen bij centrale tegenpartijen en overweging of er behoefte bestaat aan gediversifieerder standaarden of aanvullende voorgefinancierde middelen, en (4) een analyse van de onderlinge afhankelijkheden tussen de CCP's, hun directe en indirecte clearing-leden en andere financiële instellingen, en van de potentiële kanalen waarlangs risico's zich door middel van die onderlinge afhankelijkheden zouden kunnen verspreiden. De ECB is direct betrokken bij deze werkstromen door middel van de speciaal daaraan gewijde internationale comités.

Om te komen tot grotere samenwerking maakten de ECB en de Bank of England op 29 maart 2015[44] maatregelen bekend gericht op versterking van de financiële stabiliteit met betrekking tot centraal geclearde markten binnen de EU door middel van een gecoördineerde en gedeelde benadering. In dit kader bereikten de ECB en de Bank of England overeenstemming over verbeterde regelingen voor informatie-uitwisseling en samenwerking ten aanzien van in het Verenigd Koninkrijk gevestigde CCP's met aanzienlijke in euro luidende bedrijfsactiviteiten.

De ECB is, net als andere centrale banken van het Eurosysteem, betrokken gebleven bij het lopende werk van de college's van autoriteiten die toezicht uitoefenen op in de EU gevestigde CCP's met grote in euro luidende centrale clearingsactiviteiten krachtens de Verordening Europese Marktinfrastructuur (European Market Infrastructure Regulation of EMIR). In 2015 behelste dit de goedkeuring voor de voorgestelde uitbreidingen van door centrale tegenpartijen geleverde diensten.

Op 2 september 2015 heeft de ECB haar antwoord gepubliceerd op de openbare raadpleging van de Europese Commissie inzake de herziening van EMIR. In het antwoord werd een aantal voorstellen gedaan om het op college's gebaseerde toezichtskader voor centrale tegenpartijen te versterken en de kwaliteit van de gegevensrapportage betreffende derivaten te verbeteren om de transparantie te versterken.

# 2 Aan andere instellingen verstrekte financiële diensten

## 2.1 Beheer van kredietransacties

De ECB is verantwoordelijk voor het beheer van de kredietransacties (zowel opgenomen als verstrekte kredieten) van de EU in het kader van de faciliteit voor financiële bijstand op de middellange termijn (MTFA)[45] en het Europees Financieel Stabiliteitsmechanisme (EFSM)[46]. In 2015 verwerkte de ECB rentebetalingen met betrekking tot de in het kader van de MTFA verstrekte leningen. Per 31 december 2015 stond er uit hoofde van deze faciliteit een totaalbedrag van € 5,7 miljard uit. In 2015 verwerkte de ECB de uitbetaling en geslaagde terugbetaling van een kortlopende overbruggingslening die in het kader van het EFSM na een door de EU-Raad goedgekeurd besluit aan Griekenland was verstrekt. De ECB verwerkte tevens diverse betalingen en rentebetalingen met betrekking tot de in het kader van het

[44] Zie het persbericht van de ECB van 29 maart 2015. De bekendmaking volgde op het op 4 maart gegeven oordeel van het Gerecht van de Europese Unie (zie ook Paragraaf 6 in Hoofdstuk 2).

[45] Overeenkomstig Artikel 141, lid 2, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie, Artikelen 17, 21.2, 43.1 en 46.1 van de Statuten van het ESCB, en Artikel 9 van Verordening van de Raad (EG) No. 332/2002 van 18 februari 2002.

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

EFSM verstrekte leningen. Per 31 december 2015 stond er uit hoofde van deze faciliteit een totaalbedrag van € 46,8 miljard uit.

Op soortgelijke wijze is de ECB verantwoordelijk voor het beheer van de betalingen die voortvloeien uit de transacties in het kader van de Europese Faciliteit voor Financiële Stabiliteit (EFSF)[47] en het Europese Stabiliteitsmechanisme (ESM)[48]. In 2015 verwerkte de ECB diverse rentebetalingen en vergoedingen met betrekking tot in het kader van het EFSF verstrekte leningen. In 2015 verwerkte de ECB de uitbetaling van twee tranches van de lening die, na een door de EU-Raad goedgekeurd besluit, in het kader van het ESM aan Griekenland was verstrekt. Daarnaast verwerkte de ECB eveneens lidstaatbijdragen aan het ESM en diverse rentebetalingen en vergoedingen met betrekking tot de in het kader van dit mechanisme verstrekte leningen.

De ECB, ten slotte, is ook verantwoordelijk voor het verwerken van alle betalingen in het kader van de kredietfaciliteitsovereenkomst voor Griekenland.[49] Per 31 december 2015 stond er uit hoofde van deze faciliteit een totaalbedrag van € 52,9 miljard uit.

## 2.2 Diensten van het Eurosysteem inzake reservebeheer

In 2015 is wederom een veelomvattende reeks financiële diensten aangeboden uit hoofde van het in 2005 ingevoerde kader voor het beheer van in euro luidende reserveactiva (Eurosystem Reserve Management Services of ERMS) toebehorend aan cliënten. Het volledige pakket diensten wordt door individuele nationale centrale banken van het Eurosysteem (de 'Eurosystem service providers') op geharmoniseerde voorwaarden en volgens algemeen geldende marktstandaarden aangeboden aan centrale banken, monetaire autoriteiten en overheidsinstanties buiten het eurogebied, en aan internationale organisaties. De ECB vervult hierbij een overkoepelende coördinerende rol, waarbij zij ervoor zorgt dat het kader soepel functioneert en rapporteert aan de Raad van Bestuur.

Het aantal cliënten die in verband met de ERMS een zakelijke relatie onderhielden met het Eurosysteem was in 2015 285, vergeleken met 296 in 2014. Wat betreft de diensten zelf stegen in de loop van 2015 de totale geaggregeerde aanhoudingen

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

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

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

(met inbegrip van liquiditeiten en aangehouden effecten) die binnen het EMRS werden beheerd met ongeveer 6% ten opzichte van eind 2014.

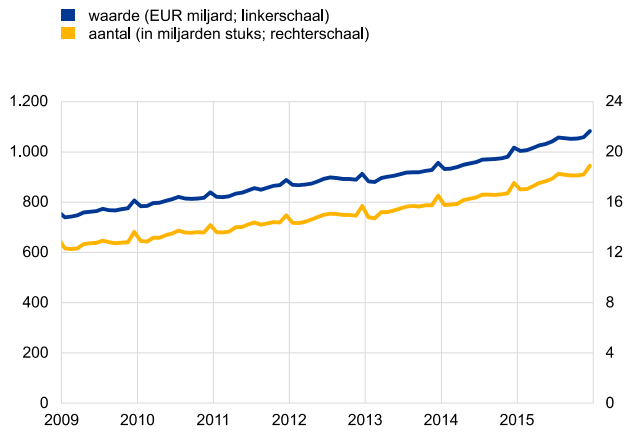
# 3 Bankbiljetten en munten

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

## 3.1 De omloop van bankbiljetten en munten

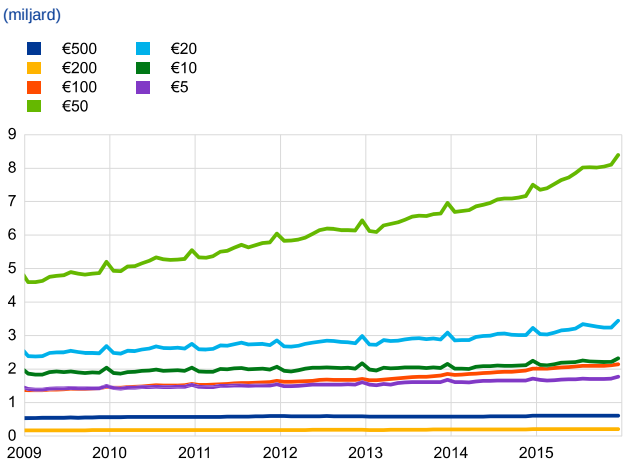
In 2015 stegen het aantal en de waarde van de eurobankbiljetten in omloop respectievelijk met rond 7,8% en 6,6%. Aan het eind van het jaar waren er 18,9 miljard eurobankbiljetten in omloop, met een totale waarde van € 1.083 miljard (zie Grafieken 27 en 28). Het bankbiljet van € 50 liet het hoogste groeicijfer op jaarbasis zien, nl. 11,8% in 2015. De vraag naar deze coupure steeg sterk rond het midden van het jaar. De meest waarschijnlijke verklaring hiervoor is dat toeristen naar Griekenland meer contant geld met zich meenamen dan gebruikelijk vanwege de in dat land ingevoerde beperkingen op contantgeldopnames (die echter alleen golden voor ingezetenen). De productie van eurobankbiljetten wordt gedeeld door de nationale centrale banken, aan wie in 2015 in totaal 6,0 miljard bankbiljetten werden toegewezen.

**Grafiek 27**
Aantal en waarde van de eurobankbiljetten in omloop




Bron: ECB.

**Grafiek 28**
Aantal eurobankbiljetten in omloop naar coupure




Bron: ECB.

Geschat wordt dat in termen van waarde rond een kwart van de eurobankbiljetten in omloop buiten het eurogebied wordt aangehouden, voornamelijk in de aangrenzende landen. Eurobankbiljetten, en dan voornamelijk de coupures van € 500 en € 100, worden buiten het eurogebied aangehouden als waardeopslag en voor de afwikkeling van transacties op internationale markten. Contant geld heeft het

voordeel van onmiddellijke afwikkeling zonder dat daarvoor nodig is de solventie van de tegenpartij te beoordelen.

In 2015 nam het totale aantal euromunten in omloop toe met 4,7% en kwam dit eind 2015 uit op 116,1 miljard. Eind 2015 beliep de waarde van de munten in omloop € 26,0 miljard, 4% hoger dan eind 2014.

In 2015 controleerden de nationale centrale banken van het eurogebied de echtheid en geschiktheid voor circulatie van rond 32,9 miljard bankbiljetten, waarbij zij rond 5,2 miljard daarvan aan de omloop onttrokken. Het Eurosysteem heeft zich tevens opnieuw ingespannen fabrikanten van bankbiljettenapparatuur te helpen ervoor te zorgen dat hun machines voldoen aan de door de ECB gehanteerde normen voor de controle van eurobankbiljetten op echtheid en geschiktheid voordat deze weer in omloop worden gebracht. In 2015 controleerden kredietinstellingen en andere professionele contantgeldverwerkers met behulp van dergelijke machines 31 miljard eurobankbiljetten op hun echtheid en geschiktheid voor hercirculatie.

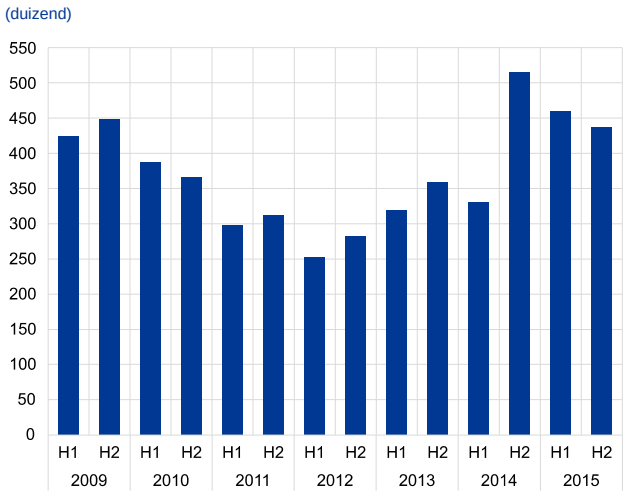
## 3.2 Vervalste eurobankbiljetten

In 2015 heeft het Eurosysteem rond 899.000 valse eurobankbiljetten aan de omloop onttrokken. In verhouding tot het aantal echte eurobankbiljetten in omloop is het aantal vervalsingen nog steeds zeer gering. De langetermijnontwikkelingen in de hoeveelheid vervalsingen die uit circulatie worden gehaald, worden getoond in Grafiek 29. Valsemunters richten zich doorgaans op de bankbiljetten van € 20 en € 50 van de eerste serie eurobankbiljetten, en deze waren in 2015 goed voor respectievelijk 50,5% en 34,2% van het totale aantal vervalsingen. De lichte stijging van het totale aantal vervalsingen in 2015 was voornamelijk toe te schrijven aan een toename van het aantal vervalste € 50-bankbiljetten. Nadere details van de uitsplitsing naar coupure zijn te vinden in Grafiek 30.

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

**Grafiek 29**

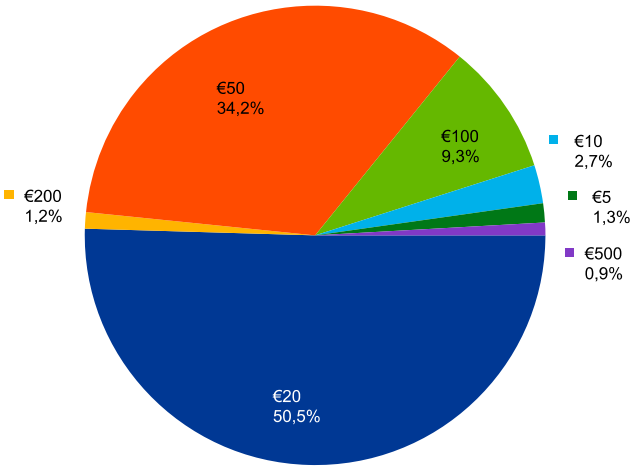
Aantal uit omloop genomen valse eurobankbiljetten




Bron: ECB.

**Grafiek 30**

Uitsplitsing valse eurobankbiljetten in 2015 naar coupure




Bron: ECB.

## 3.3 De tweede serie eurobankbiljetten

Op 25 november 2015 is een nieuw bankbiljet van € 20 in omloop gekomen, het derde bankbiljet van de Europa-serie dat is ingevoerd. Net als het nieuwe € 5- en € 10-bankbiljet, die respectievelijk in mei 2013 en september 2014 in omloop zijn gekomen, bevat het € 20-bankbiljet verbeterde echtheidskenmerken, waaronder een portretwatermerk en een 'smaragdgroen cijfer' dat een lichteffect vertoont dat op en neer beweegt wanneer het bankbiljet wordt gekanteld en tevens van kleur verandert. Het nieuwe biljet van € 20 bevat tevens een nieuw en innovatief echtheidskenmerk: het portretraampje in het hologram, dat een portret toont van Europa (een figuur uit de Griekse mythologie) wanneer het bankbiljet tegen het licht wordt gehouden. In de aanloop naar de invoering van het nieuwe bankbiljet van € 20, voerden de ECB en de nationale centrale banken van het eurogebied een campagne om zowel het grote publiek als professionele contantgeldverwerkers over het nieuwe bankbiljet en zijn kenmerken te informeren. Zij namen voorts diverse maatregelen om de sector bankbiljettensorteermachines te helpen zich voor te bereiden op de invoering van het nieuwe bankbiljet.

De resterende coupures van de Europa-serie zullen de komende paar jaar worden ingevoerd.

# 4 Statistieken

Bijgestaan door de nationale centrale banken houdt de ECB zich bezig met het ontwikkelen, verzamelen, samenstellen en publiceren van een breed spectrum aan statistieken die belangrijk zijn ter ondersteuning van het monetair beleid van het

eurogebied, de toezichtsfuncties van de ECB, diverse andere taken van het ESCB en de taken van het Europees Comité voor Systeemrisico's. Van deze statistieken wordt tevens gebruikgemaakt door overheden, financiëlemarktpartijen, de media en het grote publiek.

In 2015 is het ESCB de reguliere statistieken voor het eurogebied vlot en op tijd blijven verschaffen. Daarnaast heeft het aanzienlijke inspanningen verricht om de implementatie van de nieuwe internationale statistische standaarden in alle statistieken van de ECB te voltooien en om aan de nieuwe eisen voor zeer tijdige, hoogwaardige en gedetailleerdere statistieken op land-, sector- en instrumentniveau, te voldoen.[50]

## 4.1 Nieuwe en verbeterde statistieken voor het eurogebied

Vanaf 1 januari 2015 publiceert de ECB de dagelijkse driemaands spot-rente die is afgeleid van de rendementscurve die wordt geraamd aan de hand van overheidsobligaties van het eurogebied met een rating van AA en hoger. Vanaf de eerste publicatie ervan wordt deze rente door het IMF gebruikt als de eurocomponent van de rente voor de bijzondere trekkingsrechten, en vervangt daarmee de driemaands EUREPO-rente.

Sinds januari 2015 worden in statistische publicaties inzake uitgiften van waardepapieren verbeterde uitsplitsingen opgenomen naar sector van de emittent en type instrument, conform de nieuw goedgekeurde versie van het Europees Systeem van Rekeningen (ESR 2010).

In april 2015 zijn belangrijke wijzigingen aangebracht in de statistieken betreffende de betalingsbalans en de internationale investeringspositie door middel van de publicatie van tot 2008 teruggaande gegevens. Deze gegevens zijn conform de methodologie van de zesde editie van de handleiding voor de betalingsbalans (Balance of Payments Manual) van het IMF en omvatten een gedetailleerde uitsplitsing naar de geografische locatie van tegenpartijen.

Bovendien bevatten sinds juli 2015 statistische publicaties inzake monetaire ontwikkelingen, bancaire retailrentetarieven, beleggingsfondsen en lege financiële vennootschappen ('financial vehicle corporations') nieuwe uitsplitsingen (bijvoorbeeld naar sector van de emittent en type instrument) die in overeenstemming zijn met het ESR 2010. Statistieken betreffende beleggingsfondsen bevatten aanvullende private-equityfondsen en op de beurs verhandelde fondsen die in het eurogebied zijn geregistreerd. Statistieken betreffende bancaire rentetarieven omvatten additionele indicatoren ten aanzien van uitstaande leningen, uitgesplitst naar resterende looptijd en de volgende renteherzieningsperiode. Daarnaast worden, binnen de nieuwe

[50] Zie voor meer informatie www.ecb.europa.eu/pub/conferences.

contracten, de rentetarieven met betrekking tot heronderhandelde leningen afzonderlijk opgenomen.

In augustus 2015 werden de geconsolideerde bankgegevens (de ESCB-datareeks voor het bankstelsel van de EU op geconsolideerde basis) aanzienlijk verbeterd en werd hun frequentie verhoogd, van halfjaarlijks naar driemaandelijks. Deze verbetering heeft geprofiteerd van de inwerkingtreding van de door de Europese Bankautoriteit opgestelde Implementing Technical Standards on Supervisory Reporting, die het aantal vergelijkbare gegevens in de gehele EU aanzienlijk hebben vergroot. In het bijzonder zijn de indicatoren van activakwaliteit grotendeels vervangen door nieuwe gegevens ten aanzien van niet-presterende blootstellingen ('non-performing exposures') en belangrijke posten voor heronderhandeling van kredietvoorwaarden ('forbearance'). Nieuwe maatstaven van liquiditeit, financiering en bezwaarde activa worden eveneens verschaft.

In september 2015 heeft de ECB nieuwe statistieken gepubliceerd inzake voor verkoop en securitisatie gecorrigeerde leningen, en verschaft daarmee vollediger informatie over leningen die door banken in het eurogebied werden verstrekt maar niet langer in hun balans worden opgenomen.

In oktober 2015 is de ECB begonnen met de publicatie van maandgegevens ten aanzien van TARGET2-saldi, van de uitsplitsing naar valuta's van gegevens ten aanzien van door ingezetenen van het eurogebied uitgegeven beursgenoteerde aandelen, en van verbeterde jaarlijkse statistieken betreffende betalingen, waarbij rekening is gehouden met de implementatie van het Gemeenschappelijk Eurobetalingsgebied (Single Euro Payments Area of SEPA) en andere ontwikkelingen in de betalingsmarkt in Europa.

In november 2015 is de ECB begonnen met de publicatie van een nieuw driemaandelijks statistisch rapport betreffende de sector huishoudens, dat betrekking heeft op de economische en financiële activiteiten van die sector en dat kernindicatoren presenteert voor het eurogebied samen met een vergelijking van de 19 landen van het eurogebied.

In december 2015 heeft de ECB de Survey of National Practices gepubliceerd, waarin in detail wordt ingegaan op de in de landen van het eurogebied toegepaste methodologieën voor de verzameling van MFI-balansstatistieken.

## 4.2 Overige statistische ontwikkelingen

In maart 2015 heeft de ECB een Verordening[51] gepubliceerd met betrekking tot financiële toezichtsinformatie, waarin de rapportagevereisten geleidelijk worden

[51] Verordening (EU) 2015/534 van de Europese Centrale Bank van 17 maart 2015 betreffende rapportage van financiële toezichtinformatie (ECB/2015/13).

uitgebreid naar alle onder toezicht staande entiteiten die nog niet op basis van de toezichtsrapportages (FINREP) rapporteren, te beginnen vanaf eind 2015.

Hoewel instellingen die de International Financial Reporting Standards (IFRS) op geconsolideerd niveau toepassen reeds verplicht zijn de FINREP-rapportages in te dienen, breidt de Verordening de verplichte rapportage uit naar 1) belangrijke onder toezicht staande groepen die nationale financiëleverslagleggingsregels toepassen, 2) belangrijke onder toezicht staande entiteiten die op individuele basis volgens zowel IFRS- als nationale financiëleverslagleggingsregels rapporteren, en 3) minder belangrijke groepen die nationale financiëleverslagleggingsregels toepassen en minder belangrijke onder toezicht staande entiteiten.

Het ESCB is verder blijven werken aan verschillende lopende projecten om in de loop der tijd de beschikbaarheid en kwaliteit van statistieken op basis van nieuwe of aanzienlijk verbeterde microdatabases, te verbeteren. In 2015 zijn aanzienlijke inspanningen verricht om de nieuwe kaders voor de verzameling van gedetailleerde kredietgegevens te ontwikkelen (ten behoeve waarvan, gezien de grote belangstelling onder het publiek in dit project, in december een concept-Verordening is gepubliceerd) en om de verzameling van gegevens ten aanzien van uitgegeven en aangehouden individuele waardepapieren uit te breiden. In het bijzonder werden de Verordening en het Richtsnoer inzake statistieken betreffende aangehouden waardepapieren geactualiseerd om de vergaring van gegevens over aangehouden waardepapieren bij verzekeringsmaatschappijen te verbeteren. Er wordt momenteel tevens gewerkt aan het implementeren van nieuwe statistieken inzake de eurogeldmarkt, waarvan vanaf april 2016 de dagelijkse verzameling van individuele transactiegegevens ten aanzien van alle belangrijke marktsegmenten (d.w.z. de segmenten van gedekte swaps, ongedekte swaps, swaps in vreemde valuta en overnight index swaps) deel zal uitmaken.

Op internationaal niveau bleef de ECB – als lid van de Inter Agency Group on Economic and Financial Statistics – ten zeerste gecommitteerd aan de doelstellingen van het Data Gaps Initiative, dat in april 2009 is gelanceerd door de ministers van Financiën en de centralebankpresidenten van de G20 om de gegevenslacune's die na de mondiale financiële crisis waren vastgesteld, te dichten. Na de 20 initiële aanbevelingen van de eerste fase te hebben ontwikkeld en doorgevoerd, ondersteunt de ECB krachtig de tweede fase van dit initiatief, die in september 2015 is goedgekeurd.

# 5 Economisch onderzoek

De productie van wetenschappelijk onderzoek van hoge kwaliteit helpt op essentiële wijze de ECB haar doelstellingen te verwezenlijken en in te spelen op haar wisselende prioriteiten. Gedurende 2015 werden de activiteiten op het vlak van economisch onderzoek verbeterd tegen de achtergrond van de vele belangrijke nieuwe uitdagingen voor beleidsmakers. In het bijzonder zijn deze activiteiten geherorganiseerd in een kleiner aantal (namelijk zeven) specifieke onderzoeksclusters. Daarnaast hebben drie belangrijke onderzoeksnetwerken

bijgedragen aan verdergaande samenwerking binnen het ESCB op het vlak van belangrijke onderzoeksthema's.[52]

## 5.1 De onderzoeksprioriteiten en onderzoeksclusters bij de ECB

Gedurende 2015 is het economisch onderzoek bij de ECB uitgevoerd binnen zeven bankbrede onderzoeksclusters, die samen op vier hoofdprioriteiten waren gericht: 1) het incorporeren van de invloed van veranderingen in de economische en financiële structuur in conjunctuuranalyses en -prognoses, 2) het beoordelen van de monetaire transmissie, met inbegrip van het veranderende operationele kader en de implementatie daarvan, 3) het van start gaan met microprudentieel onderzoek en onderzoek op het vlak van bankentoezicht, en het ontwikkelen van verdere macroprudentiële analyses, en 4) het inzicht krijgen in de wisselwerking tussen het gemeenschappelijk monetair beleid en begrotings-, structureel en prudentieel beleid binnen een veranderend institutioneel kader in de EU.

Wat betreft prioriteiten 1) en 2), was een belangrijke doelstelling van de onderzoeksinspanningen het verdiepen van het begrip van de oorzaken van lage inflatie en van hardnekkige fouten in het voorspellen van de inflatie. De resultaten wezen duidelijk op de relevantie van zowel externe als binnenlandse kanalen. Wat de externe kanalen betreft, werd vastgesteld dat de moeilijkheid van het voorspellen van de olieprijs een belangrijke factor was achter de recente verkeerde inflatievoorspellingen. Een aantal nieuwe modellen is daarom ontwikkeld om ertoe bij te dragen de ontwikkelingen op de oliemarkt beter te voorspellen en tevens de verschillende uitkomsten van de modellen met elkaar in verband te brengen. Wat betreft de binnenlandse factoren, wees onderzoek op een mogelijke onderschatting van de mate van economische onderbenutting en een sterker wordende relatie tussen de reële bedrijvigheid en de inflatie als mogelijke bron van overschatting van de inflatie. Daarnaast hielp onderzoek nieuwe risico's in kaart te brengen die verband houden met een mogelijk losslaan ('ontankering') van de inflatieverwachtingen en toonde het aan hoe lage inflatie, als nominale rentetarieven de ondergrens van nul bereiken, zelfversterkend pleegt te kunnen worden. Onderzoek gaf echter ook aan hoe de indicaties omtrent het toekomstige rentebeleid (de zogenoemde 'forward guidance') en de bijzondere monetairbeleidsmaatregelen een belangrijke rol kunnen spelen in deze situatie door de risico's van een dergelijke ontankering te verminderen en door de totale vraag te ondersteunen.

Zowel het micro- als het macroprudentieel beleid stond in toenemende mate voorop in het door de ECB in 2015 uitgevoerde onderzoek. Na de oprichting van het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme (Single Supervisory Mechanism of SSM) heeft het onderzoek zich primair gericht op de invloed van regelgeving en overig overheidsbeleid op het gedrag en de balans van banken. Hoge prioriteit werd ook

[52] Gedetailleerder informatie over de onderzoeksactiviteiten van de ECB, met inbegrip van informatie over met onderzoek verband houdende evenementen, publicaties en netwerken, is te vinden op de website van de ECB.

gegeven aan de ontwikkeling van modellen om het macroprudentieel beleid, en de wisselwerking daarvan met ander beleid (waaronder het monetair beleid), te analyseren. De analyse van bestaande verschillen en onevenwichtigheden tussen de landen van het eurogebied stond centraal bij het onderzoek dat verband hield met de hierboven genoemde prioriteit (4). Een belangrijke uitkomst van dit werk was het in kaart brengen van structurele factoren die een verklaring kunnen vormen voor divergenties (waaronder institutionele problemen en knelpunten op de arbeidsmarkten en productmarkten) die de groei kunnen belemmeren. Op het terrein van financiële markten heeft belangrijk nieuw onderzoek zich primair gericht op de ontwikkeling van indicatoren om de financiële integratie en kwetsbaarheden in de banksector te beoordelen.

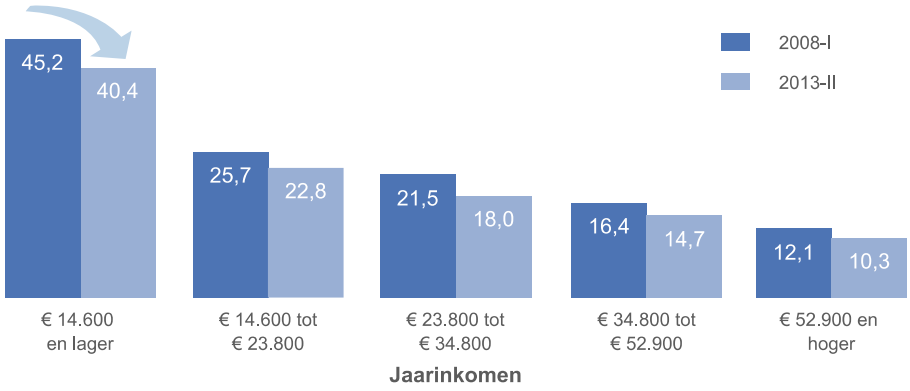
## 5.2 Onderzoeksnetwerken van het Eurosysteem/ESCB

De onderzoeksnetwerken van het Eurosystem/ESCB zijn in 2015 een belangrijke bijdrage blijven leveren. Dit betrof onder meer het werk van het Household Finance and Consumption Network, het Wage Dynamics Network en het Competitiveness Research Network.

De werkzaamheden van het Household Finance and Consumption Network waren vooral gericht op de analyse van gegevens die voortkwamen uit de Household Finance and Consumption Survey (HFCS) van het Eurosysteem. Het uiteindelijke doel van deze enquête is inzicht te verkrijgen in hoe micro-economische verschillen van invloed zijn op macro-economische uitkomsten. Tijdens het jaar werd verder onderzoek verricht naar verschillende aspecten van consumentengedrag en de financiën van huishoudens. Dit omvatte de analyse van het effect van veranderingen in het vermogen van huishoudens op de consumptie en de verdeling van vermogen onder huishoudens en onder landen. De enquêtegegevens werden gebruikt om de effecten van inflatie en deflatie op het vermogen van huishoudens te meten; een belangrijke uitkomst hierbij was dat jonge huishoudens in de middenklasse, die doorgaans een lening afsluiten om een huis te kopen, in perioden van deflatie het meest verliezen, terwijl huishoudens met opgebouwd vermogen (rijkere en oudere huishoudens) het meest te lijden hebben onder perioden van inflatie. Daarnaast werden de gegevens uit de HFCS gebruikt om te ramen hoe de daling van de rentetarieven zich vertaalde in lagere rentebetalingen op schuld voor individuele huishoudens, waarbij de uitkomsten erop duidden dat de aan schuld verbonden kosten in het bijzonder sterk daalden voor de huishoudens met de laagste inkomens (zie Figuur 2).

**Figuur 2**

Percentage van aan betalingen i.v.m. hypothecaire schuld besteed inkomen




Bron: ECB.

Het Wage Dynamics Network voerde de derde ronde van zijn enquête uit, waaraan 25 nationale centrale banken actief deelnamen. Gedurende 2014 en begin 2015 werden nationale gegevens verzameld en werd een voor alle landen geharmoniseerde datareeks samengesteld. Het doel van de enquête is te onderzoeken hoe bedrijven zich hebben aangepast aan de verschillende schokken en institutionele veranderingen die zich sinds de financiële crisis hebben voorgedaan. Verschillende lopende onderzoeksprojecten maken gebruik van deze recent op bedrijfsniveau verzamelde gegevens om op microbasis een analyse te maken van arbeidsmarktaanpassingen in de EU-landen gedurende de periode 2010-2013. Dit behelst de analyse van 1) de timing en hardnekkigheid van schokken, en 2) de reactie van de werkgelegenheid en lonen op schokken en hun relatie met structurele hervormingen.

In de loop van 2015 onderzocht het Competitiveness Research Network, daarbij voortbouwend op een nieuwe datareeks van de EU op bedrijfsniveau, in detail de drijvende factoren achter handel en concurrentievermogen, de doorwerking van internationale schokken en de toewijzing van middelen binnen de EU. Een belangrijke bevinding van het netwerk was dat het Europese concurrentievermogen ook sterk afhangt van niet-prijsgebonden elementen die verband houden met innovatie, technologie en organisatorisch vermogen en niet uitsluitend van prijzen, kosten en lonen. Daarnaast stelde het netwerk vast dat de onderliggende verspreiding van de productiviteit van bedrijven een kritische bepalende factor is voor totale handelsuitkomsten, gezien, bijvoorbeeld, de zeer uiteenlopende reacties van exporteurs op verschillende schokken. Gedurende het jaar is de datareeks verder uitgebreid, waardoor het mogelijk is een actuelere beoordeling van verschuivingen In de productiviteitsverdeling in de loop der tijd (bijv. vóór en na de crisis) te maken en verschillende bedrijfskenmerken (zoals omvang en landlocatie) te onderscheiden.

## 5.3 Conferenties en publicaties

De organisatie van onderzoeksconferenties en workshops bevordert een kritische uitwisseling en bespreking van onderzoeksresultaten. De ECB heeft in 2015 een aantal van dergelijke evenementen georganiseerd. Een van de hoogtepunten was het ECB Forum on Central Banking in Sintra in Portugal, met als onderwerp 'Inflation and unemployment in Europe'. Een andere belangrijke workshop in november 2015 betrof 'Challenges for monetary policy in a low inflation environment'.

Veel van de onderzoeksactiviteiten van de ECB vonden ook hun neerslag in gepubliceerde papers. De Working Paper Series van de ECB helpt onderzoeksbevindingen tijdig te communiceren en gedurende 2015 zijn in het kader van deze serie in totaal 117 gepubliceerd. Daarnaast werden in 2015 67 papers, ofwel geheel ofwel gedeeltelijk geschreven door medewerkers van de ECB, gepubliceerd in gerefereerde tijdschriften. Dit betekent een aanzienlijke stijging ten opzichte van 2014 en omvatte een groter aandeel van publicaties in toptijdschriften op het vlak van economie en financiën.

# 6 Juridische werkzaamheden en taken

In 2015 was de ECB betrokken bij verschillende gerechtelijke procedures op EU-niveau. De ECB heeft tevens een groot aantal adviezen goedgekeurd in reactie op de in het Verdrag opgenomen eis dat de ECB moet worden geraadpleegd over communautaire of nationale wetsvoorstellen op terreinen die onder haar bevoegdheid vallen, en zij heeft de naleving van het verbod op monetaire financiering en bevoorrechte toegang gecontroleerd.

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

Met betrekking tot de Gerichte Monetaire Transacties ('Outright Monetary Transactions' of OMT's), volgde, na het eerste verzoek om een preliminaire uitspraak van het Duitse Federale Constitutionele Hof, het Hof van Justitie van de Europese Unie in essentie het advies van de Advocaat-Generaal van 14 januari 2015 en bevestigde het Hof de verenigbaarheid van de OMT's met de verdragen in zijn uitspraak C-62/14 van 16 juni 2015. Het Hof erkende dat de ECB ruime discretionaire bevoegdheid bezit ten aanzien van het bepalen en het ten uitvoer leggen van het monetair beleid. De OMT's, die beogen de gemeenschappelijkheid van het monetair beleid binnen het eurogebied te handhaven en een passend monetairbeleidstransmissiemechanisme te waarborgen, vallen binnen de reikwijdte van het mandaat van de ECB, het handhaven van prijsstabiliteit. In het bijzonder maken de OMT's geen inbreuk op de verantwoordelijkheid van de lidstaten voor het economisch beleid. Volgens het Hof werd deze conclusie niet veranderd door het feit dat de tenuitvoerlegging van de OMT's afhankelijk is van volledige naleving door de betrokken lidstaten van een macro-economisch aanpassingsprogramma in het kader van de Europese Financiële Stabiliteitsfaciliteit of het Europees Stabiliteitsmechanisme, aangezien dit het risico dat

monetairbeleidsbeleidsmaatregelen de effectiviteit van het door de betrokken lidstaten uitgevoerde economische beleid in gevaar brengen, vermijdt. De OMT's voldoen bovendien aan het beginsel van proportionaliteit. Daarnaast was het Hof, wat betreft het verbod op monetaire financiering, van oordeel dat aankopen van staatsobligaties op de secundaire markten niet een effect mogen hebben dat gelijk is aan dat van een rechtstreekse aankoop van dergelijke obligaties op de primaire markt, en dat dergelijke aankopen niet mogen worden gebruikt om de doelstelling van Artikel 123 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie te omzeilen. Daarom dienen voldoende waarborgen te worden opgenomen in een programma voor de aankoop van staatsobligaties. Het Hof oordeelde dat de OMT's dergelijke waarborgen bevatten, met name door middel van het vermijden van enige garantie dat uitgegeven obligaties vervolgens door het ESCB zouden worden aangekocht. Het Hof wees erop dat de OMT's geen afbreuk doen aan de motivatie voor de betrokken lidstaten een solide begrotingsbeleid te voeren. Op basis van de preliminaire uitspraak zal het Duitse Federale Constitutionele Hof zijn definitieve oordeel over de verenigbaarheid van de OMT's met de Duitse grondwet geven.

In oktober 2015 oordeelde het Gerecht van de EU ten gunste van de ECB in alle vier lopende geschillen met houders van Griekse staatsobligaties. De desbetreffende partijen beweerden dat zij financiële schade hadden geleden en dat hun het fundamentele recht op bezit en economische vrijheid was ontnomen na een gedeeltelijke herstructurering van de Griekse overheidsschuld in 2012. In Zaak T-79/13 kwam het Gerecht tot het oordeel dat ten aanzien van de beweerde schade de ECB geen onrechtmatige daad had verricht die aanleiding kon geven tot aansprakelijkheid in de zin van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie. Het Gerecht verduidelijkte tevens dat, hoewel de ECB was betrokken bij het bewaken van de economische ontwikkelingen in Griekenland, zij niet aansprakelijk kon worden gesteld voor de betrokkenheid van de particuliere sector bij de schuldherstructurering, aangezien de verantwoordelijkheid voor dergelijke beslissingen voornamelijk zo niet uitsluitend bij de Griekse regering lag. Bevestigd werd dat de algehele rol van de ECB in de context van de betrokkenheid van de particuliere sector slechts adviserend was en binnen de grenzen van haar mandaat zoals vastgelegd in het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie en het Verdrag tot oprichting van het Europees Stabiliteitsmechanisme. Overeenkomstig de uitspraak van het Hof van Justitie van de Europese Unie in de zaak betreffende de Gerichte Monetaire Transacties (zie hierboven), benadrukte het Gerecht dat de ECB ruime discretionaire bevoegdheid bezit ten aanzien van het bepalen en het ten uitvoer leggen van het monetair beleid en voegde het Gerecht toe dat de ECB op dat terrein slechts aansprakelijk kan worden gesteld indien zij op overduidelijke en zware wijze de grenzen van de uitoefening van haar bevoegdheden negeerde. De resterende drie zaken, T-350/14, T-38/14 en T-413/14, werden afgewezen op grond van niet-ontvankelijkheid.

Op 4 maart 2015 gaf het Gerecht zijn oordeel T-496/11 inzake de juridische geldigheid van het locatiebeleid voor centrale clearingtegenpartijen ('central clearing counterparties' of CCP's) als onderdeel van het kader van het Eurosysteem voor toezichtsbeleid. In 2011 had het Verenigd Koninkrijk een aanvraag ingediend ter ongeldigverklaring van het kader voor toezichtsbeleid voor zover dit een

locatiebeleid vastlegde voor bepaalde CCP's gevestigd in lidstaten buiten het eurogebied. Het Gerecht was van oordeel dat het kader voor toezichtsbeleid vereisten van regulerende aard bevat en dat de toezichtsbevoegdheid van de ECB niet het vastleggen van dergelijke vereisten ten aanzien van CCP's omvat. Het Gerecht verklaarde derhalve het kader voor toezichtsbeleid ongeldig in die mate waarin het locatievereisten vastlegt ten aanzien van bepaalde CCP's. Een herzien interim-kader voor toezichtsbeleid, dat niet langer de locatievereisten voor CCP's bevat, is op 10 september 2015 door de Raad van Bestuur goedgekeurd en gepubliceerd op de website van de ECB.

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

Krachtens de Artikelen 127, lid 4, en 282, lid 5, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie moet de ECB worden geraadpleegd over communautaire of nationale wetsvoorstellen op gebieden die onder haar bevoegdheid vallen.[53] Alle adviezen van de ECB worden gepubliceerd op de website van de ECB. Adviezen van de ECB over communautaire wetsvoorstellen worden tevens gepubliceerd in het Publicatieblad van de Europese Unie.

In 2015 heeft de ECB 3 adviezen uitgebracht over EU-wetsvoorstellen en 55 adviezen over nationale wetsontwerpen op gebieden die onder haar bevoegdheid vallen.

Op EU-niveau heeft de ECB haar goedkeuring gehecht aan adviezen CON/2015/10 en CON/2015/18 met betrekking tot de Geharmoniseerde Consumptieprijsindex goedgekeurd en aan advies CON/2015/4 met betrekking tot de herziening van de missie en organisatie van het Europees Comité voor Systeemrisico's.

Een aanzienlijk aantal raadplegingen door nationale autoriteiten betrof de toekenning van nieuwe taken aan nationale centrale banken, waaronder hun rol als nationale afwikkelingsautoriteiten[54], in verband met de werking van nationale afwikkelingsregelingen[55], depositogarantiestelsels[56], registers van bankrekeningen[57], een centraal kredietregister, een kredietbemiddelaar, de regulering van financiële leasing- en kredietaantrekkende bedrijven[58], en consumentenbescherming. De ECB heeft adviezen goedgekeurd over wijzigingen in de statuten van nationale centrale banken, die onder meer betrekking hadden op de onafhankelijkheid van centrale banken en de benoeming en het ontslag van leden

53 Het Verenigd Koninkrijk is vrijgesteld van de raadplegingsverplichting op grond van het aan het Verdrag gehechte Protocol betreffende enkele bepalingen met betrekking tot het Verenigd Koninkrijk van Groot-Brittannië en Noord-Ierland (PB C 83 van 30.3.2010, blz. 284).

54 Zie CON/2015/2, CON/2015/22, CON/2015/25, CON/2015/33, CON/2015/35 en CON/2015/42.

55 Zie CON/2015/3, CON/2015/17, CON/2015/19, CON/2015/28, CON/2015/47 en CON/2015/48.

56 Zie CON/2015/40 en CON/2015/52.

57 Zie CON/2015/36 en CON/2015/46.

58 Zie CON/2015/37 en CON/2015/45.

van de besluitvormende organen van nationale centrale banken.[59] De ECB heeft tevens zijn goedkeuring gehecht aan adviezen over wetgeving met betrekking tot betalingen, bankbiljetten[60], valsemunterij, reserveratio's, statistieken[61], de herstructurering van leningen in vreemde valuta's[62], het prudentieel toezicht op kredietinstellingen en financiële stabiliteit[63].

15 gevallen van niet-naleving van de verplichting de ECB te raadplegen over voorstellen voor nationale wetgeving zijn geregistreerd, waarbij de volgende gevallen duidelijk en belangrijk werden geacht[64].

De ECB is niet geraadpleegd door de Bulgaarse Nationale Vergadering over de wijziging in de Wet op kredietinstellingen en andere wetgeving[65], hetgeen reden tot zorg geeft over een mogelijke inbreuk op de onafhankelijkheid van de centrale bank.

De ECB is niet geraadpleegd door de Kroatische autoriteiten over een wet ter vastlegging van de wisselkoers van de maandelijkse termijnbetalingen van in Zwitserse frank luidende of aan de Zwitserse frank gekoppelde leningen.[66] De ECB is eveneens niet geraadpleegd over een vervolgwet die voorzag in de conversie van dergelijke leningen naar in euro luidende of aan de euro gekoppelde leningen. Gezien het belang van deze laatste maatregel, heeft de ECB besloten op eigen initiatief een advies (CON/2015/32) over deze zaak uit te brengen, maar de wet is door het Kroatische parlement aangenomen voordat de ECB haar advies had goedgekeurd.

De ECB is niet geraadpleegd door de Griekse autoriteiten over de Akte van Wetgevende Inhoud inzake een officiële vrije dag voor banken van korte duur en over de beperkingen voor contantgeldopnames en kapitaaloverboekingen. De buitengewone en tijdelijke aard van deze Griekse wetgeving, dat urgent is goedgekeurd op alles overheersende gronden van algemeen belang en dat ervoor zorgde dat kapitaalrestricties als noodzakelijk werden aangepast, is door de ECB erkend.

De ECB is niet geraadpleegd door de Hongaarse autoriteiten over nieuwe wetgeving met betrekking tot 1) het opzetten van een buitengewoon beleggingsgarantiefonds,[67]

59 Zie CON/2015/6, CON/2015/8, CON/2015/9, CON/2015/41 en CON/2015/44.

60 Zie CON/2015/29 en CON/2015/51.

61 Zie CON/2015/5, CON/2015/24, CON/2015/27 en CON/2015/30.

62 Zie CON/2015/26 en CON/2015/32.

63 Zie CON/2015/1, CON/2015/7, CON/2015/11, CON/2015/12, CON/2015/13, CON/2015/14, CON/2015/15, CON/2015/16, CON/2015/23, CON/2015/31, CON/2015/34, CON/2015/38, CON/2015/43, CON/2015/47 en CON/2015/53.

64 Deze betroffen 1) gevallen waarin een nationale autoriteit verzuimde voorstellen voor wetgevingsbepalingen op het terrein van de bevoegdheid van de ECB voor raadpleging aan de ECB aan te bieden, en 2) gevallen waarin een nationale autoriteit de ECB formeel raadpleegde maar haar niet voldoende tijd gaf de voorstellen voor wetgevingsbepalingen te onderzoeken en haar advies aan te nemen vóór de goedkeuring van deze bepalingen.

65 Wet tot wijziging en aanvulling van de Wet op Kredietinstellingen, gepubliceerd in Darjaven Vestnik, Nummer 50, 3 juli 2015.

66 Gepubliceerd in de Kroatische Staatscourant Nr. 9/2015.

67 Wet XXXIX van 2015, gepubliceerd in Magyar Közlöny 2015/53.

maatregelen inzake persoonlijke insolventie,[68] en 3) de conversie van bepaalde in vreemde valuta's luidende consumentenleningen in Hongaarse forint[69].

De ECB besloot op eigen initiatief een advies (CON/2015/55) uit te brengen ten aanzien van het Ierse wetsvoorstel met betrekking tot zegelrecht op contantgeldopnames bij geldautomaten gezien het algemene belang ervan voor het ESCB, aangezien dit mogelijkerwijs het gebruik van eurobankbiljetten duurder zou kunnen maken dan elektronische betalingsmiddelen, en aldus het wettig betaalmiddel zou benadelen.

De Portugese autoriteiten verzuimden de ECB te raadplegen over wijzigingen in de procedure voor het benoemen van bestuursleden van de Banco de Portugal.

Ook de Slowaakse autoriteiten verzuimden de ECB te raadplegen, over wijzigingen in het wetboek van koophandel en aanverwante regelgeving[70] die de overheid in staat stelden gebruik te maken van een speciale heffing op financiële instellingen ter versterking van het eigen vermogen van juridische entiteiten die geheel in staatshanden zijn.

De Sloweense autoriteiten raadpleegden de ECB niet over een wet inzake systematisch onderzoek naar projecten van nationaal belang, waaronder bijvoorbeeld waarborgen vielen om de onafhankelijkheid van de Banka Slovenije en haar besluitvormende organen te handhaven.

De ECB besloot op eigen initiatief een advies (CON/2015/56) uit te brengen ten aanzien van het Roemeense wetsvoorstel met betrekking tot de aflossing van schulden met hypothecair onderpand door middel van overdracht van eigendom van onroerend goed, gezien het algemene belang ervan voor het ESCB wat betreft de stabiliteit van het Roemeense financiële stelsel en de brede mogelijke negatieve doorwerking op de economie en bankensector.

Wat betreft Cyprus, Griekenland, Hongarije, Ierland en Italië werd het niet-raadplegen van de ECB beschouwd als duidelijke en herhaalde gevallen.

## 6.3 Juridische ontwikkelingen met betrekking tot het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme: de Administratieve Raad voor Toetsing

De Administratieve Raad voor Toetsing, die bestaat uit vijf leden en twee plaatsvervangende leden, is verantwoordelijk voor interne administratieve toetsingen van toezichtsbeslissingen van de ECB. De Raad is in september 2014 met zijn werkzaamheden begonnen en heeft sinds die tijd op verzoek van een aantal partijen

68 Wet CV van 2015, gepubliceerd in Magyar Közlöny 2015/100.

69 Wet CXLV van 2015, gepubliceerd in Magyar Közlöny 2015/142.

70 Wet Nr. 87/2015.

tot wie toezichtsbeslissingen waren gericht, een aantal aangevochten beslissingen getoetst.

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

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

De ECB controleert tevens de door de centrale banken van de EU op de secundaire markt verrichte aankopen van schuldbewijzen die zijn uitgegeven door de binnenlandse overheidssector, de overheidssector van andere lidstaten en door instellingen en organen van de EU. Krachtens de overwegingen van Verordening (EG) Nr. 3603/93 van de Raad mag de aankoop van door de overheidssector uitgegeven schuldbewijzen op de secundaire markt niet worden gebruikt om het doel van Artikel 123 van het Verdrag te ontwijken. Dergelijke aankopen mogen geen vorm van indirecte monetaire financiering van de overheidssector worden.

De voor 2015 uitgevoerde controle bevestigde dat de bepalingen van de Artikelen 123 en 124 van het Verdrag en de daarmee samenhangende Verordeningen van de Raad in het algemeen werden nageleefd.

Uit de controle kwam naar voren dat niet alle nationale centrale banken van de EU beschikten over een rentevergoedingsbeleid voor overheidsdeposito's dat volledig in overeenstemming was met de voor rentevergoedingen geldende plafonds. In het bijzonder dienen enkele nationale centrale banken ervoor te zorgen dat het plafond voor de rentevergoeding op overheidsdeposito's gelijk is aan de ongedekte zeer korte (overnight) rente, zelfs als laatstgenoemde negatief is.

De vermindering van met de IBRC samenhangende activa door de Central Bank of Ireland in 2015 (onder meer door middel van verkopen van langlopende obligaties met variabele rente) is een stap in de richting van de noodzakelijke volledige afstoting van deze activa. Een ambitieuzer verkoopschema zou echter de aanhoudende ernstige bezorgdheid over het risico van monetaire financiering verder wegnemen.

Na de in het ECB Jaarverslag 2014 geuite bezorgdheid, is de ECB blijven toezien op diverse door Magyar Nemzeti Bank in 2014 gestarte programma's die geen verband

houden met het monetair beleid en die zouden kunnen worden gezien als een mogelijke schending van het verbod op monetaire financiering, voor zover deze zouden kunnen worden beschouwd als het door Magyar Nemzeti Bank overnemen van overheidstaken of anderszins verlenen van financiële voordelen aan de overheid. Onder de programma's vallen aankopen in het kader van vastgoedinvesteringen, een via een netwerk van zes stichtingen beheerd programma ter bevordering van financiële basiskennis, de overgang naar de centrale bank van medewerkers die voorheen in dienst waren van de Hongaarse Financiële Toezichtsautoriteit, en een programma voor de aankoop van Hongaarse kunstwerken en culturele bezittingen. Aangezien de bezorgdheid van de ECB in de loop van 2015 niet is weggenomen, zal de ECB deze activiteiten nauwlettend volgen om ervoor te zorgen dat de uitvoering ervan niet leidt tot schending van het verbod op monetaire financiering. Magyar Nemzeti Bank dient er tevens voor te zorgen dat de middelen die de centrale bank ter beschikking stelde aan haar netwerk van stichtingen niet worden gebruikt, hetzij direct hetzij indirect, voor financiering van de overheid.

In 2015 werd Magyar Nemzeti Bank meerderheidseigenaar van de Budapest Stock Exchange, hetgeen kan worden gezien als reden tot bezorgdheid ten aanzien van monetaire financiering aangezien Magyar Nemzeti Bank in feite centralebankmiddelen gebruikte ter ondersteuning van een economisch beleidsdoel dat normaliter een overheidsbevoegdheid is. Magyar Nemzeti Bank besloot tevens tot diverse veranderingen in haar monetairbeleidsinstrumenten om haar zelf-financieringsprogramma te ondersteunen. Gezien de daaruit voortvloeiende prikkels voor banken om in forint luidende overheidswaardepapieren aan te kopen zouden enkele van deze veranderingen samen genomen kunnen worden gezien als een manier om het in Artikel 124 van het Verdrag vastgelegde verbod op bevoorrechte toegang te ontwijken. De ECB roept Magyar Nemzeti Bank op deze transacties nauwkeurig te toetsen om aldus enige schending van het verbod op monetaire financiering en het verbod op bevoorrechte toegang te vermijden.

De Bank of Greece voldeed aan een verplichting tot aflossing van een lening aan de Griekse overheid in het kader van de Stand-By Arrangement van het IMF, waarbij werd gebruikgemaakt van aangehouden bijzondere trekkingsrechten ten aanzien waarvan de Bank of Greece de risico's en baten droeg. De terugbetaling vormde aanleiding voor ernstige bezorgdheid ten aanzien van monetaire financiering aangezien deze in feite betekende dat de Bank of Greece een verplichting van de overheid jegens een derde financierde. Dankzij de overeenkomst betreffende de aanhoudings- en transactieprocedures van rekeningen in door het IMF toegewezen bijzondere trekkingsrechten, die in december 2015 werd gesloten met de Griekse regering, wordt voorkomen dat zich in de toekomst soortgelijke situaties weer voordoen.

# 7 Internationale en Europese betrekkingen

## 7.1 Europese betrekkingen

Op grond van de uit de crisis getrokken lering zijn in de loop van het jaar met het voorstel van de Europese Commissie voor een Europees depositogarantiestelsel en het oprichten van een Gemeenschappelijk Afwikkelingsmechanisme verdere stappen ondernomen om de bankunie te voltooien, de fragmentatie van de financiële sector tegen te gaan en het herstel van de financiële sector in het eurogebied voort te zetten. De economische situatie in het eurogebied en de onderhandelingen over financiële steun aan Griekenland stonden ook hoog op de agenda's van de vergaderingen van de Eurogroep en de ECOFIN-Raad, waaraan de President van de ECB en andere leden van haar Directie deelnamen. De noodzaak van een coherente strategie voor begrotings-, financieel en structureel beleid om het herstel in Europa te bevorderen, speelde een prominente rol bij de vergaderingen van de Europese Raad en de Eurotop-ontmoetingen, waarvoor de President van de ECB werd uitgenodigd. In 2015 is de ECB haar intensieve dialoog met de Europese instellingen en fora blijven voortzetten, in het bijzonder met het Europees Parlement, de Europese Raad, de ECOFIN-Raad, de Eurogroep en de Europese Commissie.

### 7.1.1 Het voltooien van de Economische en Monetaire Unie van Europa

De President van ECB – samen met de Voorzitter van de Europese Commissie, de Voorzitter van de Eurotop, de Voorzitter van de Eurogroep en de Voorzitter van het Europees Parlement – droeg bij aan een rapport getiteld 'Completing Europe's Economic and Monetary Union', dat op 22 juni 2015 is gepubliceerd. Overeenkomstig het mandaat van de Eurotop van oktober 2014 om de volgende stappen voor te bereiden naar versterkte economische governance in het eurogebied, bevat dit rapport een uit drie fasen bestaande routekaart naar een diepe en ware Economische en Monetaire Unie.

In vervolg op het rapport heeft de Europese Commissie op 21 oktober 2015 haar goedkeuring gehecht aan een pakket maatregelen met het oog op de tenuitvoerlegging van de kortetermijnvoorstellen van het rapport, in het bijzonder ten aanzien van nationale raden voor concurrentievermogen, het opzetten van de Europese Budgettaire Raad en vooruitgang in de richting van gemeenschappelijke externe vertegenwoordiging van het eurogebied in internationale fora, met name het IMF.

Dit zijn eerste stappen op weg naar verbetering van het kader voor economisch bestuur. Wat de nabije toekomst betreft, dient het mandaat en de institutionele onafhankelijkheid van de Europese Budgettaire Raad te worden verduidelijkt en

versterkt om ervoor te zorgen dat deze een belangrijke rol kan spelen bij het vergroten van de transparantie en het verbeteren van de naleving van de begrotingsregels.[71] Raden voor concurrentievermogen zouden op hun beurt een nieuwe impuls kunnen geven aan de tenuitvoerlegging van structurele hervormingen in de landen van het eurogebied, maar ze dienen op zodanige wijze te worden opgezet dat hun onafhankelijkheid is gegarandeerd, zowel op nationaal niveau als in de vorm van een netwerk op het niveau van het eurogebied.[72] De ECB zelf is blijven hameren op doorslaggevende maatregelen om de bankunie te voltooien, waaronder de creatie van een geloofwaardige gemeenschappelijke achtervang voor het Gemeenschappelijk Afwikkelingsfonds en de invoering van een Europees depositogarantiestelsel. In dit kader verwelkomde de ECB het voorstel voor een verordening van de Commissie ter oprichting van een dergelijk stelsel. Naast de bankunie biedt een Europese kapitaalmarktunie de mogelijkheid de Economische en Monetaire Unie te versterken door grensoverschrijdende risicodeling te verbeteren en door het financiële stelsel schokbestendiger te maken, maar ook ruimere en gemakkelijkere toegang tot financiering en de verdere ontwikkeling van de Europese financiële integratie te bevorderen.[73]

Met de blik op de nabije toekomst dienen, zoals in het rapport staat vermeld, deze kortetermijnstappen snel te worden doorgevoerd. Daarna zou zo snel mogelijk moeten worden begonnen met het werk aan een gedetailleerder langetermijnvisie voor de Economische en Monetaire Unie. De ECB heeft herhaaldelijk de nadruk gevestigd op de noodzaak van consistente en grondige toepassing van de in het huidige kader vastgelegde bepalingen en van grotere gedeelde souvereiniteit op de middellange tot lange termijn, bijvoorbeeld door middel van versterkte governance door van regels over te gaan op instellingen. Het Eurosysteem staat klaar om dit werk te ondersteunen.

### 7.1.2 Het afleggen van democratische verantwoording

De ECB wordt voor haar optreden ter verantwoording geroepen door het Europees Parlement, als het orgaan dat bestaat uit de gekozen vertegenwoordigers van de burgers van de EU. In 2015 woonde de President van de ECB vier reguliere hoorzittingen van de Commissie Economische en Monetaire Zaken van het Europees Parlement bij, die plaatsvonden op 23 maart, 15 juni, 23 september en 12 november. Tijdens deze hoorzittingen concentreerden de leden van het Europees Parlement zich in het bijzonder op de economische situatie van het eurogebied, het uitgebreide programma van de ECB voor de aankoop van activa, macro-economische aanpassingsprogramma's en de hervorming van het bestuur van het eurogebied. Naast de reguliere hoorzittingen nam de President op 25 februari deel

71 Zie voor meer details het kader getiteld 'The creation of a European Fiscal Board', *Economic Bulletin*, Nummer 7, ECB, 2015.

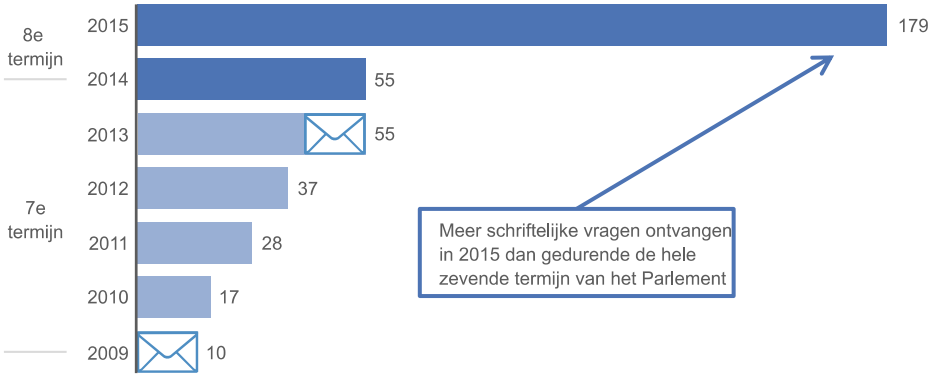
72 Zie voor meer details het kader getiteld 'Oprichting van raden voor concurrentievermogen in het kader van het streven naar een echte economische unie', *Economisch Bulletin*, Nummer 8, ECB, 2015.

73 Ziie Paragraaf 3.5 in Hoofdstuk 1.

aan het plenaire debat over de resolutie van het Europees Parlement ten aanzien van het ECB Jaarverslag over 2013. Bovendien presenteerde de Vice-President van de ECB op 20 april, het ECB Jaarverslag over 2014 aan de Commissie, en nam ten overstaan van dezelfde Commissie Directielid Yves Mersch op 16 juni deel aan een openbare hoorzitting over TARGET2-Securities.

De ECB voldeed tevens aan haar verantwoordingsverplichtingen door regelmatige verslaglegging en door het beantwoorden van schriftelijke vragen van leden van het Europees Parlement (MEP's), waarvan het aantal aanzienlijk is toegenomen: het aantal in 2015 ontvangen vragen, 179, was groter dan het aantal brieven dat in de gehele eerdere parlementaire termijn was ontvangen (zie Figuur 3). De antwoorden op deze brieven worden gepubliceerd op de website van de ECB. De meeste vragen gingen over de tenuitvoerlegging van de bijzondere monetairbeleidsmaatregelen van de ECB, de economische vooruitzichten en macro-economische aanpassingsprogramma's.

**Figuur 3**
Aantal brieven van MEP's




Bron: ECB.

Net als in het verleden, leverde de ECB een bijdrage aan de besprekingen van het Europees Parlement en de EU-Raad over wetsvoorstellen op gebieden die onder haar bevoegdheid vallen.

De ECB is ook voor haar bankentoezichtsactiviteiten verantwoording verschuldigd, en wel aan zowel het Europees Parlement als de EU-Raad. In dit kader is de Voorzitter van de Raad van Toezicht bij vijf gelegenheden voor de Commissie Economische en Monetaire Zaken van het Europees Parlement verschenen en heeft zij bepaalde ECOFIN- en Eurogroep-vergaderingen bijgewoond. Gedetailleerder informatie wordt gegeven in het Jaarverslag van de ECB over haar toezichtswerkzaamheden.

## 7.2 Internationale betrekkingen

In een uitdagend internationaal klimaat heeft de ECB deelgenomen aan besprekingen in internationale fora, vergaarde zij informatie en communiceerde zij

over haar eigen beleid, en versterkte zij aldus de betrekkingen met belangrijke internationale tegenhangers verder. Dit was bijzonder belangrijk in een jaar waarin monetaire autoriteiten in de gehele wereld hun beleidskoers moesten aanpassen.

### 7.2.1 G20

Tegen de achtergrond van het gematigde mondiale economische herstel en verhoogde volatiliteit in enkele opkomende markteconomieën heeft de ECB actief bijgedragen aan G20-besprekingen die waren gericht op het bevorderen van mondiale groei en economische schokbestendigheid, en die de rigoureuze tenuitvoerlegging van hervormingsplannen benadrukten. Tegen de achtergrond van belangrijke monetaire en andere beleidsbeslissingen werd tevens ingegaan op de kwestie van mondiale overloopeffecten van nationaal economisch beleid. Om de onzekerheid en negatieve doorwerkingen te verminderen, werd benadrukt dat beleidsbeslissingen en acties nauwkeurig dienen te worden afgemeten en duidelijk moeten worden gecommuniceerd.

Tijdens hun topontmoeting in Antalya deden de leiders van de G20 verslag van de vooruitgang die was geboekt met het ten uitvoer leggen van groeistrategieën gericht op het verhogen van hun geaggregeerde bbp-niveau met (ten minste) 2% in 2018. De afronding van kernelementen van de financiële hervormingsagenda werd verwelkomd, waarbij de nadruk lag op de noodzaak van consistente implementatie. De leiders van de G20 bekeken ook de vooruitgang die was geboekt met andere mondiale initiatieven, met name het Base Erosion and Profit Shifting-project dat beoogt internationale belastingregels te moderniseren. Over het geheel genomen zouden de door de G20 ondernomen acties de werkelijke en potentiële groei moeten verhogen, het scheppen van werkgelegenheid moeten ondersteunen, de schokbestendigheid moeten verbeteren, ontwikkeling moeten bevorderen en de reikwijdte van beleid moeten versterken.

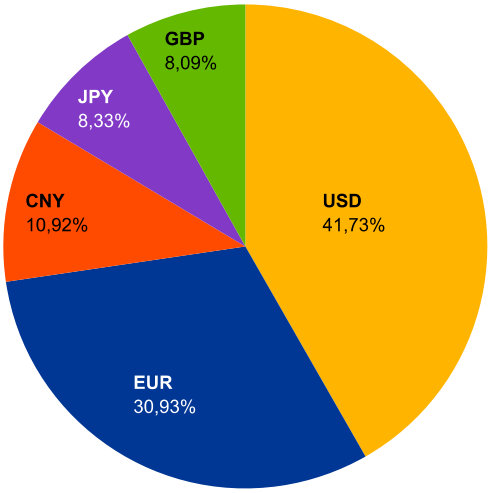
### 7.2.2 Beleidskwesties in verband met het IMF en de internationale financiële architectuur

De ECB heeft een actieve rol gespeeld in de besprekingen binnen het IMF over de internationale financiële architectuur. Om de EU en het eurogebied een krachtiger stem te geven, ondersteunde de ECB de coördinatie van gemeenschappelijke standpunten. In 2015 heeft het IMF zijn vijfjaarlijkse heroverweging van de waarderingsmethode voor de bijzondere trekkingsrechten ('special drawing rights' of SDR's) uitgevoerd om ervoor te zorgen dat het SDR-mandje het relatieve belang van de belangrijkste valuta's in de mondiale handels- en financiële stelsels blijft weerspiegelen. Een belangrijk onderwerp van gesprek in de heroverweging van 2015 was de vraag of de valutasamenstelling van het SDR-mandje met de Chinese renminbi moest worden uitgebreid. In de aanloop naar de heroverweging van 2015 hebben de Chinese autoriteiten een aantal hervormingen doorgevoerd om het vrije gebruik van de renminbi te verbeteren. De Executive Board van het IMF gaf op 30

november 2015 zijn goedkeuring aan het opnemen van de renminbi in het SDR-mandje, hetgeen op 1 oktober 2016 van kracht zal worden.

**Figuur 4**

Samenstelling van het SDR-valutamandje per oktober 2016




Bron: IMF.

De quota- en bestuurshervorming van het IMF, waartoe in 2010 is besloten, is in 2015 nog niet doorgevoerd vanwege het feit dat deze niet was geratificeerd door de Verenigde Staten, het grootste lid van het IMF. Aan het eind van het jaar gaf het Amerikaanse Congres echter toestemming voor de ratificatie van de hervormingen, onder bepaalde voorwaarden. Wanneer de hervormingen eenmaal in werking zijn getreden, zal het bestuur van het IMF zijn verbeterd aangezien dit dan de rol van de opkomende markteconomieën beter zal weerspiegelen, en de quota-middelen van het IMF zullen aanzienlijk zijn verhoogd. De ECB ondersteunt het handhaven van een sterk, adequaat gefinancierd en op quota gebaseerd IMF, waardoor het minder afhankelijk wordt van geleende middelen. In 2015 is verder gewerkt aan mogelijke hervormingen om de flexibiliteit van het kredietverstrekkingskader van het IMF te versterken. Het IMF heeft tussen 2008 en 2015 tevens haar programma's voor 27 landen (waarbij sprake was van 23 financieringsregelingen) aan een uitgebreide herbeoordeling onderworpen. In het kader van deze herbeoordeling werd onder meer gekeken naar de aanpassingsstrategie voor leden van een muntunie en de rol van regionale financiering voor programma's van het eurogebied.

### 7.2.3 Technische samenwerking

De ECB is haar technische samenwerking met centrale banken buiten buiten de EU blijven uitbouwen. De samenwerking van de ECB met de centrale banken in landen die het vooruitzicht hebben toe te treden tot de EU bestond uit twee samenwerkingsprogramma's en uit activiteiten die werden uitgevoerd als onderdeel van een reeks regionale workshops. De twee samenwerkingsprogramma's werden samen met nationale centrale banken, gefinancierd door de EU, uitgevoerd ten behoeve van de Centrale Bank van Montenegro, de Centrale Bank van de Republiek

Kosovo, de Bank of Albania en de Nationale Bank van de Republiek Macedonië. De regionale workshops waren primair gericht op institutionele uitdagingen in de context van toetreding tot de EU, macroprudentieel en microprudentieel toezicht en de versterking van lokaal valutagebruik in binnenlandse financiële systemen. Technische samenwerking vormt een aanvulling op de reguliere bewaking en analyse door de ECB van de economische en financiële ontwikkelingen in de kandidaatlanden en mogelijke kandidaatlanden van de EU en op de beleidsdialoog met hun centrale banken. De ECB is tevens blijven samenwerken met de centrale banken van de opkomende markteconomieën van de G20 om technische expertise en 'best practices' uit te wisselen. In dit kader heeft de ECB in 2015 een nieuw Memorandum of Understanding met de Reserve Bank of India ondertekend.

# 8 Externe communicatie

## Het uitleggen van het monetair beleid aan de Europese burger

Communicatie is een cruciaal instrument om de effectiviteit van het door de ECB gevoerde monetair beleid te ondersteunen en vertrouwen op te bouwen onder de burgers van het eurogebied. De ECB heeft vanaf het begin gestreefd naar een hoge mate van transparantie; zo was zij bijvoorbeeld de eerste belangrijke centrale bank die regelmatig persconferenties houdt na monetairbeleidsvergaderingen.

In de jaren volgend op het begin van de financiële crisis werd het zelfs nóg belangrijker voor de ECB om op duidelijke en transparante wijze haar monetairbeleidsbeslissingen, waaronder een scala van bijzondere maatregelen, uit te leggen. Als het algemene publiek en de financiële markten kunnen aanvoelen hoe de ECB waarschijnlijk op een bepaalde situatie zal reageren, kunnen zij redelijke verwachtingen vormen omtrent het toekomstige monetair beleid. Hoe beter het inzicht erin, hoe sneller veranderingen in het monetair beleid doorwerken in de financiële variabelen. Dit kan de transmissie van het monetair beleid naar de investerings- en consumptiebeslissingen versnellen en eventuele noodzakelijke economische aanpassingen sneller doen plaatsvinden

De communicatie-inspanningen van de ECB in 2015 stonden in het teken van een streven naar meer transparantie om de verantwoordingsaflegging door de instelling te versterken. De ECB voert het monetair beleid voor 338 miljoen burgers van het eurogebied en gebruikt daarbij 16 verschillende talen. De manier waarop de ECB omgaat met deze verscheidenheid is door gebruik te maken van het inherente voordeel van het feit dat 19 nationale centrale banken deel uitmaken van het Eurosysteem. Collega's in elk land zorgen ervoor dat de boodschap van de ECB binnen de lokale context wordt gehoord en begrepen.

In 2015 heeft de ECB gebruik moeten maken van verdere onconventionele maatregelen om, in een in toenemende mate onzeker klimaat, aan haar mandaat te voldoen. Dit bracht een sterkere verplichting met zich mee om aan het publiek uit te

leggen waarom de ECB voor een bepaalde actie koos in plaats van voor een andere.

## Het publiceren van monetairbeleidsverslagen

In 2014 heeft de Raad van Bestuur van de ECB besloten vanaf begin 2015 verslagen van zijn monetairbeleidsvergaderingen te publiceren. Deze verslagen, die over het algemeen vier weken ná elke monetairbeleidsvergadering worden gepubliceerd, maken het gemakkelijker inzicht te krijgen in de beoordeling door de Raad van Bestuur van de economie en in haar beleidsreacties. De verslagen geven een samenvatting van de besprekingen over de economische en monetaire analyses en de monetairbeleidskoers, waarbij de verschillende standpunten niet aan specifieke personen worden toegeschreven. De publicatie van deze verslagen versterkt de verantwoordingsaflegging door en effectiviteit van de ECB, en helpt bij het tegemoetkomen aan de uitdaging het monetair beleid in een uit meerdere landen bestaande monetaire unie te bepalen, en voldoet aldus aan de strategische oogmerken van verantwoording, onafhankelijkheid, geloofwaardigheid en nabijheid bij de burger.

## Leidende beginselen voor de externe communicatie

In een verdere poging de transparantie te verbeteren heeft de Directie van de ECB tevens besloten vanaf november 2015 regelmatig, met een vertraging van drie maanden, de agenda's van elk lid van de Directie te publiceren. De publicatie van de agenda's onderstreept tevens het streven van de ECB naar transparantie en verantwoording.

Gedurende 2015 heeft de communicatie van de ECB zich primair gericht op de verruiming van haar accommoderende monetair beleid, in het bijzonder op de tenuitvoerlegging van het uitgebreide programma voor de aankoop van activa. In november markeerde de ECB haar eerste jaar als toezichthouder voor de banken. De overgrote meerderheid van de door leden van de Directie en de Raad van Toezicht gehouden openbare toespraken en optredens in de media had betrekking op deze onderwerpen.

Daarnaast verschenen de leden van de Directie voor het Europees Parlement om hun handelen aan wetgevers uit te leggen en op die manier de kennis onder het grote publiek en het inzicht in de taken en beleidslijnen van het Eurosysteem (zie paragraaf 7 van dit hoofdstuk voor meer details), te verbeteren.

De leden van de Directie volgen een reeks leidende beginselen voor openbare en niet-openbare spreekbeurten en bilaterale vergaderingen, die beogen de integriteit van de instelling te waarborgen.

Deze recente beslissingen vormen verdere stappen op weg naar nóg grotere transparantie.

## Nieuwe website legt uit hoe de ECB werkt

Eén manier om contact te houden met de burgers in het eurogebied is via het internet. In 2015 heeft de ECB een nieuwe website opgezet om de navigatie te verbeteren en de inhoud ervan toegankelijker te maken. Een nieuw website-onderdeel geeft in eenvoudige bewoordingen, en door gebruik te maken van multimedia, een toelichting bij relevante onderwerpen. Zo laat bijvoorbeeld een video zien hoe het T2S-platform voor effectenafwikkeling werkt. Toespraken, persberichten en interviews door leden van de Directie spelen een prominente rol op de homepage van de ECB. De Twitter-account van de ECB heeft meer dan 300.000 volgers en wordt gebruikt om de aandacht te vestigen op publicaties en belangrijke boodschappen uit toespraken, terwijl YouTube wordt gebruikt voor het uitbrengen van videocontent en Flickr voor foto's. De ECB is nu ook op LinkedIn aanwezig.

Twee nieuwe instrumenten maken statistieken beter toegankelijk. De website 'Onze statistieken' is ontwikkeld in samenwerking met de nationale centrale banken van het Eurosysteem om gemakkelijker toegang te geven tot nationale statistieken en statistieken van het eurogebied. De ECBstatsApp verschaft snel en gemakkelijk toegang tot gegevens die worden gepubliceerd in het Statistical Data Warehouse van de ECB.

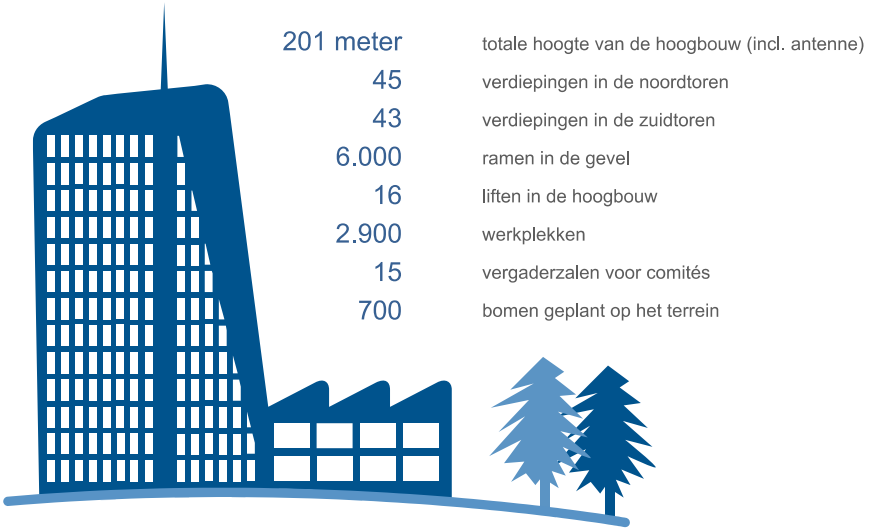
## Het nieuwe gebouw: opening van het hoofdkantoor van de ECB

Het nieuwe gebouw van de ECB op het terrein van de voormalige groothandelsmarkt van Frankfurt is in maart officieel geopend. De openingsplechtigheid vond plaats ondanks anti-kapitalismeprotesten bij het hoofdgebouw en in de stad Frankfurt. Het gebouw biedt kantoorruimte aan zo'n 2.900 medewerkers en voor de vergaderzaal van de Raad van Bestuur op de hoogste verdieping. De ECB deed de bouw van het gebouw en de opening ervan vergezeld gaan van een breed scala van media-activiteiten en evenementen, bijvoorbeeld door rondleidingen in het gebouw aan te bieden en buren uit te nodigen voor een open dag.

In de kelder van de oostvleugel van het gebouw bevindt zich een gedenkteken dat de aandacht vestigt op de deportatie van Joodse burgers tussen 1941 en 1945. Het gedenkteken, een gezamenlijk project met de Joodse gemeenschap van Frankfurt en de Stad Frankfurt am Main, is in november 2015 officieel geopend.

**Figuur 5**

Het nieuwe gebouw – belangrijke feiten




Bron: ECB.

# Bijlage 1
# Institutioneel kader

## 1 Besluitvormende organen en corporate governance van de ECB

Het Eurosysteem en het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) worden bestuurd door de besluitvormende organen van de ECB: de Raad van Bestuur en de Directie. De Algemene Raad fungeert als derde besluitvormend orgaan van de ECB zolang er EU-lidstaten zijn die nog niet op de euro zijn overgegaan. De werkzaamheden van de besluitvormende organen zijn vastgelegd in het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie, de Statuten van het ESCB en de desbetreffende Reglementen van Orde.[74] De besluitvorming binnen het Eurosysteem en het ESCB is gecentraliseerd. De ECB en de nationale centrale banken van het eurogebied werken echter gezamenlijk, zowel strategisch als operationeel, aan de verwezenlijking van de gemeenschappelijke doelstellingen van het Eurosysteem, met inachtneming van het decentralisatiebeginsel overeenkomstig de Statuten van het ESCB.

### 1.1 De Raad van Bestuur

De Raad van Bestuur is het belangrijkste besluitvormende orgaan van de ECB. De Raad van Bestuur bestaat uit de leden van de Directie van de ECB en de presidenten/gouverneurs van de nationale centrale banken van de landen van het eurogebied. De uitbreiding van het eurogebied met Litouwen als 19e lid op 1 januari 2015 was de aanleiding voor invoering van een roulatieschema voor de stemrechten van de leden van de Raad van Bestuur.

Met ingang van januari 2015 worden de aan het monetair beleid gewijde vergaderingen om de zes weken gehouden. Een verslag van deze monetairbeleidsvergaderingen wordt gepubliceerd, doorgaans met een vertraging van vier weken.

[74] Zie voor de Reglementen van Orde van de ECB: Besluit ECB/2014/1 van 22 januari tot wijziging van Besluit ECB/2004/2 van 19 februari 2004 houdende goedkeuring van het reglement van orde van de Europese Centrale Bank; Besluit ECB/2004/2 van 19 februari 2004 houdende goedkeuring van het reglement van orde van de Europese Centrale Bank, PB L 80 van 18.3.2004, blz. 33; Besluit ECB/2004/12 van 17 juni 2004 houdende goedkeuring van het reglement van orde van de Algemene Raad van de ECB, PB L 230 van 30.6.2004, blz. 61; en Besluit ECB/1999/7 van 12 oktober 1999 betreffende het Reglement van orde van de Directie van de ECB, PB L 314 van 8.12.1999, blz. 34. Deze reglementen zijn tevens beschikbaar op de website van de ECB.

## De Raad van Bestuur

**Mario Draghi** President van de ECB

**Vítor Constâncio** Vice-President van de ECB

**Josef Bonnici** President van Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta

**Luc Coene** Gouverneur van de Nationale Bank van België (tot en met 10 maart 2015)

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

**Carlos Costa** President van Banco de Portugal

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

**Ardo Hansson** President van Eesti Pank

**Patrick Honohan** President van de Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland (tot en met 25 november 2015)

**Boštjan Jazbec** President van Banka Slovenije

**Klaas Knot** President van De Nederlandsche Bank

**Philip R. Lane** President van de Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland (vanaf 26 november 2015)

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

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

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

**Jozef Makúch** President van Národná banka Slovenska

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

**Ewald Nowotny** President van de Oesterreichische Nationalbank

**Christian Noyer** President van Banque de France (tot en met 31 oktober 2015)

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

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

**Ilmārs Rimšēvičs** President van Latvijas Banka

**Jan Smets** Gouverneur van de Nationale Bank van België (vanaf 11 maart 2015)

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

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

**François Villeroy de Galhau** President van Banque de France (vanaf 1 november 2015)

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

**Jens Weidmann** President van de Deutsche Bundesbank

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

Middelste rij (van links naar rechts): Benoît Cœuré, Ewald Nowotny, Josef Bonnici, Jozef Makúch, Luis M. Linde, Ilmārs Rimšēvičs, Erkki Liikanen

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

NB: Jens Weidmann was ten tijde van de foto niet aanwezig.

## 1.2 De Directie

De Directie bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en vier overige leden die (bij gekwalificeerde meerderheid van stemmen) zijn benoemd door de Europese Raad, na raadpleging van het Europees Parlement en de ECB.

### De Directie

**Mario Draghi** President van de ECB

**Vítor Constâncio** Vice-President van de ECB

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

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

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

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

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

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

## 1.3 De Algemene Raad

De Algemene Raad bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en de presidenten/gouverneurs van de nationale centrale banken van alle 28 EU-lidstaten.

### De Algemene Raad

**Mario Draghi** President van de ECB

**Vítor Constâncio** Vice-President van de ECB

**Marek Belka** President van Narodowy Bank Polski

**Josef Bonnici** President van Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta

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

**Luc Coene** Gouverneur van de Nationale Bank van België (tot en met 10 maart 2015)

**Carlos Costa** President van Banco de Portugal

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

**Ardo Hansson** President van Eesti Pank

**Patrick Honohan** President van de Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland (tot en met 25 november 2015)

**Stefan Ingves** President van Sveriges Riksbank

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

**Ivan Iskrov** President van Българска народна банка (Nationale Bank van Bulgarije) (tot en met 14 juli 2015)

**Boštjan Jazbec** President van Banka Slovenije

**Klaas Knot** President van De Nederlandsche Bank

**Philip R. Lane** President van de Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland (vanaf 26 november 2015)

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

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

**Jozef Makúch** President van Národná banka Slovenska

**György Matolcsy** President van Magyar Nemzeti Bank

**Ewald Nowotny** President van de Oesterreichische Nationalbank

**Christian Noyer** President van Banque de France (tot en met 31 oktober 2015)

**Dimitar Radev** President van Българска народна банка (Nationale Bank van Bulgarije) (vanaf 15 juli 2015)

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

**Ilmārs Rimšēvičs** President van Latvijas Banka

**Lars Rohde** President van Danmarks Nationalbank

**Miroslav Singer** President van Česká národní banka

**Jan Smets** Gouverneur van de Nationale Bank van België (vanaf 11 maart 2015)

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

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

**François Villeroy de Galhau** President van Banque de France (vanaf 1 november 2015)

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

**Boris Vujčić** President van Hrvatska narodna banka

**Jens Weidmann** President van de Deutsche Bundesbank

Voorste rij (van links naar rechts): Marek Belka, Carlos Costa, Ignazio Visco, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Chrystalla Georghadji, Yannis Stournaras, Philip R. Lane, Erkki Liikanen

Middelste rij (van links naar rechts): Mugur Constantin Isărescu, Ewald Nowotny, Josef Bonnici, Jozef Makúch, Boris Vujčić, Lars Rohde, Luis M. Linde, Ilmārs Rimšēvičs, Dimitar Radev

Achterste rij (van links naar rechts): Boštjan Jazbec, Sir Jon Cunliffe (Deputy Governor van de Bank of England), François Villeroy de Galhau, Jan Smets, Gaston Reinesch, Klaas Knot, Ardo Hansson, Vitas Vasiliauskas, Miroslav Singer, Stefan Ingves

NB: Mark Carney, Jens Weidmann en György Matolcsy waren ten tijde van de foto niet aanwezig.

## 1.4 Corporate governance

Naast de besluitvormende organen omvat de corporategovernancestructuur van de ECB twee comités op hoog niveau – het Auditcomité en het Ethisch Comité, en verder een aantal externe en interne beheersingslagen. De structuur wordt aangevuld door het Ethisch Kader, Besluit van de ECB (ECB/2004/11) betreffende de voorwaarden voor anti-fraudeonderzoeken, en de regels betreffende toegang tot ECB-documenten. Door de oprichting van het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme (Single Supervisory Mechanism – SSM) zijn corporategovernancekwesties voor de ECB steeds belangrijker geworden.

### Auditcomité

Het Auditcomité van de ECB ondersteunt de Raad van Bestuur door raad en advies te geven met betrekking tot (1) de integriteit van de financiële informatie, (2) het toezicht op de interne beheersingsmaatregelen, (3) de naleving van toepasselijke wet- en regelgeving en gedragscodes, en (4) de uitvoering van de auditfuncties. Het mandaat van het Auditcomité is te vinden op de website van de ECB. Het Auditcomité wordt voorgezeten door Erkki Liikanen, en bestond in 2015 uit vier

overige leden: Vítor Constâncio, Ewald Nowotny, Hans Tietmeyer en Jean-Claude Trichet.

## Ethisch Comité

Teneinde een adequate en coherente implementatie te waarborgen van de verschillende gedragscodes van de organen die betrokken zijn bij de besluitvormingsprocessen van de ECB geeft het Ethisch Comité – dat operationeel werd na de benoeming van zijn leden in het tweede kwartaal van 2015 – advies over ethische kwesties aan de leden van de Raad van Bestuur, de Directie en de Raad van Toezicht. Het mandaat van het Auditcomité is te vinden op de website van de ECB. Het Ethisch Comité wordt voorgezeten door Jean-Claude Trichet, en bestaat uit twee overige externe leden: Klaus Liebscher en Hans Tietmeyer.

## Externe en interne beheersingslagen

### Externe beheersingslagen

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

### Interne beheersingslagen

Bij de ECB is een uit drie lagen bestaand stelsel van interne beheersingsmaatregelen ingevoerd dat bestaat uit (1) managementmaatregelen, (2) diverse toezichtsfuncties ten aanzien van risico's en naleving, en (3) een onafhankelijke auditfunctie.

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

De toezichtsfuncties bestaan uit monitoringmechanismen en effectieve processen om financiële en operationele risico's toereikend te beheersen. Deze beheersingsfuncties op het tweede niveau worden uitgevoerd door interne functies van de ECB (zoals de budget- en controllingfunctie, de operationeel- en financieelrisicobeheerfuncties, de kwaliteitsbewakingsfunctie voor bankentoezicht of de nalevingsfunctie) en/of – indien relevant – door Comité’s van het Eurosysteem/ESCB (bijvoorbeeld het Comité voor Organisatieontwikkeling, het Comité voor Risicobeheer en het Begrotingscomité).

Daarnaast en onafhankelijk van de interne beheersingsstructuur en risicobewaking van de ECB, voert de interne auditfunctie auditopdrachten uit onder de directe verantwoordelijkheid van de Directie, overeenkomstig het Audithandvest (ECB Audit

Charter). De interne auditactiviteiten van de ECB worden uitgevoerd conform de Internationale Standaarden voor de Beroepsuitoefening van Internal Auditing zoals die zijn vastgesteld door het Institute of Internal Auditors. Bovendien helpt het Comité van Internal Auditors, dat bestaat uit deskundigen op het gebied van interne audit afkomstig van de ECB, de nationale centrale banken en de nationale bevoegde autoriteiten, bij het verwezenlijken van de doelstellingen van het Eurosysteem en het SSM.

## Ethisch Kader van de ECB

Het Ethisch Kader van de ECB bestaat uit de Gedragscode voor de leden van de Raad van Bestuur, de Aanvullende Code met Ethische Criteria voor de leden van de Directie, de Gedragscode voor de leden van de Raad van Toezicht en de ECB-personeelsverordeningen en -regelingen. Het Ethisch Kader van de ECB stelt ethische regels en grondbeginselen vast om bij de vervulling van de ECB-taken het hoogste niveau van integriteit, deskundigheid, doelmatigheid en transparantie te waarborgen.

## Maatregelen ter bestrijding van fraude en witwassen

Het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie hebben een Verordening aangenomen om onder meer interne onderzoeken door het Europees Bureau voor Fraudebestrijding (OLAF) mogelijk te maken bij verdenking van fraude binnen de instellingen, organen en instanties van de EU. In 2004 heeft de Raad van Bestuur zijn goedkeuring gehecht aan het juridische kader voor de algemene voorwaarden voor onderzoeken door OLAF bij de ECB in verband met het voorkomen van fraude, corruptie en andere onwettige activiteiten. Bovendien heeft de ECB in 2007 haar interne programma's ter bestrijding van het witwassen van geld en van de financiering van terrorisme opgezet. Een intern rapportagesysteem vult het ECB-kader ter bestrijding van witwassen en financiering van terrorisme aan om te waarborgen dat alle relevante informatie systematisch wordt verzameld en naar behoren aan de Directie wordt gemeld.

## Toegang tot ECB-documenten

Het Besluit van de ECB inzake de toegang van het publiek tot ECB-documenten[75] is in overeenstemming met de doelstellingen en standaarden die door andere EU-instellingen en -organen worden toegepast met betrekking tot de toegang van het publiek tot hun documenten. Het Besluit verhoogt de transparantie, terwijl daarbij tegelijkertijd rekening wordt gehouden met de onafhankelijkheid van de ECB en van

[75] Besluit van de Europese Centrale Bank van 4 maart 2004 inzake de toegang van het publiek tot documenten van de Europese Centrale Bank, PB L 80 van 18.3.2004, blz. 42, zoals gewijzigd.

de nationale centrale banken, onder waarborging van de vertrouwelijkheid van bepaalde zaken die specifiek zijn voor de uitvoering van de taken van de ECB. In 2015 werd het regime voor de toegang van het publiek verder herzien om rekening te houden met de nieuwe aan het SSM gerelateerde activiteiten.

Om het belang dat de ECB aan transparantie en verantwoordingsplicht hecht, verder te onderstrepen, heeft de ECB besloten om met ingang van februari 2016 de vergaderschema's van ieder lid van de Directie openbaar te maken, met een vertraging van drie maanden. Bovendien hebben de leden van de Directie toegezegd zich te houden aan leidende beginselen voor externe communicatie ter waarborging van een gelijk speelveld en de gelijke behandeling van belanghebbenden (zie Paragraaf 8 van Hoofdstuk 2 voor meer details).

## Bureau Naleving en Governance

Dat de ECB veel belang hecht aan goede governance en het hoogste niveau van beroepsethiek blijkt ook uit het feit dat de Directie in januari 2015 een doelgebonden Bureau Naleving en Governance heeft opgericht. Het Bureau Naleving en Governance rapporteert rechtstreeks aan de President van de ECB en ondersteunt de Directie bij de bescherming van de integriteit en reputatie van de ECB, het bevordert ethische gedragsnormen en versterkt de verantwoordingsaflegging en transparantie van de ECB. Om zowel de algehele samenhang als de effectiviteit van het corporategovernancekader van de ECB te versterken, voert het Bureau Naleving en Governance het secretariaat voor het Auditcomité en het Ethisch Comité van de ECB, en treedt het op als contactpunt voor de Europese ombudsman en OLAF.

# Bijlage 2
# Comités van het Eurosysteem/ESCB

De comités van het Eurosysteem/ESCB zijn een belangrijke rol blijven spelen in het ondersteunen van de besluitvormende organen van de ECB bij de vervulling van hun taken. Op verzoek van zowel de Raad van Bestuur als de Directie hebben de comités kennis op hun vakgebieden aangedragen en zo het besluitvormingsproces vergemakkelijkt. Het lidmaatschap van de comités is gewoonlijk voorbehouden aan medewerkers van de centrale banken van het Eurosysteem. De nationale centrale banken van de lidstaten die nog niet op de euro zijn overgegaan, nemen echter wel deel aan bijeenkomsten van comités als daar onderwerpen worden behandeld die onder de bevoegdheid van de Algemene Raad vallen. Daarnaast komen enkele comités samen in SSM-samenstelling (d.w.z. één lid van de centrale bank en één lid van de nationale bevoegde autoriteit van elke deelnemende lidstaat) wanneer er aangelegenheden worden besproken die verband houden met het bankentoezicht. In voorkomende gevallen kunnen ook andere bevoegde instanties worden uitgenodigd voor vergaderingen van comités.

Comités van het Eurosysteem/ESCB, het Begrotingscomité, de Human Resources Conferentie en hun voorzitters (per 1 januari 2016)

| | |
|---|---|
| Comité voor Administratieve Verslagleggingsvraagstukken en Monetaire Inkomsten<br>Werner Studener | Comité Markttransacties<br>Ulrich Bindseil |
| Comité Bankbiljetten<br>Ton Roos | Comité voor het Monetair Beleid<br>Wolfgang Schill |
| Comité voor Controlling<br>Joachim Nagel | Comité voor Organisatieontwikkeling<br>Steven Keuning |
| Comité voor Communicatie van het Eurosysteem/ESCB<br>Christine Graeff | Comité voor Betalings- en Verrekeningssystemen<br>Marc Bayle/Daniela Russo |
| Comité voor Financiële Stabiliteit<br>Vítor Constâncio | Comité voor Risicobeheer<br>Carlos Bernadell |
| Automatiseringscomité<br>Koenraad de Geest | Comité Statistieken<br>Aurel Schubert |
| Comité van Interne Auditors<br>Klaus Gressenbauer | Begrotingscomité<br>Pentti Hakkarainen |
| Comité voor Internationale Betrekkingen<br>Frank Moss | Human Resources Conferentie<br>Steven Keuning |
| Juridisch Comité<br>Chiara Zilioli | |

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

# Bijlage 3
# Organisatorische en humanresourcesontwikkelingen

## Het organogram van de ECB (per 1 januari 2016)

**Directie**

**Chief Services Officer[1], Directoraten-Generaal en Directoraten**

**Afdelingen**

**Directoraat-Generaal Algemeen Beheer**
Werner Studener
Adjunct: Klaus Riemke
**Afdelingen:**
· Administratieve Diensten
· Beveiliging
· Financiële Administratie en Aanschaffingen
· Financiële Rapportage en Beleid
· Huisvesting

**Directoraat Bankbiljetten**
Ton Roos
**Afdelingen:**
· Muntbeheer
· Muntontwikkeling

**Directoraat-Generaal Communicatie**
Christine Graeff
Adjunct: Thierry Bracke
Adjunct: Cornelia Lotze
**Afdelingen:**
· Global Media Relations
· Outreach
· Talendiensten
· Web & Digital

**Directieadviseurs**
Frank Smets

**Directoraat-Generaal Economie**
Wolfgang Schill
Adjunct: Hans-Joachim Klöckers
- **Directoraat Economische Ontwikkelingen**
  Hans-Joachim Klöckers
  **Afdelingen:**
  · Begrotingsbeleid
  · Convergentie en Concurrentievermogen
  · Landentoezicht
  · Prijzen en Kosten
  · Productie en Vraag
- **Directoraat Monetair Beleid**
  Massimo Rostagno
  **Afdelingen:**
  · Kapitaalmarkten/Financiële Structuur
  · Monetaire Analyse
  · Monetairbeleidsstrategie

**ESRB Secretariat**
Francesco Mazzaferro[2]
Adjunct: Tuomas Peltonen

**Directoraat-Generaal Human Resources, Budget en Organisatie**
Steven Keuning
Adjunct: Peter Rennpferdt
**Afdelingen:**
· Budget, Controlling en Organisatie
· HR-beleid en Arbeidsverhoudingen
· Functie Beheer Operationeel Risico en Bedrijfscontinuïteit
· Werving en Salarisadministratie

**Directoraat-Generaal Informatiesystemen**
Koenraad De Geest
Adjunct: Magí Clavé Badia
Adjunct: Dirk Robijns
**Afdelingen:**
· Analytische Domeinapplicaties
· Bedrijfssystemen
· Executional Domain Applications
· Beveiliging en Architectuur
· Infrastructuur en Beheer
· IT-bestuur en Zakenrelaties
· Uitvoerende Domeinapplicaties

**Directoraat Interne Audit**
Klaus Gressenbauer
**Afdelingen:**
· Auditmissies 1
· Auditmissies 2

**Directoraat-Generaal Internationale en Europese Betrekkingen**
Frank Moss
Adjunct: Gilles Noblet
**Afdelingen:**
· ECB-Vertegenwoordiging in Washington, D.C.
· Externe Ontwikkelingen
· Instellingen en Fora van de EU (m.i.v. de ECB-Vertegenwoordiging in Brussel)
· Internationale Beleidsanalyse
· Internationale Betrekkingen en Samenwerking

**Directoraat-Generaal Juridische Zaken**
Chiara Zilioli
Adjunct: Christian Kroppenstedt
**Afdelingen:**
· Financieel Recht
· Institutioneel Recht[3]
· Toezichtsrecht
· Wetgeving

**Directoraat-Generaal Macroprudentieel Beleid en Financiële Stabiliteit**
Sergio Nicoletti Altimari
Adjunct: John Fell
**Afdelingen:**
· Financiële Regelgeving
· Macrofinancieel Beleid
· Macrofinanciële Verbindingen
· Toezicht Financiële Stabiliteit

**Directoraat-Generaal Marktinfrastructuur en Betalingsverkeer**
Marc Bayle
Adjunct: Pierre Petit
**Afdelingen:**
· Beheer Marktinfrastructuur
· Marktintegratie
· Ontwikkeling Marktinfrastructuur
· Oversight

**Directoraat-Generaal Markttransacties**
Ulrich Bindseil
Adjunct: Roberto Schiavi
**Afdelingen:**
· Financiëletransactiedienstenl
· Geldmarkt en Liquiditeit
· Markttransactieanalyse
· Markttransactiesystemen
· Obligatiemarkten en Internationale Transacties

**Directoraat-Generaal Onderzoek**
Luc Laeven
Adjunct: Philipp Hartmann
**Afdelingen:**
· Financieel Onderzoek
· Monetairbeleidsonderzoek

**Directoraat Risicobeheer**
Carlos Bernadell
**Afdelingen:**
· Risicoanalyse
· Risicostrategie

**Directoraat-Generaal Secretariaat**
Pedro Gustavo Teixeira[4]
**Afdelingen:**
· Informatiebeheerdiensten
· Secretariaat
- **Bureau Naleving en Governance**
  Roman Schremser[5]

**Directoraat-Generaal Statistieken**
Aurel Schubert
Adjunct: Werner Bier
**Afdelingen:**
· Externe Statistieken
· Macro-economische Statistieken
· Monetaire en Financiële Statistieken
· Ontwikkeling/Coördinatie Statistieken
· Statistische-informatiediensten Toezichtsstatistieken

**Directoraat Secretariaat voor de Raad van Toezicht**
Petra Senkovic

**Directoraat-Generaal Microprudentieel Toezicht I**
Stefan Walter
Adjunct: Patrick Amis
Adjunct: Margarita Delgado
**Afdelingen:**
· Toezicht Belangrijke Banken I
· Toezicht Belangrijke Banken II
· Toezicht Belangrijke Banken III
· Toezicht Belangrijke Banken IV
· Toezicht Belangrijke Banken V
· Toezicht Belangrijke Banken VI
· Toezicht Belangrijke Banken VII

**Directoraat-Generaal Microprudentieel Toezicht II**
Ramón Quintana
Adjunct: Paolo Corradino
Adjunct: Rolf Klug
**Afdelingen:**
· Toezicht Belangrijke Banken VIII
· Toezicht Belangrijke Banken IX
· Toezicht Belangrijke Banken X
· Toezicht Belangrijke Banken XI
· Toezicht Belangrijke Banken XII
· Toezicht Belangrijke Banken XIII
· Toezicht Belangrijke Banken XIV
· Toezicht Belangrijke Banken XV

**Directoraat-Generaal Microprudentieel Toezicht III**
Jukka Vesala
Adjunct: Linette Field
**Afdelingen:**
· Analyse en Methodologische Ondersteuning
· Institutioneel en Sectoraal Toezicht
· Toezichtsoversight en NBA-betrekkingen

**Directoraat-Generaal Microprudentieel Toezicht IV**
Korbinian Ibel
Adjunct: François-Louis Michaud
Adjunct: Giuseppe Siani
**Afdelingen:**
· Autorisatie
· Crisisbeheersing
· Gecentraliseerde Inspecties ter plaatse
· Handhaving en Sancties
· Interne Modellen
· Methodologie- en Normontwikkeling
· Planning en Coördinatie SEP
· Risicoanalyse SSM
· Toezichtsbeleid
· Toezichtsgebonden Kwaliteitsborging

1) Rapporteert aan de Directie via de President.
2) Rapporteert aan de President van de ECB in diens hoedanigheid van Voorzitter van het ESRB.
3) Met inbegrip van de gegevensbeschermingsfunctie.
4) Secretaris van de Directie, Raad van Bestuur en Algemene Raad.
5) Rapporteert over nalevingsaangelegenheden aan de Directie via de President.

## Human resources bij de ECB

Na de invoering van het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme (Single Supervisory Mechanism – SSM) in 2014 heeft de ECB in 2015 haar interne organisatorische processen en praktijken grondig herzien. De mening van medewerkers werd gevraagd via een ECB-brede enquête onder het personeel. De rol van Chief Services Officer (CSO) is gecreëerd om de coördinatie tussen ondersteunende functies te versterken en de mate waarin ondersteunende diensten zijn afgestemd op de behoeften van de instelling als geheel, te verbeteren. De CSO is verantwoordelijk voor aangelegenheden die verband houden met beheersdiensten, IT-diensten, human resources, budget en financiën. De CSO rapporteert aan de Directie via de President en zal regelmatig vergaderingen van de Directie bijwonen.

Per 31 december 2015 had de ECB 2.650 goedgekeurde full-time equivalent posities, vergeleken met 2.622 eind 2014. Het werkelijke full-time equivalent aantal personeelsleden onder arbeidscontract bij de ECB bedroeg 2.871 (vergeleken met 2.577 op 31 december 2014).[76] In 2015 werd een totaal van 279 nieuwe posities met een contract voor bepaalde tijd (beperkt van aard of omzetbaar in een permanent contract) aangeboden, en gedurende het jaar werden (naast een aantal contractverlengingen) 246 kortlopende contracten afgesloten om personeelsleden te vervangen die minder dan een jaar afwezig waren. Gedurende geheel 2015 is de ECB kortlopende contracten voor perioden tot en met 36 maanden blijven aanbieden aan medewerkers van nationale centrale banken en internationale organisaties. Op 31 december 2015 waren 226 werknemers van nationale centrale banken en internationale organisaties in uiteenlopende functies werkzaam bij de ECB, 50% meer dan eind 2014. In september 2015 verwelkomde de ECB tien deelnemers als tiende lichting voor haar Graduate Programme, en op 31 december 2015 waren 273 stagiair(e)s werkzaam bij de ECB (76% meer dan in 2014). De ECB heeft tevens vier onderzoeksplaatsen aangeboden als onderdeel van het Wim Duisenberg Research Fellowship-programma, dat openstaat voor vooraanstaande economen, en vijf onderzoeksplaatsen aan jonge onderzoekers in het kader van haar Lamfalussy Fellowship-programma.

In mei 2015 is een ECB-brede enquête onder het personeel gehouden, waaraan 90% van de medewerkers deelnam. Als uitkomst daarvan zijn actieplannen ontwikkeld op zowel ECB-breed als bedrijfsafdelingniveau. De belangrijkste terreinen voor follow-upactiviteiten waren 'carrièreontwikkeling', 'prestatiemanagement', 'samenwerking en informatie-uitwisseling', 'middelen en werkbelasting, werkdruk en stress' en 'openheid en eerlijkheid'. Het ECB-brede actieplan hing nauw samen met een herbeoordeling van de interne activiteiten van de ECB gericht op optimalisering

[76] Naast de contractposities op basis van full-time equivalenten zijn in dit cijfer tevens begrepen de kortlopende contracten voor personeelsleden die door nationale centrale banken en internationale organisaties zijn gedetacheerd en de contracten voor deelnemers aan het Graduate Programme van de ECB.

van processen, procedures en structuren om de ECB sterker en flexibeler te maken, en streefde ernaar een duurzame werkcultuur te waarborgen.

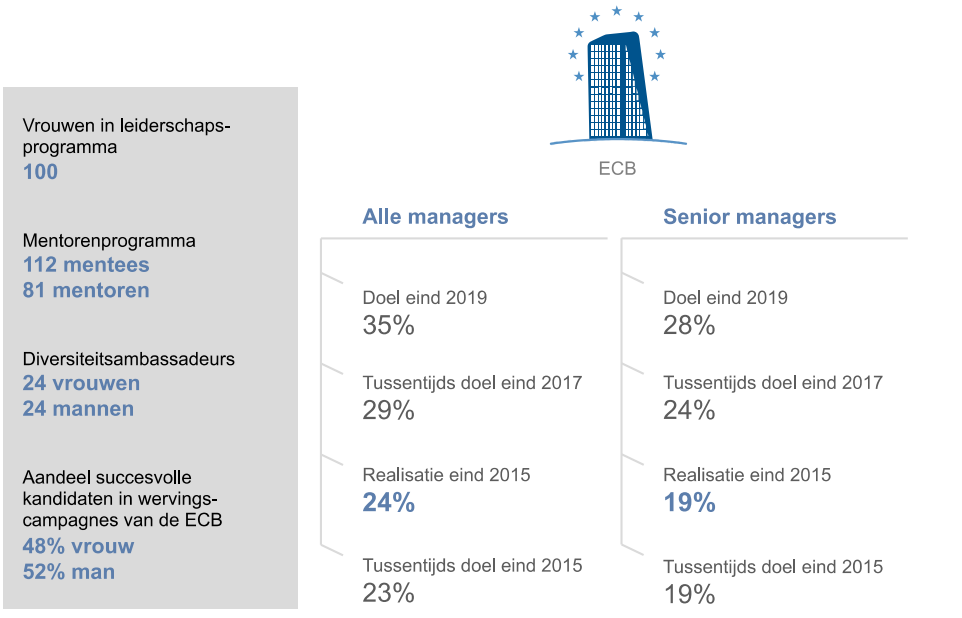
De ECB blijft steun geven aan de behoefte onder het personeel een goede balans tussen werk en gezinsleven te verwezenlijken. Eind 2015 werkten 257 personeelsleden in deeltijd (259 eind 2014) en waren 36 personeelsleden met onbetaald ouderschapsverlof (29 eind 2014). In 2015 hebben gemiddeld rond 846 personeelsleden ten minste eenmaal per maand op afstand gewerkt.

Personeelsontwikkeling bleef in 2015 hoog op de humanresourcesagenda van de ECB staan, hetgeen tot uiting kwam in de lancering van het SSM-stageprogramma, de verdergaande invoering van SSM-trainingsprogramma's, en het streven naar een permanent en inclusief mentorenprogramma om de ontwikkeling van medewerkers die de top van hun salarisschaal hebben bereikt, te ondersteunen en de organisatie te helpen haar genderdiversiteitsdoelstellingen te verwezenlijken.

Na eind 2014 reeds een aandeel van 24% vrouwen in managementposities te hebben bereikt en van 19% vrouwen in seniormanagementposities, bereikte de ECB haar tussentijdse eind-2015 genderdoelstellingen. Sinds de invoering, in juni 2013, van de genderdoelstellingen (35% vrouwen op managementniveau en 28% vrouwen op seniormanagementniveau eind 2019) en van een speciaal actieplan, staat het onderwerp van genderdiversiteit hoog op de agenda van de ECB met als doel vrouwelijk talent te ontdekken, te ontwikkelen en te bevorderen.

**Figuur 6**

Aandeel vrouwen in managementposities




Bron: ECB.

Hoewel de organisatie licht in omvang is gegroeid, hebben in 2015 53 medewerkers met een contract voor bepaalde tijd of met een permanent contract de ECB verlaten of zijn met pensioen gegaan (vergeleken met hetzelfde aantal in 2014), terwijl in de loop van het jaar 217 kortlopende contracten afliepen.

# Jaarstukken

## 2015


**Managementverslag over het boekjaar 2015** **A 2**

**Jaarrekening van de ECB** **A 18**

Balans per 31 december 2015 A 18

Winst- en verliesrekening over 2015 A 20

Grondslagen voor de financiële verslaggeving A 21

Toelichting op de balans A 30

Niet in de balans opgenomen instrumenten A 48

Toelichting op de winst- en verliesrekening A 51

**Controleverklaring van de onafhankelijke accountant** **A 58**

**Toelichting op de verdeling van winst/toedeling van verliezen** **A 60**

# Managementverslag over het boekjaar 2015

## 1 Doel van het managementverslag van de ECB

Dit managementverslag vormt een integrerend onderdeel van de financiële jaarverslaggeving van de ECB. Het verschaft contextuele informatie over de werkzaamheden van de ECB, haar operationele kader en de invloed van de diverse transacties van de ECB op de jaarrekening.

Dit verslag bevat informatie over de belangrijkste processen die verband houden met de totstandkoming van de jaarrekening van de ECB. Gezien het feit dat de activiteiten en transacties van de ECB worden verricht ter ondersteuning van haar monetairbeleidsdoelstellingen dienen de financiële uitkomsten te worden gezien in samenhang met haar beleidsacties. Dit verslag geeft daarom ook informatie over de voornaamste risico's waaraan de ECB blootstaat, over hoe deze door haar diverse transacties worden beïnvloed, over de beschikbare financiële middelen en over de invloed van de belangrijkste activiteiten van de ECB op haar jaarrekening.

## 2 Belangrijkste doelstellingen en taken

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

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

## 3 Belangrijkste processen

Het jaarrekeningproces van de ECB hangt samen met een aantal belangrijke activiteiten.

## 3.1 Beheersingsmaatregelen binnen de organisatie-eenheden

Binnen de interne beheersingsstructuur van de ECB is iedere werkeenheid verantwoordelijk voor het beheer van de eigen operationele risico's en voor de implementatie van beheersingsmaatregelen om de doeltreffendheid en doelmatigheid van de activiteiten te waarborgen, evenals de juistheid van de in de jaarrekening van de ECB op te nemen informatie. De verantwoordelijkheid voor en verantwoording van budgetaangelegenheden liggen ook primair bij de individuele werkeenheden.

## 3.2 Budgetteringsproces

De Afdeling Budget, Controlling en Organisatie van het Directoraat-Generaal Human Resources, Budget en Organisatie[1] ontwikkelt het kader voor de strategische planning met betrekking tot de middelen van de ECB en produceert en monitort deze planning, samen met het daarmee verband houdende operationele budget. Deze taken worden uitgevoerd in samenwerking met de werkeenheden, waarbij het scheidingsbeginsel[2] wordt gehanteerd, en de uitkomsten vinden hun neerslag in de jaarlijkse activiteitenprogramma's van de afdelingen. De Afdeling Budget, Controlling en Organisatie voert tevens planning en middelenbeheer, kosten/batenanalyses en beleggingsanalyses uit voor de projecten van de ECB en van het ESCB. De uitgaven ten opzichte van de goedgekeurde budgetten worden regelmatig gemonitord door de Directie,[3] die daarbij rekening houdt met het advies van de Afdeling Budget, Controlling en Organisatie, en door de Raad van Bestuur, die daarbij wordt bijgestaan door het Begrotingscomité. Overeenkomstig artikel 15 van het Reglement van Orde van de ECB ondersteunt het Begrotingscomité de Raad van Bestuur door de jaarlijkse budgetvoorstellen van de ECB en verzoeken om aanvullende budgetfinanciering door de Directie te beoordelen, voordat deze ter goedkeuring aan de Raad van Bestuur worden voorgelegd.

## 3.3 Toezicht op financiële risico's

Het Directoraat Risicobeheer van de ECB is verantwoordelijk voor het voorstellen van beleidsmaatregelen en procedures die zorgen voor een passend niveau van bescherming tegen financiële risico's voor (a) het Eurosysteem, met inbegrip van de ECB, bij de uitvoering van de monetairbeleidstransacties, en (b) de ECB bij het beheer van haar externe reserves, goudreserves en in euro luidende beleggingsportefeuilles. Het Directoraat Risicobeheer beoordeelt, en doet voorstellen tot verbetering van, de operationele kaders voor het monetair beleid en

1 In 2016 zal de Afdeling Budget, Controlling en Organisatie deel gaan uitmaken van het nieuw gecreëerde Directoraat-Generaal Budget & Finance.

2 Het scheidingsbeginsel heeft betrekking op het vereiste, zoals dat is vastgelegd in de SSM-Verordening, dat de ECB haar toezichtstaken dient uit te voeren onverminderd, en gescheiden van, haar taken die betrekking hebben op het monetair beleid en alle andere taken.

3 Vanaf 2016 zal de nieuw benoemde Chief Services Officer ook een actieve rol vervullen bij het monitoren van budgetten.

het valutabeleid van het Eurosysteem vanuit het oogpunt van risicobeheer. Daarnaast ondersteunt het Comité voor Risicobeheer, dat bestaat uit deskundigen van de centrale banken van het Eurosysteem, de besluitvormende organen bij het waarborgen van een passend beschermingsniveau voor het Eurosysteem. Dit wordt bereikt door de financiële risico's voortvloeiend uit markttransacties te beheren en beheersen, in het kader van zowel de monetairbeleidstransacties als de externe-reservesportefeuille van de ECB. Wat deze activiteiten betreft, draagt het Comité voor Risicobeheer bij aan onder meer het monitoren, meten en rapporteren van de financiële risico's op de balans van het Eurosysteem en het opstellen en beoordelen van de daarmee verband houdende methodologieën en kaders.

## 3.4 Portefeuillebeheer

De ECB houdt twee typen beleggingsportefeuilles aan, te weten de in Amerikaanse dollar en Japanse yen luidende externe-reservesbeleggingsportefeuille, en een in euro luidende eigenmiddelenbeleggingsportefeuille. Daarnaast worden de middelen die verband houden met de pensioenregelingen van de ECB belegd in een extern beheerde portefeuille. De ECB houdt ook in euro luidende waardepapieren voor monetairbeleidsdoeleinden aan, die zijn aangekocht in het kader van het Programma voor de effectenmarkten ('Securities Markets Programme' – SMP), het programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa ('asset-backed securities purchase programme' – ABSPP), het aankoopprogramma voor door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen ('public sector purchase programme' – PSPP) en de drie programma's voor de aankoop van gedekte obligaties ('covered bond purchase programmes' – CBPP's).

## 3.5 Totstandkoming van de financiële verantwoording van de ECB

De jaarrekening van de ECB wordt door de Directie opgesteld in overeenstemming met de door de Raad van Bestuur vastgestelde grondslagen voor de financiële verslaggeving.[4]

De Afdeling Financiële Rapportage en Beleid van het Directoraat-Generaal Algemeen Beheer[5] is, in samenwerking met andere werkeenheden, verantwoordelijk voor de totstandkoming van de jaarrekening en zorgt ervoor dat alle daarmee verband houdende documentatie tijdig aan de externe accountant en de besluitvormende organen beschikbaar worden gesteld. De financiëleverslaggevingsprocessen en de jaarrekening van de ECB kunnen onderwerp zijn van interne audits. De interneauditactiviteiten van de ECB worden uitgevoerd conform de door het Institute of Internal Auditors opgestelde Internationale Standaarden voor de Beroepsuitoefening van Internal Auditing. Alle rapporten van het Directoraat Interne audit, waarin tot de betrokken werkeenheden

[4] Zie de toelichting inzake de grondslagen voor de financiële verslaggeving.

[5] In 2016 zal de Afdeling Financiële Rapportage en Beleid deel gaan uitmaken van het nieuw gecreëerde Directoraat-Generaal Budget & Finance.

gerichte auditaanbevelingen kunnen zijn opgenomen, worden aan de Directie voorgelegd.

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

Het Comité Activa en Passiva van de ECB, dat bestaat uit vertegenwoordigers van de ECB-functies betreffende markttransacties, financiële administratie, financiële rapportage, risicobeheer en budget, monitort en beoordeelt systematisch alle factoren die van invloed kunnen zijn op de balans en de winst- en verliesrekening van de ECB. Dit Comité beoordeelt de jaarrekening en de daarmee verband houdende documentatie alvorens deze ter goedkeuring aan de Directie worden voorgelegd.

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

De jaarrekening van de ECB wordt in februari van elk jaar goedgekeurd door de Raad van Bestuur en wordt onmiddellijk daarna gepubliceerd. Deze wordt gepubliceerd samen met het managementverslag en de geconsolideerde balans van het Eurosysteem.

[6] Teneinde het publiek ervan te verzekeren dat de onafhankelijkheid van de externe accountant van de ECB is gewaarborgd, vindt om de vijf jaar roulatie van de accountantsfirma plaats.

# 4 Risicobeheer

Risicobeheer is een cruciale component van de activiteiten van de ECB, en dit wordt uitgevoerd door middel van een voortdurend proces van identificatie, beoordeling, beperking en monitoring van risico's. In het onderstaande overzicht zijn zichtbaar de belangrijkste risico's waaraan de ECB blootstaat, de bron van deze risico's en de door de ECB toegepaste risicobeheerstrategieën.

## Risico's waaraan de ECB blootstaat

| Risico | Component | Soort risico | Risicobron | Risicobeheersings-kader |
|---|---|---|---|---|
| Financiële risico's | Krediet-risico | **Wanbetalingsrisico**<br>*Risico van financiële verliezen ten gevolge van een "wanbetalingsgebeurtenis" die voortvloeit uit het verzuim van een schuldenaar (tegenpartij of emittent) om tijdig aan zijn financiële verplichtingen te voldoen* | • aangehouden externe reserves<br>• beleggingsportefeuille luidend in euro<br>• aangehouden effecten voor monetair beleid | ✓ beleenbaarheidscriteria<br>✓ duediligencebeoordeling<br>✓ risicopositielimieten<br>✓ onderpandstelling<br>✓ diversificatie<br>✓ monitoring financiële risico's |
| | | **Kredietmigratierisico**<br>*Risico van financiële verliezen ten gevolge van een herwaardering van financiële activa na een verslechtering van hun kredietkwaliteit en ratings* | • aangehouden externe reserves<br>• beleggingsportefeuille luidend in euro | |
| | Markt-risico | **Valutarisico en grondstoffenrisico**<br>*Risico van financiële verliezen op (a) posities luidend in vreemde valuta, ten gevolge van wisselkoersschommelingen en (b) op aangehouden grondstoffen, ten gevolge van marktprijsschommelingen* | • aangehouden externe reserves<br>• goudreserves | ✓ spreiding over valuta's en goud<br>✓ herwaarderingrekeningen goud en vreemde valuta's<br>✓ monitoring financiële risico's |
| | | **Renterisico**<br>*Risico van financiële verliezen ten gevolge van ongunstige rentewijzigingen die aanleiding geven tot (a) een marktwaardedaling van financiële instrumenten of (b) een negatieve invloed op de nettorentebaten* | • aangehouden externe reserves<br>• beleggingsportefeuilles luidend in euro<br>• aangehouden effecten voor monetair beleid | ✓ beleid voor portefeuillesamenstelling<br>✓ prijsherwaarderings-rekeningen<br>✓ marktrisicolimieten<br>✓ monitoring financiële risico's |
| | **Liquiditeitsrisico**<br>*Risico van financiële verliezen ten gevolge van het onvermogen om een actief binnen een passende tijdsperiode te gelde te maken tegen de marktwaarde van dat ogenblik* | | • aangehouden externe reserves | ✓ beleid voor portefeuillesamenstelling<br>✓ liquiditeitslimieten<br>✓ monitoring financiële risico's |
| **Operationeel risico**<br>*Risico van een negatieve invloed op de financiën, bedrijfsvoering of reputatie, die voortvloeit uit het handelen of nalaten door mensen, tekortschietende personeelsmiddelen of tekortschietend personeelsbeleid, de inadequate tenuitvoerlegging of het tekortschieten van de interne governance en bedrijfsprocessen, het niet-functioneren van systemen waarop processen zijn gebaseerd, of externe gebeurtenissen (bijv. natuurrampen of aanvallen van buitenaf).* | | | • personeelsbestand, personeelsmiddelen, personeelsbeleid<br>• interne governance en bedrijfsprocessen<br>• systemen<br>• externe gebeurtenissen | ✓ identificatie, beoordeling, aanpak, rapportage en monitoring m.b.t. operationele risico's<br>✓ richtsnoer voor risicotolerantiebeleid<br>✓ risicomatrix<br>✓ kader voor bedrijfscontinuïteitsbeheer |

## 4.1 Financiële risico's

De financiële risico's vloeien voort uit de kernactiviteiten van de ECB en de hiermee verband houdende posities. De ECB neemt besluiten ten aanzien van haar portefeuillesamenstelling en legt passende risicobeheer- en duediligencekaders ten uitvoer, waarbij zij rekening houdt met de doelstellingen en doeleinden van de verschillende portefeuilles en de financiële posities, en met de risicovoorkeuren van haar besluitvormende organen.

Financiële risico's kunnen worden gekwantificeerd met behulp van een verscheidenheid aan risicomaatstaven. De ECB maakt gebruik van intern ontwikkelde risicoschattingstechnieken, die zijn gebaseerd op een gecombineerd markt- en kredietrisicosimulatiekader. De essentiële modelleringsconcepten, -technieken en -aannames die aan de risicomaatstaven ten grondslag liggen, bouwen voort op marktstandaarden. Om een uitgebreid inzicht te krijgen in potentiële risicogebeurtenissen die zich met verschillende frequenties en met verschillende hevigheidsniveau's zouden kunnen voordoen, gebruikt de ECB twee types statistische maatstaven, 'Value-at-Risk (VaR)' en 'Expected Shortfall',[7] die worden berekend voor een aantal betrouwbaarheidsniveau's. Bovendien worden gevoeligheids- en stressscenarioanalyses gebruikt om de statistische risicoschattingen beter te begrijpen en aan te vullen.

Gemeten als VaR bij een betrouwbaarheidsniveau van 95% en een tijdshorizon van één jaar (VaR95%) bedroeg het totaalbedrag van de financiële risico's waaraan de ECB via haar financiële activa blootstond per 31 december 2015 € 10 miljard, hetgeen € 1,4 miljard hoger was dan de geaggregeerde risico's geschat per 31 december 2014. Deze toename hangt vooral samen met de stijging van de markwaarde van de externe reserves van de ECB en derhalve met de blootstelling van de ECB aan valutarisico, na de appreciatie van de Amerikaanse dollar en de Japanse yen ten opzichte van de euro in 2015.

### 4.1.1 Kredietrisico

De risicobeheersingsmaatregelen en limieten die de ECB gebruikt om haar kredietrisicoblootstelling te bepalen, verschillen per type transactie, afhankelijk van de beleids- of beleggingsdoelstellingen van de verschillende portefeuilles en de risicokenmerken van de onderliggende activa.

Het kredietrisico als gevolg van de door de ECB aangehouden externe reserves is minimaal, aangezien de reserves zijn belegd in activa met een hoge kredietkwaliteit.

---

[7] Value-at-Risk (VaR) wordt gedefinieerd als de maximale potentieelverliesdrempel voor de financiële-activaportefeuille die, overeenkomstig een statistisch model, met een bepaalde waarschijnlijkheid (betrouwbaarheidsniveau) gedurende een specifieke risicoperiode niet zal worden overschreden. Expected Shortfall is een coherente risicomaatstaf die conservatiever is dan VaR bij dezelfde periode en hetzelfde betrouwbaarheidsniveau, aangezien deze maatstaf de waarschijnlijkheidsgewogen gemiddelde verliezen meet die zich zouden kunnen voordoen in de slechtst denkbare scenario's die boven de VaR-drempel uitgaan. In deze context worden verliezen gedefinieerd als de verschillen tussen de nettowaarde van de portefeuilles van de ECB zoals opgenomen in de balans aan het begin van de periode, vergeleken met de gesimuleerde waarden aan het eind van de periode.

De goudreserves van de ECB staan niet bloot aan kredietrisico, aangezien goud niet aan derden wordt uitgeleend.

Het doel van de in euro luidende beleggingsportefeuille is de ECB te voorzien van inkomsten om haar operationele kosten te helpen dekken en tegelijkertijd het belegde kapitaal te behouden. Rendementsoverwegingen spelen derhalve een relatief grotere rol in de portefeuillesamenstelling en het risicobeheersingskader voor deze beleggingen dan het geval is bij de externe reserves van de ECB. Desalniettemin wordt het kredietrisico ten aanzien van deze beleggingen op bescheiden niveau's gehouden.

Het kredietrisico in verband met voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden waardepapieren valt dankzij de toegepaste risicobeheertechnieken binnen de risicotolerantieniveau's van de ECB. Het kredietmigratierisico dat verband houdt met de voor monetairbeleidsdoeleinden aangekochte waardepapieren heeft niet direct invloed op de jaarrekening van de ECB, aangezien deze worden gewaardeerd tegen geamortiseerde kostprijs (verminderd met eventele bijzondere waardeverminderingen), en derhalve niet tegen marktprijzen worden geherwaardeerd. Deze waardepapieren kunnen echter wel blootstaan aan wanbetalingsrisico, en een verslechtering van hun kredietkwaliteit kan van invloed zijn op de jaarrekening van de ECB via het reguliere proces van analyse en verwerking van bijzondere waardeverminderingen.

### 4.1.2 Marktrisico

De voornaamste marktrisico's waaraan de ECB blootstaat bij het beheer van haar aanhoudingen zijn valutarisico en grondstoffenrisico (i.v.m. de goudprijs). De ECB staat tevens bloot aan renterisico.

#### Valutarisico en grondstoffenrisico

Het financiëlerisicoprofiel van de ECB wordt hoofdzakelijk bepaald door valuta- en grondstoffenrisico's. Dit is het gevolg van de omvang van de externe reserves (vooral bestaand uit Amerikaanse dollars) en de goudreserves van de ECB, en de hoge volatiliteit van wisselkoersen en de goudprijs.

Gezien de beleidsrol van goud en de externe reserves is de ECB er niet op uit valutarisico's en het grondstoffenrisico te elimineren. Deze risico's worden geëlimineerd door spreiding van de aanhoudingen over verschillende valuta's en goud.

Overeenkomstig de regels van het Eurosysteem kunnen de herwaarderingsrekeningen met betrekking tot de goudreserves en de Amerikaanse dollars, die per 31 december 2015 respectievelijk € 11,9 miljard (2014: € 12,1 miljard) en € 10,6 miljard (2014: € 6,2 miljard) bedroegen, worden gebruikt om de impact van eventuele toekomstige ongunstige bewegingen in de goudprijs en de

wisselkoers van de Amerikaanse dollar te absorberen, waardoor een effect op de winst- en verliesrekening van de ECB zou worden beperkt of zelfs voorkomen.

### Renterisico

De externe reserves en de in euro luidende beleggingsportefeuilles van de ECB worden belegd in vastrentende waardepapieren die tegen marktkoersen worden geherwaardeerd, en deze zijn derhalve onderhevig aan marktrisico ten gevolge van renteschommelingen. Het marktrenterisico dat uit deze portefeuilles voortvloeit, wordt beheerd door middel van het portefeuillesamenstellingsbeleid en marktrisicolimieten die ervoor zorgen dat het marktrisico beperkt blijft op niveau's die de risico/rendementsvoorkeuren van de ECB voor de verschillende portefeuilles weerspiegelen. Wanneer deze worden uitgedrukt in termen van de gewijzigde duration[8] van de vastrentende portefeuilles, vertalen de verschillende risico/rendementsvoorkeuren zich in een langere gewijzigde duration voor de in euro luidende beleggingsportefeuille dan voor de aangehouden externe reserves.

Het marktrenterisico waaraan de ECB blootstaat, is gedurende 2015 beperkt gebleven.

De in het kader van de activa-aankoopprogramma's (de drie CBPP's, het SMP, het ABSPP en het PSPP) aangekochte waardepapieren worden gewaardeerd tegen geamortiseerde kostprijs verminderd met eventuele bijzondere waardeverminderingen en worden derhalve niet tegen marktprijzen geherwaardeerd. Deze aangehouden waardepapieren zijn derhalve niet onderhevig aan marktrenterisico. De mismatch tussen de rentegevoeligheid van de baten uit deze waardepapieren en die van de lasten die verband houden met de desbetreffende verplichtingen impliceren echter een renterisico dat de nettorentebaten van de ECB nadelig zou kunnen beïnvloeden. Het portefeuillesamenstellingsbeleid, waaronder het beleid en de procedures die ervoor zorgen dat aankopen tegen passende prijzen plaatsvinden, wordt gebruikt om dit soort risico te beheren. En dit risico wordt verder gemitigeerd door het bestaan van verplichtingen waarover geen (rente)vergoeding wordt betaald en de totale balansstructuur van de ECB. Het renterisico met betrekking tot de voor monetairbeleidsdoeleinden aangekochte waardepapieren is in de loop van 2015 toegenomen, vooral door de aankopen in het kader van het PSPP. Verwacht wordt echter dat de ECB in de komende jaren per saldo positieve nettorentebaten zal boeken, zelfs in het onwaarschijnlijke geval dat zich zeer ongunstige renterisicoscenario's zouden voltrekken.

## 4.1.3 Liquiditeitsrisico

Gezien de rol van de euro als een belangrijke reservevaluta, de rol van de ECB als een centrale bank en haar balansstructuur vloeit de belangrijkste blootstelling van de

[8] De gewijzigde duration is een maatstaf voor de gevoeligheid van de waarde van de portefeuilles voor parallelle verschuivingen in rendementscurves.

ECB aan liquiditeitsrisico voort uit haar externe reserves, aangezien valuta-interventies erom vragen dat grote posities binnen een kort tijdsbestek te gelde moeten kunnen worden gemaakt. Dit risico wordt beheerd door een portefeuillesamenstelling en limieten die ervoor zorgen dat een voldoende groot deel van de posities van de ECB wordt belegd in activa die snel, en met een verwaarloosbaar effect op de prijs, te gelde kunnen worden gemaakt.

Het liquiditeitsrisicoprofiel van de portefeuilles van de ECB is in 2015 globaal genomen stabiel gebleven.

## 4.2 Operationeel risico

De belangrijkste doelstellingen van het kader van de ECB voor operationeelrisicobeheer zijn (a) er mede voor te zorgen dat de ECB haar missie en doelstellingen verwezenlijkt; en (b) haar reputatie en overige activa te beschermen tegen verlies, misbruik en schade.

Krachtens het kader voor operationeelrisicobeheer is iedere werkeenheid verantwoordelijk voor het identificeren, beoordelen en beheersen van, en het rapporteren over en bewaken van operationele risico's en beheersingsmaatregelen. Werkeenheden met een horizontale rol nemen specifieke beheersingsmaatregelen op een bankbreed niveau voor hun rekening. In dit verband verschaft het risicotolerantiebeleid van de ECB een leidraad voor risicobeheersingsstrategieën en risicoaanvaardingsprocedures. Het is gekoppeld aan een risicomatrix gebaseerd op de impact- en waarschijnlijkheidsschalen van de ECB (die van kwantitatieve en kwalitatieve criteria gebruikmaken).

De functie belast met het beheer van operationeel risico en de bedrijfscontinuïteit is verantwoordelijk voor het onderhouden van de kaders voor het operationeelrisicobeheer en de bedrijfscontinuïteit, en voor de methodologische ondersteuning – aan de risico-eigenaren en verantwoordelijken voor beheersingsmaatregelen – ten aanzien van activiteiten op het gebied van het beheer van operationeel risico en de bedrijfscontinuïteit. Daarnaast rapporteert zij jaarlijks en op ad-hocbasis over operationele risico's aan het Comité Operationele Risico's en de Directie en ondersteunt zij de besluitvormende organen bij hun toezichtsrol betreffende het beheer van de operationele risico's en beheersingsmaatregelen van de ECB. Zij coördineert en implementeert het programma voor bedrijfscontinuïteitsbeheer, test regelmatig de bedrijfscontinuïteit en beoordeelt de bedrijfscontinuïteitsregelingen voor de tijdkritische werkzaamheden van de ECB en ondersteunt het Crisisbeheerteam, inclusief de ondersteunende structuren daarvan, en de werkeenheden in het geval van een ernstige bedrijfsverstoring.

# 5 Financiële middelen

## Kapitaal

Als gevolg van de overgang van Litouwen op de gemeenschappelijke munt op 1 januari 2015, heeft Lietuvos bankas per die dag een bedrag van € 43 miljoen gestort. Als gevolg van deze betaling bedroeg het volgestorte kapitaal van de ECB op 31 december 2015 € 7.740 miljoen. Toelichting 15.1 (‘Kapitaal’) van de jaarrekening bevat gedetailleerde informatie over het kapitaal van de ECB.

## Voorziening voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico’s

Gezien de aanzienlijke blootstelling van de ECB aan financiële risico’s – zoals uiteengezet in Paragraaf 4 – heeft de ECB een voorziening voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico’s gevormd. Jaarlijks wordt bezien hoe groot de voorziening moet zijn en of ze moet worden voortgezet. Hierbij wordt een scala van factoren in aanmerking genomen, waaronder in het bijzonder de omvang van de aangehouden risicodragende activa, de omvang van de risicoblootstellingen die zich in het lopende boekjaar hebben geconcretiseerd, de geprojecteerde resultaten voor het komende jaar en een in de tijd consistent toegepaste risicobeoordeling waarbij VaR-cijfers voor risicodragende activa worden berekend. De risicovoorziening mag, samen met het in het algemeen reservefonds van de ECB aangehouden bedrag, niet hoger zijn dan het door de nationale centrale banken van het eurogebied volgestorte kapitaal van de ECB.

Per 31 december 2014 bedroeg de voorziening voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico’s € 7.575 miljoen. Lietuvos bankas droeg met ingang van 1 januari 2015 een bedrag van € 45 miljoen bij, waardoor de omvang van de risicovoorziening naar € 7.620 miljoen opliep. Dit bedrag is gelijk aan het door de nationale centrale banken van het eurogebied volgestorte kapitaal van de ECB per 31 december 2015.

## Herwaarderingsrekeningen

Ongerealiseerde winsten op goudreserves, vreemde valuta’s en aan prijsherwaardering onderhevige waardepapieren worden niet als baten in de winst- en verliesrekening opgenomen maar worden rechtstreeks verwerkt in de herwaarderingsrekeningen aan de passiefzijde van de balans van de ECB. Deze saldi kunnen worden gebruikt om de impact van eventuele toekomstige ongunstige prijs- en/of wisselkoersbewegingen te absorberen, en vormen derhalve een financiële buffer die de weerbaarheid van de ECB ten opzichte van de onderliggende risico’s versterkt.

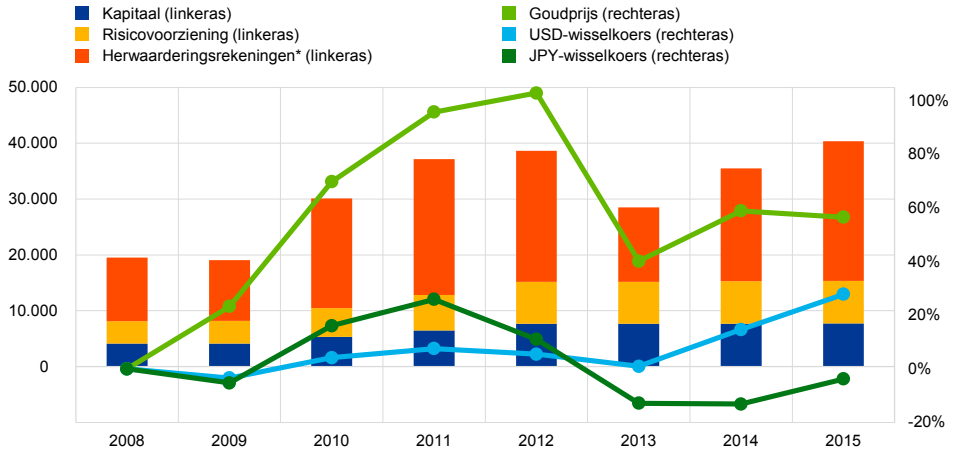
Het totale bedrag op de herwaarderingsrekeningen voor goud, vreemde valuta's en waardepapieren bedroeg ultimo december 2015 € 25,0 miljard[9] (2014: € 20,2 miljard). Voor nadere informatie, zie de 'Grondslagen voor de financiële verslaggeving' en toelichting 14 ('Herwaarderingsrekeningen') in de toelichting op de balans.

Grafiek 1 geeft een overzicht van de ontwikkeling van de hiervoor genoemde financiële middelen van de ECB en van de belangrijkste wisselkoersen en de goudprijs voor de periode 2008-15[10]. Gedurende deze periode (a) verdubbelde het volgestorte kapitaal van de ECB bijna, vooral als gevolg van het besluit van de Raad van Bestuur in 2010 om het geplaatst kapitaal uit te breiden; (b) steeg de risicovoorziening naar een bedrag gelijk aan het volgestorte kapitaal van de nationale centrale banken van het eurogebied; en (c) lieten de herwaarderingsrekeningen een opmerkelijke volatiliteit zien, voornamelijk ten gevolge van veranderingen in wisselkoersen en de goudprijs.

**Grafiek 1**

De financiële middelen van de ECB, de belangrijkste wisselkoersen en de goudprijs in de periode 2008-15

(in EUR miljoenen; procentuele veranderingen vergeleken met 2008)




* Dit is inclusief de totale herwaarderingswinsten op goud, vreemde valuta's en waardepapieren.
Bron: ECB.

## 6 Invloed van de belangrijkste activiteiten op de jaarrekening

In de tabel wordt een overzicht gegeven van de belangrijkste transacties en functies van de ECB bij de uitvoering van haar mandaat, en hun invloed op de jaarrekening van de ECB.

9 Daarnaast omvat de balanspost 'Herwaarderingsrekeningen' herwaarderingen ten aanzien van vergoedingen na uitdiensttreding.

10 De ontwikkelingen in de belangrijkste wisselkoersen en de goudprijs worden gepresenteerd als de procentuele verandering vergeleken met de wisselkoersen en de goudprijs ultimo 2008.

| Transactie/Functie | Invloed op de jaarrekening van de ECB |
|---|---|
| Monetairbeleidstransacties | De standaard monetairbeleidstransacties worden decentraal uitgevoerd door de nationale centrale banken van het Eurosysteem. Daardoor hebben deze transacties geen rechtstreekse invloed op de jaarrekening van de ECB. |
| Waardepapieren aangehouden voor monetairbeleidsdoeleinden (CBPP's, SMP, ABSPP's en PSPP) | Door de ECB aangekochte waardepapieren worden opgenomen onder de post 'Waardepapieren aangehouden voor monetairbeleidsdoeleinden'. De waardepapieren in deze portefeuilles worden gewaardeerd tegen geamortiseerde kostprijs, en ten minste een maal per jaar wordt gecontroleerd of er een bijzondere waardevermindering heeft plaatsgevonden. Overlopende couponposten en de amortisatie van disagio's en agio's worden in de winst- en verliesrekening verwerkt.[11] |
| Beleggingsactiviteiten (beheer van externe reserves en eigen middelen) | De externe reserves van de ECB worden op de balans gepresenteerd[12] of worden tot de afwikkelingsdatum weergegeven in de niet in de balans opgenomen posten.<br>De eigenmiddelenportefeuille van de ECB wordt in de balans opgenomen, voornamelijk onder de post 'Overige financiële activa'. 'Nettorentebaten', waaronder overlopende couponposten en de amortisatie van disagio's en agio's, worden in de winst- en verliesrekening verwerkt.[13] Ongerealiseerde prijs- en wisselkoersverliezen verminderd met eerder verwerkte ongerealiseerde prijs- en wisselkoerswinsten, alsook gerealiseerde winsten en verliezen uit de verkoop van waardepapieren, worden verwerkt in de winst- en verliesrekening,[14] terwijl ongerealiseerde winsten in de balans worden verwerkt onder de post 'Herwaarderingsrekeningen'. |
| Betalingssystemen (TARGET2) | De saldi binnen het Eurosysteem van de nationale centrale banken van het eurogebied ten opzichte van de ECB uit hoofde van TARGET2 worden in de balans van de ECB als één nettoactief- of nettopassiefpost gepresenteerd. De vergoeding op deze saldi wordt in de winst- en verliesrekening opgenomen onder de posten 'Overige rentebaten' en 'Overige rentelasten'. |
| Bankbiljetten in omloop | Aan de ECB is een aandeel van 8% van de totale waarde van de in omloop zijnde eurobankbiljetten toegedeeld. Dit aandeel wordt gedekt door rentedragende vorderingen op de nationale centrale banken, tegen de rente van de basisherfinancieringstransacties. Deze rente wordt in de winst- en verliesrekening opgenomen onder de post 'Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem'.<br>De kosten van het grensoverschrijdend vervoer van eurobankbiljetten tussen bankbiljettendrukkerijen en de nationale centrale banken voor de levering van nieuwe bankbiljetten, en tussen de nationale centrale banken voor het opheffen van tekorten vanuit overschotvoorraden, worden centraal door de ECB gedragen. Deze kosten worden in de winst- en verliesrekening opgenomen onder de post 'Productiekosten bankbiljetten'. |
| Bankentoezicht | De jaarlijkse kosten van de ECB in verband met haar toezichtstaken worden via de jaarlijkse toezichtsvergoeding doorberekend aan de onder toezicht staande entiteiten. De vergoedingen voor toezicht worden in de winst- en verliesrekening opgenomen onder de post 'Nettobaten uit vergoedingen en provisies'. |

11 Opgenomen onder de posten 'Overige rentebaten' en 'Overige rentelasten'.

12 Voornamelijk opgenomen onder 'Goud en goudvorderingen', 'Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta', 'Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta' en 'Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta'.

13 De baten uit de externe reserves van de ECB worden opgenomen onder de post 'Rentebaten uit externe reserves', terwijl de rentebaten en -lasten uit de eigen middelen worden opgenomen onder 'Overige rentebaten' en 'Overige rentelasten'.

14 Opgenomen respectievelijk onder de posten 'Afwaarderingen van financiële activa en posities' en 'Gerealiseerde winsten/verliezen uit financiële transacties'.

# 7 Financieel resultaat over 2015

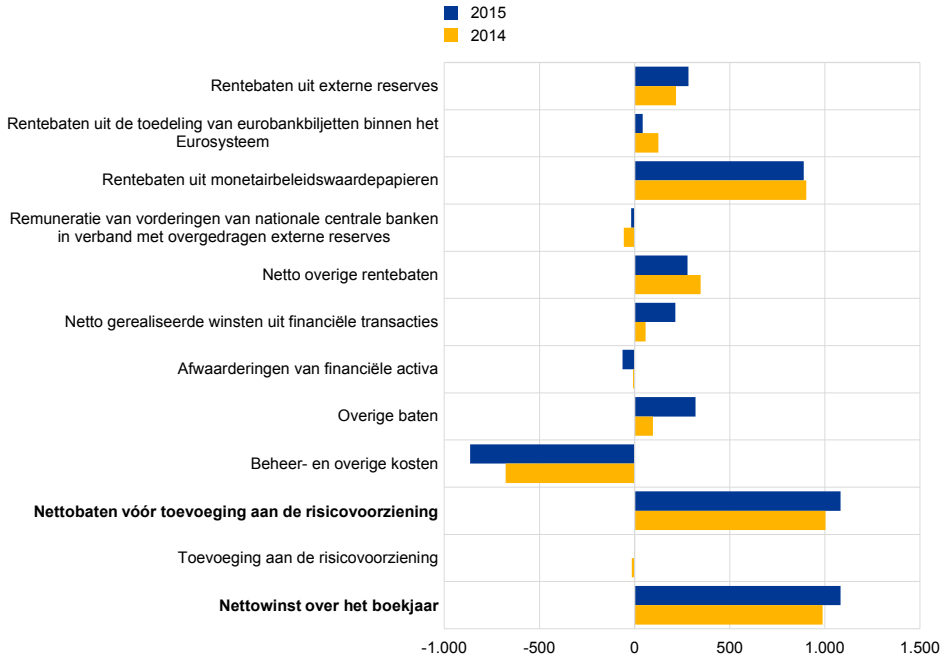
Over 2015 bedroeg de nettowinst van de ECB € 1.082 miljoen (2014: € 989 miljoen).

Grafiek 2 toont een uitsplitsing van de winst- en verliesrekening van de ECB over 2015 inclusief een vergelijking met 2014.

**Grafiek 2**

Uitsplitsing van de winst- en verliesrekening van de ECB in 2015 en 2014

(in EUR miljoenen)




Bron: ECB.

## Hoofdpunten

- De nettorentebaten over 2015 bedroegen € 1.475 miljoen, vergeleken met € 1.536 miljoen in 2014. Deze daling was vooral toe te schrijven aan lagere rentebaten uit het aandeel van de ECB in het totaal van de eurobankbiljetten in omloop ten gevolge van de lagere gemiddelde basisherfinancieringsrente in 2015, en aan de lagere rentebaten uit de eigenmiddelenportefeuille. Het effect van deze factoren werd slechts gedeeltelijk tenietgedaan door (a) de hogere rentebaten uit de externe reserves als gevolg van zowel de appreciatie van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro als de hogere rentebaten uit de portefeuille van in Amerikaanse dollar luidende waardepapieren; en (b) de lagere rentelasten voortvloeiend uit de vorderingen van de nationale centrale banken van het eurogebied inzake de externe reserves die zij aan de ECB hebben overgedragen.
- De rentebaten uit de voor monetairbeleidsdoeleinden aangekochte waardepapieren namen marginaal af van € 903 miljoen in 2014 naar

€ 890 miljoen in 2015. De daling van de rentebaten als gevolg van vervallende waardepapieren aangekocht in het kader van het SMP en de eerste en het tweede aankoopprogramma voor gedekte obligaties werd nagenoeg geheel tenietgedaan door de rentebaten uit het uitgebreide activa-aankoopprogramma.[15]

- De afwaarderingen van financiële activa namen in 2015 met € 56 miljoen toe naar € 64 miljoen, voornamelijk als gevolg van de over het geheel genomen daling van de marktprijs van de waardepapieren in de Amerikaanse dollar-portefeuille.

- De totale beheerkosten van de ECB, met inbegrip van de afschrijvingen, bedroegen in 2015 € 864 miljoen, vergeleken met € 677 miljoen in 2014. Deze toename was vooral het gevolg van het feit dat werd begonnen met de afschrijving op het hoofdgebouw van de ECB en door hogere kosten in verband met het SSM. Over 2014 werden slechts de aan het SSM gerelateerde kosten van de ECB over de maanden november en december aan de onder toezicht staande instellingen doorbelast in de vorm van toezichtsvergoedingen, terwijl over 2015 de volledige kosten werden doorbelast. Als gevolg hiervan namen de overige baten in 2015 toe naar € 320 miljoen (2014: € 96 miljoen).

## 8 Langetermijnontwikkelingen in de jaarrekening van de ECB

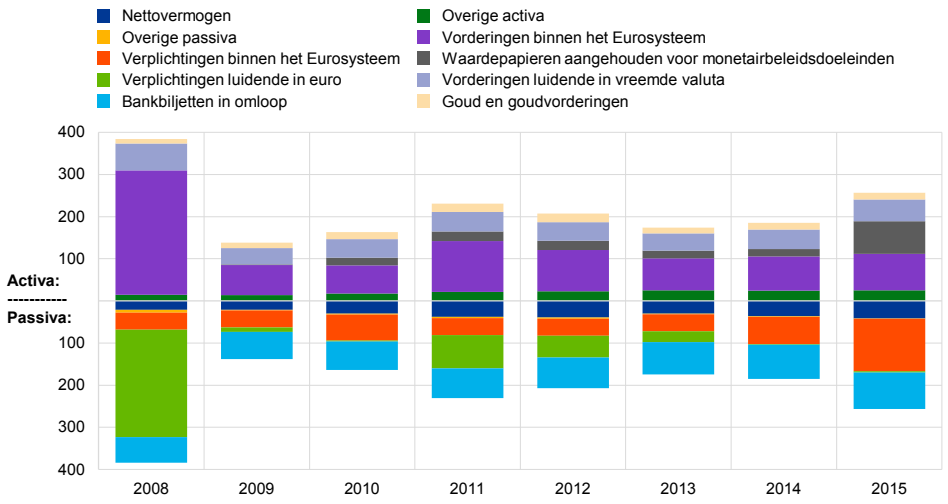
De grafieken 3 en 4 laten zien hoe de balans en de winst- en verliesrekening van de ECB, en de posten daarvan, zich hebben ontwikkeld in de periode 2008-15.

[15] Het uitgebreide activa-aankoopprogramma APP bestaat uit het CBPP3, ABSPP, en het PSPP. Nadere gegevens over het APP zijn beschikbaar op de website van de ECB.

## Grafiek 3

Ontwikkeling van de balans van de ECB in de periode 2008-15[16]

(in EUR miljarden)

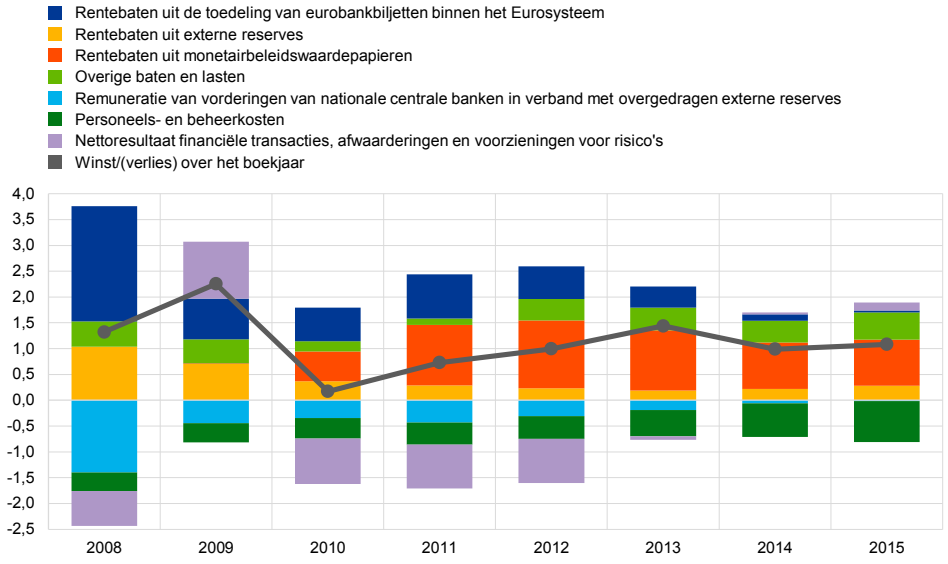



Bron: ECB.

## Grafiek 4

Ontwikkeling van de winst- en verliesrekening van de ECB in de periode 2008-15

(in EUR miljarden)




Bron: ECB.

De verkorting van de balans van de ECB vergeleken met 2008 is voornamelijk toe te schrijven aan de verbetering van de financieringscondities in Amerikaanse dollar voor de tegenpartijen van het Eurosysteem en de hieruit voortvloeiende geleidelijke afname van door het Eurosysteem aangeboden in Amerikaanse dollar luidende

[16] De grafiek is gebaseerd op de jaarultimostanden.

liquiditeitsverschaffende transacties. Dit kwam tot uitdrukking in de afname van de vorderingen binnen het Eurosysteem van de ECB en in haar in euro luidende verplichtingen. In het vierde kwartaal van 2014 begon de balans van de ECB echter weer te groeien, als gevolg van de aankoop van gedekte obligaties en effecten op onderpand van activa ingevolge het derde aankoopprogramma voor gedekte obligaties (CBPP3) en het ABSPP. In 2015 hield deze balansgroei aan, met de aankoop van door centrale overheden van het eurogebied uitgegeven waardepapieren na de introductie van het PSPP. De aankopen van waardepapieren uit hoofde van al deze programma's werden via TARGET2-rekeningen afgewikkeld en resulteerden daarom in een overeenkomstige stijging van de verplichtingen van de ECB binnen het Eurosysteem.

De nettowinst van de ECB over dezelfde periode werd beïnvloed door onderstaande factoren.

- De rente op de basisherfinancieirngstransacties daalde, en daardoor liepen de seigniorage-inkomsten van de ECB sterk terug. In 2015 bedroeg de gemiddelde rente 0,05%, vergeleken met 4% in 2008. Daardoor daalden de rentebaten uit de bankbiljetten in omloop van € 2,2 miljard in 2008 naar € 0,04 miljard in 2015.

- Met name in de periode 2010-12 werd aan de algemene risicovoorziening voor wisselkoers-, rente en goudprijsrisico's toegevoegd. In deze periode werd cumulatief een bedrag van € 3,5 miljard aan de risicovoorziening toegevoegd, hetgeen in dezelfde mate ten laste kwam van de gerapporteerde winst.

- De rentebaten uit de externe reserves daalden geleidelijk van € 1,0 miljard in 2008 naar € 0,2 billion in 2013, voornamelijk ten gevolge van het teruglopen van de Amerikaanse dollar-rendementen en de daaruit voortvloeiende daling van de rentebaten uit de Amerikaanse-dollarportefeuille. Deze ontwikkeling is in de afgelopen twee jaar omgeslagen, en in 2015 bedroegen deze baten € 0,3 miljard.

- De aangehouden waardepapieren die als onderdeel van de activa-aankoopprogramma's zijn verworven, vertegenwoordigden in de afgelopen zes jaar gemiddeld 54% van de totale nettorentebaten van de ECB.

- De oprichting en het functioneren van het SSM in de afgelopen twee jaar heeft bijgedragen aan een aanzienlijke toename in het aantal medewerkers en de beheerkosten. Sinds november 2014 zijn de aan het SSM gerelateerde kosten echter aan de onder toezicht staande entiteiten doorbelast.

# Jaarrekening van de ECB

## Balans per 31 december 2015

| ACTIVA | Zie toelichting onder | 2015 € | 2014 € |
|---|---|---|---|
| **Goud en goudvorderingen** | 1 | **15.794.976.324** | **15.980.317.601** |
| **Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta** | 2 | | |
| Vorderingen op het IMF | 2.1 | 714.825.534 | 669.336.060 |
| Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa | 2.2 | 49.030.207.257 | 43.730.904.005 |
| | | **49.745.032.791** | **44.400.240.065** |
| **Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta** | 2.2 | **1.862.714.832** | **1.783.727.949** |
| **Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro** | 3 | **52.711.983** | **2.120.620** |
| **Waardepapieren van ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro** | 4 | | |
| Waardepapieren aangehouden voor monetairbeleidsdoeleinden | 4.1 | **77.808.651.858** | **17.787.948.367** |
| **Vorderingen binnen het Eurosysteem** | 5 | | |
| Vorderingen uit hoofde van de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem | 5.1 | **86.674.472.505** | **81.322.848.550** |
| **Overige activa** | 6 | | |
| Materiële en immateriële vaste activa | 6.1 | 1.263.646.830 | 1.249.596.659 |
| Overige financiële activa | 6.2 | 20.423.917.583 | 20.626.359.858 |
| Herwaarderingsverschillen niet in de balans opgenomen instrumenten | 6.3 | 518.960.866 | 319.624.726 |
| Overlopende activa | 6.4 | 1.320.068.350 | 725.224.031 |
| Diversen | 6.5 | 1.180.224.603 | 1.092.627.246 |
| | | **24.706.818.232** | **24.013.432.520** |
| **Totaal activa** | | **256.645.378.525** | **185.290.635.672** |

| PASSIVA | Zie toelichting onder | 2015 € | 2014 € |
|---|---|---|---|
| **Bankbiljetten in omloop** | 7 | **86.674.472.505** | **81.322.848.550** |
| **Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro** | 8 | | |
| Overige verplichtingen | 8.1 | **1.026.000.000** | **1.020.000.000** |
| **Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro** | 9 | **2.330.804.192** | **900.216.447** |
| **Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta** | 10 | | |
| Deposito's, tegoeden en overige verplichtingen | 10.1 | **0** | **458.168.063** |
| **Verplichtingen binnen het Eurosysteem** | 11 | | |
| Verplichtingen uit hoofde van de overdracht van externe reserves | 11.1 | 40.792.608.418 | 40.553.154.708 |
| Overige verplichtingen binnen het Eurosysteem (netto) | 11.2 | 83.083.520.309 | 23.579.372.965 |
| | | **123.876.128.727** | **64.132.527.673** |
| **Overige passiva** | 12 | | |
| Herwaarderingsverschillen niet in de balans opgenomen instrumenten | 12.1 | 392.788.148 | 178.633.615 |
| Overlopende passiva | 12.2 | 95.543.989 | 96.191.651 |
| Diversen | 12.3 | 891.555.907 | 869.549.503 |
| | | **1.379.888.044** | **1.144.374.769** |
| **Voorzieningen** | 13 | **7.703.394.185** | **7.688.997.634** |
| **Herwaarderingsrekeningen** | 14 | **24.832.823.174** | **19.937.644.696** |
| **Kapitaal en reserves** | 15 | | |
| Kapitaal | 15.1 | **7.740.076.935** | **7.697.025.340** |
| **Winst over het boekjaar** | | **1.081.790.763** | **988.832.500** |
| **Totaal passiva** | | **256.645.378.525** | **185.290.635.672** |

# Winst- en verliesrekening over 2015

| | Zie toelichting onder | 2015 € | 2014 € |
|---|---|---|---|
| Rentebaten uit externe reserves | 22.1 | 283.205.941 | 217.003.159 |
| Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem | 22.2 | 41.991.105 | 125.806.228 |
| Overige rentebaten | 22.4 | 2.168.804.955 | 2.512.243.088 |
| *Rentebaten* | | *2.494.002.001* | *2.855.052.475* |
| Remuneratie van vorderingen van nationale centrale banken in verband met overgedragen externe reserves | 22.3 | (17.576.514) | (57.015.146) |
| Overige rentelasten | 22.4 | (1.001.272.846) | (1.262.336.836) |
| *Rentelasten* | | *(1.018.849.360)* | *(1.319.351.982)* |
| **Nettorentebaten** | 22 | **1.475.152.641** | **1.535.700.493** |
| Gerealiseerde winsten/verliezen uit financiële transacties | 23 | 214.433.730 | 57.260.415 |
| Afwaarderingen van financiële activa en posities | 24 | (64.053.217) | (7.863.293) |
| Toevoeging aan/vrijval uit voorzieningen voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's | | 0 | (15.009.843) |
| **Nettoresultaat financiële transacties, afwaarderingen en voorzieningen voor risico's** | | **150.380.513** | **34.387.279** |
| **Nettobaten/lasten i.v.m. vergoedingen en provisies** | 25, 26 | **268.332.261** | **28.158.654** |
| **Baten uit aandelen en deelnemingen** | 27 | **908.109** | **780.935** |
| **Overige baten** | 28 | **51.023.378** | **67.253.502** |
| **Totaal nettobaten** | | **1.945.796.902** | **1.666.280.863** |
| Personeelskosten | 29 | (440.844.142) | (301.142.390) |
| Beheerkosten | 30 | (351.014.617) | (353.579.537) |
| Afschrijving van materiële en immateriële vaste activa | | (64.017.361) | (15.312.728) |
| Productiekosten bankbiljetten | 31 | (8.130.019) | (7.413.708) |
| **Winst over het boekjaar** | | **1.081.790.763** | **988.832.500** |

*Frankfurt am Main, 9 februari 2016*

Europese Centrale Bank

Mario Draghi
President

# Grondslagen voor de financiële verslaggeving[17]

## Vorm en presentatie van de jaarrekening

De jaarrekening van de ECB is zodanig opgesteld dat een getrouw beeld wordt gegeven van de omvang en samenstelling van de financiële positie van de ECB en van het resultaat over de verslagperiode. De jaarrekening is opgesteld conform de hieronder uiteengezette grondslagen voor de financiële verslaggeving, die door de Raad van Bestuur van de ECB geschikt worden geacht voor een centrale bank.[18]

## Algemene uitgangspunten voor de financiële verslaggeving

In het kader van de financiële verslaggeving zijn toegepast de beginselen van economische realiteit en transparantie, voorzichtigheid, de verwerking van gebeurtenissen na de balansdatum, materialiteit, continuïteit, periodetoerekening, consistentie en vergelijkbaarheid.

## Opname van activa en passiva

Een actief- of passiefpost wordt alleen in de balans opgenomen wanneer het waarschijnlijk is dat enig met deze actief- of passiefpost verband houdend toekomstig economisch voordeel naar of van de ECB zal vloeien, nagenoeg alle met deze actief- of passiefpost verband houdende risico's en voordelen aan de ECB zijn overgedragen, en de kosten of waarde van het actief of het bedrag van de verplichting op betrouwbare wijze kan worden bepaald.

## Waardering

De jaarrekening is opgesteld op basis van de historische kostprijs, waarbij de waardering van verhandelbare waardepapieren (anders dan die welke worden aangehouden voor monetairbeleidsdoeleinden), goud en alle andere zowel in de balans opgenomen als niet in de balans opgenomen activa en passiva luidende in vreemde valuta plaatsvindt tegen marktwaarde.

---

17 De gedetailleerde grondslagen voor de financiële verslaggeving van de ECB zijn neergelegd in Besluit ECB/2010/21, PB L 35 van 9.2.2011, blz. 1. Dit Besluit is laatstelijk gewijzigd bij Besluit ECB/2015/26 van 2 juli 2015, PB L 193, 21.7.2015, blz. 134.

18 Deze grondslagen volgen de bepalingen van Artikel 26.4 van de Statuten van het ESCB, die geharmoniseerde regels voor de financieel-administratieve verwerking en verslaglegging van de werkzaamheden van het Eurosysteem vereisen.

Transacties in financiële activa en verplichtingen worden in de jaarrekening verwerkt op basis van de afwikkelingsdatum.

Met uitzondering van contante transacties in waardepapieren, worden transacties in financiële instrumenten luidende in vreemde valuta op de transactiedatum opgenomen onder de niet in de balans opgenomen posten. Op de afwikkelingsdatum worden de niet in de balans opgenomen posten teruggenomen en worden de transacties in de balans opgenomen. Aankopen en verkopen van valuta's zijn van invloed op de nettodeviezenpositie op de transactiedatum, en de gerealiseerde verkoopresultaten worden eveneens op de transactiedatum berekend. Opgebouwde rente, agio's en disagio's in verband met financiële instrumenten luidende in vreemde valuta worden dagelijks berekend en verwerkt, en de deviezenpositie wordt eveneens dagelijks beïnvloed door deze overlopende posten.

## Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva

In vreemde valuta luidende activa en passiva worden naar euro omgerekend tegen de wisselkoers op de balansdatum. Baten en lasten worden omgerekend tegen de wisselkoers op de boekingsdatum. De herwaardering van in vreemde valuta luidende activa en passiva, met inbegrip van zowel in de balans opgenomen als niet in de balans opgenomen instrumenten, vindt plaats per valuta.

Herwaardering naar de marktprijs van in vreemde valuta luidende activa en passiva geschiedt gescheiden van de valutakoersherwaardering.

Goud wordt gewaardeerd tegen de per het jaareinde geldende marktprijs. Voor goud wordt geen onderscheid gemaakt tussen de prijs- en valutaherwaarderingsverschillen. In plaats daarvan wordt voor goud één waardering bepaald op basis van de prijs in euro per *fine ounce*, die voor 2015 is afgeleid van de wisselkoers van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar op 31 december 2015.

Het bijzondere trekkingsrecht (Special Drawing Right – SDR) wordt gedefinieerd als een mandje valuta's. Om de door de ECB aangehouden SDR's te waarderen is hun waarde berekend als de gewogen som van de wisselkoersen van vier belangrijke valuta's (Amerikaanse dollar, euro, Japanse yen en Brits pond) omgerekend in euro per 31 december 2015.

## Waardepapieren

### Waardepapieren aangehouden voor monetairbeleidsdoeleinden

Momenteel voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden waardepapieren worden gewaardeerd tegen geamortiseerde kostprijs onder aftrek van bijzondere waardeverminderingen.

### Overige waardepapieren

Verhandelbare waardepapieren (andere dan die welke voor monetairbeleidsdoeleinden worden aangehouden) en vergelijkbare activa worden gewaardeerd tegen de middenkoersen of op basis van de relevante rendementscurve per de balansdatum, per waardepapier. In waardepapieren besloten opties worden niet apart gewaardeerd. Voor het jaar 2015 zijn de middenkoersen op 30 december 2015 gebruikt. Illiquide aandelen worden gewaardeerd tegen kostprijs onder aftrek van bijzondere waardeverminderingen.

## Resultaatbepaling

Baten en lasten worden toegerekend aan de periode waarop zij betrekking hebben.[19] Gerealiseerde winsten en verliezen uit de verkoop van vreemde valuta's, goud en waardepapieren worden in de winst- en verliesrekening opgenomen. Dergelijke gerealiseerde winsten en verliezen worden berekend aan de hand van de gemiddelde kostprijs van het desbetreffende actief.

Ongerealiseerde winsten worden niet als baten verantwoord, maar worden rechtstreeks in een herwaarderingsrekening opgenomen.

Ongerealiseerde verliezen worden opgenomen in de winst- en verliesrekening indien en voor zover zij, per het jaareinde, eerdere herwaarderingswinsten, zoals opgenomen in de desbetreffende herwaarderingsrekening, te boven gaan. Dergelijke ongerealiseerde verliezen op een waardepapier, valuta of op aangehouden goud worden niet gesaldeerd met ongerealiseerde winsten op andere waardepapieren, valuta's of goud. Bij een dergelijk ongerealiseerd verlies dat ten laste van de winst- en verliesrekening wordt gebracht, wordt de gemiddelde kostprijs van de desbetreffende post verminderd tot de wisselkoers of de marktprijs per het jaareinde. Ongerealiseerde verliezen op renteswaps die aan het einde van het jaar in de winst- en verliesrekening worden opgenomen, worden in daaropvolgende jaren geamortiseerd.

Bijzondere-waardeverminderingsverliezen worden in de winst- en verliesrekening opgenomen en in daaropvolgende jaren niet teruggenomen, tenzij de bijzondere waardevermindering afneemt en de afname in verband kan worden gebracht met een waarneembare gebeurtenis die heeft plaatsgevonden nadat de bijzondere waardevermindering voor de eerste maal werd opgenomen.

Agio's of disagio's bij aangekochte waardepapieren worden geamortiseerd over de resterende contracttijd van de waardepapieren. Ze worden berekend en weergegeven als onderdeel van de rentebaten.

[19] Voor overlopende posten en voorzieningen betreffende beheerkosten geldt een minimumdrempel van € 100.000.

## Transacties met wederinkoop

Transacties met wederinkoop zijn transacties waarbij de ECB krachtens een repo-overeenkomst activa aankoopt of verkoopt of krediettransacties verricht tegen onderpand.

Bij een repo-overeenkomst worden waardepapieren verkocht tegen contanten met een gelijktijdige overeenkomst deze op een vastgestelde toekomstige datum tegen een overeengekomen prijs van de tegenpartij terug te kopen. Repo-overeenkomsten worden aan de passiefzijde van de balans opgenomen als deposito's tegen onderpand. Waardepapieren die krachtens een dergelijke overeenkomst worden verkocht, blijven op de balans van de ECB.

Bij een omgekeerde repo-overeenkomst worden waardepapieren gekocht tegen contanten met een gelijktijdige overeenkomst deze op een vastgestelde toekomstige datum tegen een overeengekomen prijs aan de tegenpartij terug te verkopen. Omgekeerde repo-overeenkomsten worden aan de actiefzijde van de balans opgenomen als leningen tegen onderpand maar worden niet tot de door de ECB aangehouden waardepapieren gerekend.

Transacties met wederinkoop (waaronder effectenleningstransacties) die worden uitgevoerd krachtens een geautomatiseerd programma voor effectenleningstransacties, worden alleen op de balans opgenomen indien onderpand in de vorm van contanten is verschaft op een rekening van de ECB. In 2015 heeft de ECB geen onderpand in de vorm van contanten in verband met dergelijke transacties ontvangen.

## Niet in de balans opgenomen instrumenten

Deviezeninstrumenten, te weten valutatermijntransacties, de termijncomponent van valutaswaps en andere valutainstrumenten die een inwisseling van een bepaalde valuta tegen een andere valuta op een toekomstige datum inhouden, worden opgenomen in de nettodeviezenposities voor het berekenen van valutawinsten en -verliezen.

Rente-instrumenten worden per instrument geherwaardeerd. Dagelijkse wijzigingen in de variatiemarge van uitstaande rentefuturescontracten, alsook renteswaps waarvan de clearing door een centrale tegenpartij geschiedt, worden in de winst- en verliesrekening opgenomen. De waardering van termijntransacties in waardepapieren en van renteswaps die niet via een centrale tegenpartij worden gecleard, wordt door de ECB uitgevoerd op basis van algemeen aanvaarde waarderingsmethoden die gebruikmaken van waarneembare marktprijzen en -tarieven, en van disconteringsfactoren voor de periode tussen de afwikkelingsdatum en de waarderingsdatum.

## Gebeurtenissen na balansdatum

De waarde van activa en passiva wordt aangepast voor gebeurtenissen die zich voordoen tussen de balansdatum en de datum waarop de Directie toestemming geeft om de Jaarrekening van de ECB ter goedkeuring aan de Raad van Bestuur voor te leggen, indien dergelijke gebeurtenissen van materiële invloed zijn op de waarde van de activa en passiva per de balansdatum.

Belangrijke gebeurtenissen na de balansdatum die niet van invloed zijn op de waarde van de activa en passiva per de balansdatum worden vermeld in de toelichting.

## Posities binnen het ESCB/posities binnen het Eurosysteem

Posities binnen het ESCB zijn hoofdzakelijk het resultaat van grensoverschrijdende betalingen binnen de EU die worden afgewikkeld in centralebankgeld in euro. Het grootste deel van deze transacties vindt plaats op initiatief van de particuliere sector (kredietinstellingen, bedrijven en natuurlijke personen). Ze worden afgewikkeld via TARGET2 – het 'Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer'-systeem – en leiden tot bilaterale saldi op de TARGET2-rekeningen van centrale banken in de EU. Deze bilaterale saldi worden dagelijks gesaldeerd en aan de ECB toegewezen, waardoor elke nationale centrale bank één netto bilaterale positie ten opzichte van de ECB overhoudt. Deze positie in de boeken van de ECB vertegenwoordigt de nettovordering of -verplichting van elke nationale centrale bank ten opzichte van de rest van het ESCB. Posities binnen het Eurosysteem van de nationale centrale banken van het eurogebied ten opzichte van de ECB uit hoofde van TARGET2, alsook overige in euro luidende saldi binnen het Eurosysteem (bijvoorbeeld tussentijdse winstverdelingen aan de nationale centrale banken), worden op de balans van de ECB opgenomen als één nettoactief- of passiefpost onder 'Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)' of 'Overige verplichtingen binnen het Eurosysteem (netto)'. Saldi binnen het ESCB van nationale centrale banken buiten het eurogebied ten opzichte van de ECB, uit hoofde van hun deelname aan TARGET2,[20] worden verantwoord onder 'Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro'.

Posities binnen het Eurosysteem uit hoofde van de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem worden als één enkele actiefpost opgenomen onder 'Vorderingen uit hoofde van de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem' (zie onder 'Bankbiljetten in omloop' in 'Grondslagen voor de financiële verslaggeving').

[20] Per 31 december 2015 namen de volgende nationale centrale banken buiten het eurogebied deel aan TARGET2: Българска народна банка (Nationale Bank van Bulgarije), Danmarks Nationalbank, Narodowy Bank Polski en Banca Naţională a României.

Posities binnen het Eurosysteem uit hoofde van de overdracht van externe reserves aan de ECB door nationale centrale banken die toetreden tot het eurogebied luiden in euro en worden gerapporteerd onder ‘Verplichtingen uit hoofde van de overdracht van externe reserves’.

## Vaste activa

Vaste activa, met inbegrip van immateriële activa maar met uitzondering van grond en kunstwerken, worden gewaardeerd tegen kostprijs verminderd met afschrijvingen. Grond en kunstwerken worden gewaardeerd tegen kostprijs. Voor de afschrijving van het hoofdgebouw van de ECB worden de kosten toegerekend aan de desbetreffende activabestanddelen die worden afgeschreven overeenkomstig hun geschatte gebruiksduur. Afschrijving vindt plaats volgens de lineaire methode over de verwachte gebruiksduur van de activa, vanaf het kwartaal nadat het desbetreffende actief beschikbaar is voor gebruik. De gebruiksduur van de belangrijkste activacategorieën luidt als volgt:

| | |
|---|---|
| Gebouwen | 20, 25 of 50 jaar |
| Installaties | 10 of 15 jaar |
| Technische inventaris | 4, 10 of 15 jaar |
| Computers, aanverwante hardware en software, en motorvoertuigen | 4 jaar |
| Meubilair | 10 jaar |

De afschrijvingsduur voor geactiveerde herinrichtingskosten met betrekking tot de bestaande gehuurde kantoorgebouwen van de ECB is aangepast om rekening te houden met gebeurtenissen die van invloed zijn op de geschatte gebruiksduur van het desbetreffende actief.

Vaste activa met een kostprijs van minder dan € 10.000 worden in het jaar van aanschaf geheel afgeschreven.

Vaste activa die voldoen aan de activeringscriteria maar die in aanbouw of ontwikkeling zijn, worden verantwoord onder de post ‘Activa in aanbouw’. De daarmee verband houdende kosten zullen worden overgedragen naar de desbetreffende vasteactivaposten wanneer de activa beschikbaar zijn voor gebruik.

## Pensioenregelingen van de ECB, overige vergoedingen na uitdiensttreding en overige langetermijnbeloningen

De ECB heeft toegezegdpensioenregelingen (*defined benefit plans*) voor haar personeel, voor de leden van de Directie en voor de leden van de Raad van Toezicht die werkzaam zijn bij de ECB.

De pensioenregeling voor het personeel wordt gefinancierd middels activa die in een fonds voor langetermijnpersoneelsbeloningen worden aangehouden. De verplichte bijdragen van de ECB en de medewerkers bedragen respectievelijk 19,5% en 6,7% van het basissalaris en komen tot uiting in de toegezegdpensioenpijler van de

regeling. De medewerkers kunnen vrijwillig aanvullende premies storten in een toegezegdebijdragepijler, waaruit aanvullende uitkeringen kunnen worden gedaan.[21] Deze aanvullende uitkeringen zijn gebaseerd op het bedrag aan vrijwillige bijdragen samen met het beleggingsrendement op deze bijdragen.

Voor de vergoedingen na uitdiensttreding en andere langetermijnbeloningen van leden van de Directie en leden van de Raad van Toezicht die werkzaam zijn bij de ECB, bestaan niet-kapitaalgedekte regelingen. Ook ten aanzien van andere vergoedingen na uitdiensttreding dan pensioenen en andere langetermijnpersoneelsbeloningen bestaan niet-kapitaalgedekte regelingen voor het personeel.

## Netto toegezegdpensioenverplichting

De verplichting met betrekking tot de toegezegdpensioenregelingen die in de balans onder 'Overige passiva' wordt opgenomen, komt overeen met de contante waarde van de bruto toegezegdpensioenverplichting verminderd met de reële waarde van de fondsbeleggingen die dienen ter dekking van de verplichting.

De bruto toegezegdpensioenverplichting wordt jaarlijks door onafhankelijke actuarissen berekend volgens de 'projected unit credit method'. De contante waarde van de bruto toegezegdpensioenverplichting wordt berekend door de geschatte toekomstige kasstromen contant te maken tegen een disconteringsvoet die wordt bepaald aan de hand van het martkrendement op de balansdatum op in euro luidende bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit die soortgelijke looptijden hebben als de termijn van de pensioenverplichting.

Actuariële winsten of verliezen kunnen voortvloeien uit ervaringsaanpassingen (waarbij de werkelijke uitkomsten verschillen van de eerder gehanteerde actuariële veronderstellingen) en veranderingen in de actuariële veronderstellingen.

## Netto toegezegdpensioenkosten

De netto toegezegdpensioenkosten bestaan uit componenten die in de winst- en verliesrekening worden opgenomen en herberekeningen ten aanzien van vergoedingen na uitdiensttreding die in de balans onder 'Herwaarderingsrekeningen' worden opgenomen.

Het nettobedrag ten laste van de winst- en verliesrekening bestaat uit:

(a) de aan het dienstjaar toegerekende pensioenkosten;

[21] De door de vrijwillige bijdragen gevormde middelen van een deelnemer kunnen bij pensionering worden gebruikt voor een aanvullend pensioen. Dit pensioen wordt vanaf dat moment opgenomen in de bruto toegezegdpensioenverplichting.

(b) de nettorente gebaseerd op het product van de disconteringsvoet en de netto toegezegdpensioenverplichting;

(c) herberekeningen ten aanzien van overige langetermijnbeloningen, in hun geheel.

Het nettobedrag dat onder 'Herwaarderingsrekeningen' opgenomen wordt, omvat de volgende posten:

(a) actuariële winsten en verliezen op de bruto toegezegdpensioenverplichting;

(b) het werkelijke rendement op de fondsbeleggingen, met uitzondering van bedragen die zijn opgenomen in de nettorente over de netto toegezegdpensioenverplichting; en

(c) enige verandering in het effect op het activaplafond, met uitzondering van bedragen die zijn opgenomen in de nettorente over de netto toegezegdpensioenverplichting.

Deze bedragen worden jaarlijks door onafhankelijke actuarissen gewaardeerd om de juiste verplichting in de jaarrekening vast te stellen.

## Bankbiljetten in omloop

De ECB en de nationale centrale banken van het eurogebied, die samen het Eurosysteem vormen, geven eurobankbiljetten uit.[22] De totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop wordt toegedeeld aan de centrale banken van het Eurosysteem op de laatste werkdag van elke maand overeenkomstig de verdeelsleutel voor de toedeling van bankbiljetten.[23]

De ECB heeft een deel ter grootte van 8% in de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop toegedeeld gekregen, hetgeen op de balans wordt verantwoord onder de passiefpost 'Bankbiljetten in omloop'. Het aandeel van de ECB in de totale waarde van de uitgegeven eurobankbiljetten wordt geschraagd door vorderingen op de nationale centrale banken. Deze vorderingen, die rentedragend zijn,[24] worden gepresenteerd onder 'Vorderingen binnen het Eurosysteem', in de subpost 'Vorderingen uit hoofde van de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem' (zie onder 'Posities binnen het ESCB/posities binnen het Eurosysteem' in 'Grondslagen voor de financiële

22 Besluit ECB/2010/29 van de Europese Centrale Bank van 13 december 2010 betreffende de uitgifte van eurobankbiljetten (herschikking), PB L 35 van 9.2.2011, blz. 26, zoals gewijzigd.

23 De term 'verdeelsleutel voor de toedeling van bankbiljetten' heeft betrekking op de percentages die voortvloeien uit het meerekenen van het aandeel van de ECB in de totale waarde van de uitgegeven eurobankbiljetten en het toepassen van de verdeelsleutel voor het geplaatste kapitaal op het aandeel van de nationale centrale banken in die totale waarde.

24 Besluit ECB/2010/23 van de Europese Centrale Bank van 25 november 2010 inzake de toedeling van monetaire inkomsten van de nationale centrale banken van de lidstaten die de euro als munt hebben (herschikking), PB L 35 van 9.2.2011, blz. 17, zoals gewijzigd.

verslaggeving'). Rentebaten uit deze vorderingen worden in de winst- en verliesrekening opgenomen onder de post 'Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem'.

## Tussentijdse verdeling van de winst

Een bedrag gelijk aan de som van de baten van de ECB uit de eurobankbiljetten in omloop en de baten uit de voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden waardepapieren die zijn aangekocht in het kader van (a) het Programma voor de effectenmarkten, (b) het derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties, (c) het programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa, en (d) het aankoopprogramma voor door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen, is verschuldigd aan de nationale centrale banken van het eurogebied in het boekjaar waarin ze worden opgebouwd. Tenzij de Raad van Bestuur anders besluit, keert de ECB dit bedrag in januari van het volgende jaar uit door middel van een tussentijdse verdeling van de winst.[25] Het wordt volledig uitgekeerd, tenzij het de nettojaarwinst van de ECB overtreft, en behoudens een beslissing van de Raad van Bestuur om toevoegingen te doen aan de voorziening voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's. De Raad van Bestuur kan tevens besluiten de baten uit de eurobankbiljetten in omloop te verminderen met de door de ECB gemaakte kosten in verband met de uitgifte en verwerking van eurobankbiljetten.

## Diversen

In het licht van de rol van de ECB als centrale bank is de Directie van oordeel dat de publicatie van een kasstroomoverzicht de lezer van de jaarrekening geen aanvullende relevante informatie zou verschaffen.

In overeenstemming met Artikel 27 van de Statuten van het ESCB en op aanbeveling van de Raad van Bestuur, heeft de Raad van de Europese Unie zijn goedkeuring gehecht aan de benoeming van Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft tot externe accountant van de ECB voor een periode van vijf jaar tot en met het einde van het boekjaar 2017.

[25] Besluit (EU) 2015/298 van de ECB van 15 december 2014 inzake de tussentijdse verdeling van de inkomsten van de ECB (herschikking) (ECB/2014/57), PB L 53, 25.2.2015, blz. 24, zoals gewijzigd.

# Toelichting op de balans

## 1 Goud en goudvorderingen

Op 31 december 2015 bedroeg de goudvoorraad van de ECB 16.229.522 *ounces* [26] *fine gold* (2014: 16.178.193 *ounces*). De toename was voornamelijk het gevolg van de overdracht van 51.329 *ounces fine gold*[27] door Lietuvos bankas aan de ECB bij de overgang van Litouwen op de gemeenschappelijke munt. Ondanks deze toename van de goudvooraad van de ECB daalde de waarde in euro van deze voorraad ten gevolge van de daling van de goudprijs in 2015 (zie onder 'Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva' in 'Grondslagen voor de financiële verslaggeving' en onder 14, 'Herwaarderingsrekeningen').

## 2 Vorderingen op niet-ingezetenen en ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta

### 2.1 Vorderingen op het IMF

Deze post omvat de per 31 december 2015 door de ECB aangehouden bijzondere trekkingsrechten (Special Drawing Rights – SDR's). Deze post is het resultaat van een door de ECB met het Internationaal Monetair Fonds (IMF) gesloten akkoord, waarbij het IMF wordt gemachtigd namens de ECB SDR's te kopen en te verkopen tegen euro, zulks met inachtneming van minimum- en maximumposities. Voor verslaggevingsdoeleinden worden SDR's behandeld als een vreemde valuta (zie onder 'Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva' in 'Grondslagen voor de financiële verslaggeving'). De stijging van de equivalente waarde in euro van de door de ECB aangehouden SDR's was voornamelijk het gevolg van de waardevermeerdering, in 2015, van de SDR ten opzichte van de euro.

[26] Dit komt overeen met 504,8 ton.

[27] De overdracht, met een waarde van € 50,7 miljoen, vond plaats per 1 januari 2015.

## 2.2 Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa, en Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta

Deze twee posten bestaan uit tegoeden bij banken en leningen luidende in vreemde valuta en beleggingen in waardepapieren luidende in Amerikaanse dollar en Japanse yen.

| Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied | 2015 € | 2014 € | Mutatie € |
|---|---|---|---|
| Rekeningen-courant | 4.398.616.340 | 2.618.332.591 | 1.780.283.749 |
| Geldmarktdeposito's | 1.666.345.182 | 1.035.952.558 | 630.392.624 |
| Omgekeerde repo-overeenkomsten | 831.266.648 | 986.131.163 | (154.864.515) |
| Beleggingen in waardepapieren | 42.133.979.087 | 39.090.487.693 | 3.043.491.394 |
| **Totaal** | **49.030.207.257** | **43.730.904.005** | **5.299.303.252** |

| Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied | 2015 € | 2014 € | Mutatie € |
|---|---|---|---|
| Rekeningen-courant | 953.098 | 4.035.172 | (3.082.074) |
| Geldmarktdeposito's | 1.861.761.734 | 1.599.827.033 | 261.934.701 |
| Omgekeerde repo-overeenkomsten | 0 | 179.865.744 | (179.865.744) |
| **Totaal** | **1.862.714.832** | **1.783.727.949** | **78.986.883** |

De stijging van deze posten in 2015 was voornamelijk het gevolg van de waardevermeerdering van zowel de Amerikaanse dollar als de Japanse yen ten opzichte van de euro.

Daarnaast heeft Lietuvos bankas, bij de overgang van Litouwen op de gemeenschappelijke munt per 1 januari 2015, in Amerikaanse dollar luidende externe reserves met een waarde van € 287,9 miljoen aan de ECB overgedragen.

De nettodeviezenvoorraad van de ECB in Amerikaanse dollar en Japanse yen[28] was per 31 december 2015 als volgt:

| | 2015<br>Valuta in miljoenen | 2014<br>Valuta in miljoenen |
|---|---|---|
| Amerikaanse dollars | 46.382 | 45.649 |
| Japanse yen | 1.085.596 | 1.080.094 |

# 3 Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro

Per 31 december 2015 bestond deze post uit rekeningen-courant bij ingezetenen van het eurogebied.

# 4 Waardepapieren van ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro

## 4.1 Waardepapieren aangehouden voor monetairbeleidsdoeleinden

Per 31 december 2015 bestond deze post uit waardepapieren die door de ECB waren aangekocht in het kader van de drie programma's voor de aankoop van gedekte obligaties, het Programma voor de effectenmarkten ('Securities Markets Programme' – SMP), het programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa ('asset-backed securities purchase programme' – ABSPP) en het aankoopprogramma voor door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen ('public sector asset purchase programme' – PSPP).

De aankopen in het kader van het eerste programma voor de aankoop van gedekte obligaties werden afgerond op 30 juni 2010, terwijl het tweede programma voor de aankoop van gedekte obligaties afliep op 31 oktober 2012. Het SMP werd op 6 september 2012 stopgezet.

In 2015 werden de activa-aankopen krachtens het derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties (CBPP3) en het ABSPP uitgebreid met het PSPP.[29] Het CBPP3, ABSPP en PSPP tezamen vormen het uitgebreide activa-

[28] Deze posities bestaan uit het saldo van activa en passiva luidende in de desbetreffende vreemde valuta die onderhevig zijn aan valutaherwaardering. Deze zijn opgenomen onder 'Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta', 'Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta', 'Overlopende activa', 'Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta', 'Herwaarderingsverschillen niet in de balans opgenomen instrumenten' (passiefzijde) en 'Overlopende passiva', waarbij tevens rekening wordt gehouden met valutatermijntransacties en valutaswaps onder de niet in de balans opgenomen posten. Koerswinsten op financiële instrumenten luidende in vreemde valuta ten gevolge van herwaarderingen vallen hierbuiten.

[29] Op grond van dit programma mogen de ECB en de nationale centrale banken op de secundaire markt in euro luidende waardepapieren aankopen die zijn uitgegeven door centrale, regionale of lokale overheden, erkende instanties in het eurogebied en internationale organisaties en multilaterale ontwikkelingsbanken in het eurogebied.

aankoopprogramma ('expanded asset purchase programme' – APP).[30] De gecombineerde maandelijkse APP-aankopen door de nationale centrale banken en de ECB bedragen gemiddeld € 60 miljard. Het voornemen is deze aankopen uit te voeren tot eind maart 2017 en in ieder geval totdat de Raad van Bestuur bewijs ziet van een aanhoudende verandering in het beloop van de inflatie die in overeenstemming is met zijn doelstelling op de middellange termijn een inflatiecijfer onder maar dicht bij 2% te verwezenlijken.

De in het kader van alle zes programma's aangekochte waardepapieren worden gewaardeerd tegen geamortiseerde kostprijs onder aftrek van bijzondere waardeverminderingen (zie 'Waardepapieren' in 'Grondslagen voor de financiële verslaggeving'). Jaarlijkse onderzoeken op bijzondere waardevermindering worden uitgevoerd op basis van de geschatte realiseerbare waarden per jaareinde en worden goedgekeurd door de Raad van Bestuur. Op basis van de uitkomsten van de onderzoeken voor het verslagjaar werd slechts één indicator voor een bijzondere waardevermindering geactiveerd. Deze had betrekking op de SMP-portefeuille. De indicator had echter geen invloed op de toekomstige kasstromen die de ECB naar verwachting zal ontvangen, waardoor in 2015 geen verliezen werden verwerkt.

De geamortiseerde kostprijs van de door de ECB aangehouden waardepapieren en hun marktwaarde[31] (die niet in de balans of de winst- en verliesrekening wordt opgenomen, maar die uitsluitend voor vergelijkingsdoeleinden wordt verschaft) luiden als volgt:

| | 2015 € | | 2014 € | | Mutatie € | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Geamortiseerde kostprijs | Marktwaarde | Geamortiseerde kostprijs | Marktwaarde | Geamortiseerde kostprijs | Marktwaarde |
| Eerste programma voor de aankoop van gedekte obligaties | 1.786.194.503 | 1.898.990.705 | 2.395.178.568 | 2.576.479.183 | (608.984.065) | (677.488.478) |
| Tweede programma voor de aankoop van gedekte obligaties | 933.230.549 | 1.013.540.352 | 1.249.397.951 | 1.367.880.767 | (316.167.402) | (354.340.415) |
| Derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties | 11.457.444.451 | 11.396.084.370 | 2.298.798.185 | 2.314.787.199 | 9.158.646.266 | 9.081.297.171 |
| Programma voor de effectenmarkten | 8.872.443.668 | 10.045.312.608 | 10.100.343.269 | 11.247.795.991 | (1.227.899.601) | (1.202.483.383) |
| Programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa | 15.321.905.622 | 15.220.939.054 | 1.744.230.394 | 1.742.441.349 | 13.577.675.228 | 13.478.497.705 |
| Aankoopprogramma voor door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen | 39.437.433.065 | 39.372.318.024 | - | - | 39.437.433.065 | 39.372.318.024 |
| **Totaal** | **77.808.651.858** | **78.947.185.113** | **17.787.948.367** | **19.249.384.489** | **60.020.703.491** | **59.697.800.624** |

De daling van de geamortiseerde kostprijs van de portefeuilles die worden aangehouden in het kader van (a) het eerste en het tweede aankoopprogramma voor gedekte obligaties en (b) het Programma voor de effectenmarkten was het gevolg van aflossingen.

De Raad van Bestuur beoordeelt regelmatig de financiële risico's die zijn verbonden met de waardepapieren die op grond van al deze programma's worden aangehouden.

30 Nadere gegevens over het APP zijn beschikbaar op de website van de ECB.

31 De marktwaarden zijn indicatief en worden afgeleid op basis van marktnoteringen. Waar marktnoteringen niet beschikbaar zijn, worden de marktprijzen geschat met behulp van interne modellen van het Eurosysteem.

# 5 Vorderingen binnen het Eurosysteem

## 5.1 Vorderingen uit hoofde van de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem

Deze post bestaat uit de vorderingen van de ECB ten opzichte van de nationale centrale banken van het eurogebied uit hoofde van de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem (zie onder ‘Bankbiljetten in omloop’ in ‘Grondslagen voor de financiële verslaggeving’). De rentevergoeding op deze vorderingen wordt dagelijks berekend tegen de laatst beschikbare marginale rentevoet gehanteerd door het Eurosysteem bij zijn tenders voor basisherfinancieringstransacties (zie onder 22.2, ‘Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem’).

# 6 Overige activa

## 6.1 Materiële en immateriële vaste activa

Deze activa omvatten per 31 december 2015 de volgende posten:

| | 2015 € | 2014 € | Mutatie € |
|---|---|---|---|
| **Kostprijs** | | | |
| Grond en gebouwen | 1.027.242.937 | 997.154.850 | 30.088.087 |
| Installaties | 219.897.386 | 212.838.181 | 7.059.205 |
| Computerhardware en -software | 77.350.193 | 71.812.322 | 5.537.871 |
| Inventaris, meubilair, en motorvoertuigen | 92.000.437 | 82.854.876 | 9.145.561 |
| Activa in aanbouw | 244.590 | 16.163.065 | (15.918.475) |
| Overige vaste activa | 9.453.181 | 8.241.408 | 1.211.773 |
| **Totaal kostprijs** | **1.426.188.724** | **1.389.064.702** | **37.124.022** |
| **Cumulatieve afschrijvingen** | | | |
| Grond en gebouwen | (79.468.891) | (88.477.513) | 9.008.622 |
| Installaties | (15.827.521) | (72.342) | (15.755.179) |
| Computerhardware en -software | (45.530.493) | (38.380.961) | (7.149.532) |
| Inventaris, meubilair, en motorvoertuigen | (20.831.615) | (11.908.686) | (8.922.929) |
| Overige vaste activa | (883.374) | (628.541) | (254.833) |
| **Totaal cumulatieve afschrijvingen** | **(162.541.894)** | **(139.468.043)** | **(23.073.851)** |
| **Nettoboekwaarde** | **1.263.646.830** | **1.249.596.659** | **14.050.171** |

In november 2014 kwam het nieuwe kantoorgebouw van de ECB gereed voor gebruik. Conform de door de ECB gehanteerde grondslag (zie onder ‘Vaste activa’ in de ‘Grondslagen voor de financiële verslaggeving’) ving de afschrijving van het nieuwe gebouw derhalve aan in januari 2015.

De afname van de ‘Activa in aanbouw’ was hoofdzakelijk het gevolg van de gereedkoming van activa met betrekking tot het nieuwe gebouw van de ECB die op 31 december 2014 nog in ontwikkeling waren, en de daarmee samenhangende herrubricering van de desbetreffende kosten naar de relevante

vasteactivacategorieën in 2015. De post ‘Grond en gebouwen’ nam in 2015 toe als gevolg van deze herrubriceringen, alsmede andere activiteiten gerelateerd aan het nieuwe gebouw van de ECB.

De afname van de cumulatieve afschrijvingen van de grond en gebouwen in 2015 hield verband met de volledige afboeking van geactiveerde herinrichtingskosten betreffende zaken die niet meer in gebruik waren.

## 6.2 Overige financiële activa

Deze post bestaat uit de belegging van de eigen middelen van de ECB[32] die worden aangehouden als een directe tegenpost van het kapitaal en de reserves van de ECB, en uit andere financiële activa, waaronder 3.211 aandelen in de Bank voor Internationale Betalingen (BIB) opgenomen tegen de verwervingsprijs van € 41,8 miljoen.

Deze post bestaat uit:

| | 2015 € | 2014 € | Mutatie € |
|---|---|---|---|
| Rekeningen-courant luidende in euro | 30.000 | 4.684.410 | (4.654.410) |
| Waardepapieren luidende in euro | 19.192.975.459 | 19.091.635.302 | 101.340.157 |
| Omgekeerde repo-overeenkomsten, luidende in euro | 1.188.997.789 | 1.488.138.078 | (299.140.289) |
| Overige financiële activa | 41.914.335 | 41.902.068 | 12.267 |
| **Totaal** | **20.423.917.583** | **20.626.359.858** | **(202.442.275)** |

De afwikkeling in 2015 van de per 31 december 2014 uitstaande repo-transacties (zie onder 12.3, ‘Diversen’) droeg bij aan de algehele afname van deze post.

## 6.3 Herwaarderingsverschillen niet in de balans opgenomen instrumenten

Deze post bestaat voornamelijk uit waarderingsmutaties in per 31 december 2015 uitstaande swap- en termijntransacties in vreemde valuta (zie onder 19, ‘Valutaswaps en valutatermijntransacties’). Deze waarderingsmutaties zijn het resultaat van de omrekening van dergelijke transacties naar euro tegen de wisselkoers op de balansdatum, vergeleken met de eurowaarden die het resultaat zijn van de omrekening van de transacties tegen de gemiddelde kostprijs van de desbetreffende vreemde valuta op die datum (zie onder ‘Niet in de balans opgenomen instrumenten’ en ‘Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva’ in ‘Grondslagen voor de financiële verslaggeving’).

Waarderingswinsten op uitstaande renteswaptransacties zijn ook onder deze post opgenomen (zie onder 18, ‘Renteswaps’).

[32] Repo-overeenkomsten die in het kader van het beheer van de eigenmiddelenportefeuille zijn uitgevoerd, worden verantwoord onder ‘Diversen’ aan de passiefzijde (zie onder 12.3, ‘Diversen’).

## 6.4 Overlopende activa

In 2015 omvatte deze post de nog te ontvangen couponrente op waardepapieren (waaronder uitstaande rente betaald bij aankoop) ten bedrage van € 1.186,6 miljoen (2014: € 603,9 miljoen) (zie onder 2.2, 'Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa' en 'Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta', onder 4, 'Waardepapieren van ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro', en onder 6.2, 'Overige financiële activa').

Deze post omvat tevens nog van de nationale centrale banken van het eurogebied te ontvangen rente over de TARGET2-saldi over december 2015 ten bedrage van € 33,2 miljoen (2014: € 25,5 miljoen) en nog te ontvangen rente over de vorderingen van de ECB uit hoofde van de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem over het laatste kwartaal van het jaar (zie onder 'Bankbiljetten in omloop' in 'Grondslagen voor de financiële verslaggeving') ter waarde van € 10,8 miljoen (2014: € 10,0 miljoen).

Bovendien bestaat deze post uit (a) opgebouwde baten uit gemeenschappelijke Eurosysteem-projecten (zie onder 28, 'Overige baten'), (b) te ontvangen rente over overige financiële activa, and (c) diverse vooruitbetalingen.

## 6.5 Diversen

Deze post bestaat voornamelijk uit de overlopende bedragen inzake de tussentijdse verdeling van de winst van de ECB (zie onder 'Tussentijdse verdeling van de winst' in 'Grondslagen voor de financiële verslaggeving', en onder 11.2, 'Overige verplichtingen binnen het Eurosysteem (netto)').

De post omvat ook saldi met betrekking tot per 31 december 2015 uitstaande swap- en termijntransacties in vreemde valuta die voortvloeien uit de omrekening van dergelijke transacties in euro tegen de gemiddelde kostprijs van de betrokken valuta op de balansdatum, vergeleken met de eurowaarden waartegen de transacties aanvankelijk werden verwerkt (zie onder 'Niet in de balans opgenomen instrumenten' in 'Grondslagen voor de financiële verslaggeving').

# 7 Bankbiljetten in omloop

Deze post bestaat uit het aandeel van de ECB (8%) in de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop (zie onder 'Bankbiljetten in omloop' in 'Grondslagen voor de financiële verslaggeving').

# 8 Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro

## 8.1 Overige verplichtingen

Deze post omvat deposito's van de leden van de Euro Banking Association (EBA), die voor de ECB als onderpand dienen met betrekking tot betalingen van de EBA die via het TARGET2-systeem worden afgewikkeld.

# 9 Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro

Per 31 december 2015 bestaat deze post uit een bedrag van € 1,5 miljard (2014: € 0,9 miljard) bestaande uit bij de ECB aangehouden saldi van nationale centrale banken die niet deel uitmaken van het eurogebied, die voortvloeien uit of een tegenpost vormen van via het TARGET2-systeem geleide transacties. De toename van deze saldi in 2015 was het gevolg van betalingen door ingezetenen van het eurogebied aan niet-ingezetenen van het eurogebied (zie onder 11.2, 'Overige verplichtingen binnen het Eurosysteem (netto)').

Het restant van deze post bestaat uit een bedrag van € 0,8 miljard (2014: € 0) uit de permanente wederzijdse valutaregeling met de Federal Reserve. In het kader van deze regeling verstrekt de Federal Reserve door middel van swaptransacties Amerikaanse dollars aan de ECB om kortetermijnliquiditeit in Amerikaanse dollars aan tegenpartijen van het Eurosysteem te verstrekken. Tegelijkertijd verricht de ECB back-to-backswaptransacties met de nationale centrale banken van het eurogebied, die de resulterende middelen aanwenden om met tegenpartijen van het Eurosysteem in Amerikaanse dollar luidende liquiditeitsverschaffende transacties in de vorm van transacties met wederinkoop uit te voeren. Deze back-to-backswaptransacties resulteren in saldi binnen het Eurosysteem, tussen de ECB en de nationale centrale banken (zie onder 'Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)'). Bovendien resulteren de swaptransacties met de Federal Reserve en de nationale centrale banken van het eurogebied in termijnvorderingen en -verplichtingen die op rekeningen buiten de balans worden geregistreerd (zie onder 19, 'Valutaswaps en valutatermijntransacties').

# 10 Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta

## 10.1 Deposito's, tegoeden en overige verplichtingen

Per 31 december 2014 bestond deze post uit verplichtingen uit repo-overeenkomsten met niet-ingezetenen van het eurogebied in verband met het beheer van deviezenreserves van de ECB.

Per 31 december 2015 was het saldo van deze verplichtingen nihil.

# 11 Verplichtingen binnen het Eurosysteem

## 11.1 Verplichtingen uit hoofde van de overdracht van externe reserves

Deze post betreft de verplichtingen aan de nationale centrale banken van het eurogebied uit hoofde van de overdracht van externe reserves aan de ECB bij hun toetreding tot het Eurosysteem.

| | Vanaf 1 januari 2015 € | Per 31 december 2014 € |
|---|---|---|
| Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique | 1.435.910.943 | 1.435.910.943 |
| Deutsche Bundesbank | 10.429.623.058 | 10.429.623.058 |
| Eesti Pank | 111.729.611 | 111.729.611 |
| Central Bank of Ireland | 672.637.756 | 672.637.756 |
| National Bank of Greece | 1.178.260.606 | 1.178.260.606 |
| Banco de España | 5.123.393.758 | 5.123.393.758 |
| Banque de France | 8.216.994.286 | 8.216.994.286 |
| Banca d'Italia | 7.134.236.999 | 7.134.236.999 |
| Central Bank of Cyprus | 87.679.928 | 87.679.928 |
| Latvijas Banka | 163.479.892 | 163.479.892 |
| Lietuvos bankas | 239.453.710 | - |
| Banque centrale du Luxembourg | 117.640.617 | 117.640.617 |
| Central Bank of Malta | 37.552.276 | 37.552.276 |
| De Nederlandsche Bank | 2.320.070.006 | 2.320.070.006 |
| Oesterreichische Nationalbank | 1.137.636.925 | 1.137.636.925 |
| Banco de Portugal | 1.010.318.483 | 1.010.318.483 |
| Banka Slovenije | 200.220.853 | 200.220.853 |
| Národná banka Slovenska | 447.671.807 | 447.671.807 |
| Suomen Pankki – Finlands Bank | 728.096.904 | 728.096.904 |
| **Totaal** | **40.792.608.418** | **40.553.154.708** |

De vordering van Lietuvos bankas werd gesteld op € 239.453.710 om te garanderen dat de verhouding tussen deze vordering en de totale vordering toegewezen aan de andere nationale centrale banken van lidstaten die de euro als munt hebben, gelijk is aan de verhouding tussen de weging van Lietuvos bankas in de kapitaalverdeelsleutel van de ECB en de totale weging van de andere nationale centrale banken van het eurogebied in deze sleutel. Het verschil tussen de vordering en de waarde van de overgedragen activa (zie onder 1, 'Goud en goudvorderingen', en onder 2.2, 'Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa en vorderingen op ingezetenen van het eurogebied') werd behandeld als deel van de bijdragen van Lietuvos bankas die zij krachtens Artikel 48.2 van de Statuten van het ESCB verschuldigd is aan de reserves van de ECB en de voorzieningen die met reserves zijn gelijkgesteld per 31 december 2014 (zie onder 13, 'Voorzieningen', en onder 14, 'Herwaarderingsrekeningen').

De vergoeding over deze verplichtingen wordt dagelijks bepaald tegen de laatst beschikbare marginale rentevoet gehanteerd door het Eurosysteem bij zijn tenders voor de basisherfinancieringstransacties, gecorrigeerd vanwege een rendement van nul op de goudcomponent (zie onder 22.3, 'Remuneratie van vorderingen van nationale centrale banken in verband met de overgedragen externe reserves').

## 11.2 Overige verplichtingen binnen het Eurosysteem (netto)

In 2015 bestond deze post voornamelijk uit de TARGET2-saldi van de nationale centrale banken van het eurogebied ten opzichte van de ECB (zie onder 'Posities binnen het ESCB/posities binnen het Eurosysteem' in 'Grondslagen voor de financiële verslaggeving'). De nettostijging van deze positie vloeide voornamelijk voort uit de aankopen van waardepapieren op grond van het uitgebreide activa-aankoopprogramma APP (zie onder 4, 'Waardepapieren van ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro'), die via TARGET2-rekeningen werden afgewikkeld. De invloed van de aankopen werd gedeeltelijk tenietgedaan door (a) aflossingen van waardepapieren aangekocht uit hoofde van het Programma voor de effectenmarkten (SMP) en de eerste twee aankoopprogramma's voor gedekte obligaties, die ook via TARGET2-rekeningen werden afgewikkeld, (b) de toename van de bedragen gerelateerd aan de back-to-backswaptransacties met de nationale centrale banken in verband met in Amerikaanse dollar luidende liquiditeitsverschaffende transacties, en (c) de afwikkeling in TARGET2 van betalingen van ingezetenen van het eurogebied aan niet-ingezetenen van het eurogebied (zie onder 9, 'Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro').

De vergoeding over TARGET2-posities, met uitzondering van de saldi die voortkomen uit in het kader van in Amerikaanse dollar luidende liquiditeitsverschaffende transacties, wordt dagelijks berekend tegen de laatst beschikbare marginale rente gehanteerd door het Eurosysteem bij zijn tenders voor basisherfinancieringstransacties.

Deze post bestond ook uit het bedrag verschuldigd aan de nationale centrale banken van het eurogebied in verband met de tussentijdse winstverdeling van de ECB (zie 'Tussentijdse verdeling van de winst' in 'Grondslagen voor de financiële verslaggeving').

| | 2015<br>€ | 2014<br>€ |
|---|---|---|
| Verschuldigd aan nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van TARGET2 | 812.734.808.529 | 612.892.597.646 |
| Te vorderen van nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van TARGET2 | (730.463.422.714) | (590.153.944.468) |
| Verschuldigd aan nationale centrale banken van het eurogebied i.v.m. de tussentijdse winstverdeling van de ECB | 812.134.494 | 840.719.787 |
| **Overige verplichtingen binnen het Eurosysteem (netto)** | **83.083.520.309** | **23.579.372.965** |

# 12 Overige passiva

## 12.1 Herwaarderingsverschillen niet in de balans opgenomen instrumenten

Deze post bestaat voornamelijk uit waarderingsmutaties in per 31 december 2015 uitstaande swap- en termijntransacties in vreemde valuta (zie onder 19, 'Valutaswaps en valutatermijntransacties'). Deze waarderingsmutaties zijn het resultaat van de omrekening van dergelijke transacties naar euro tegen de wisselkoers op de balansdatum, vergeleken met de eurowaarden die het resultaat zijn van de omrekening van de transacties tegen de gemiddelde kostprijs van de desbetreffende vreemde valuta op die datum (zie onder 'Niet in de balans opgenomen instrumenten' en 'Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva' in 'Grondslagen voor de financiële verslaggeving').

Waarderingsverliezen op uitstaande renteswaptransacties zijn ook in deze post opgenomen (zie onder 18, 'Renteswaps').

## 12.2 Overlopende passiva

Per 31 december 2015 omvatte deze post de over geheel 2015 nog te betalen rente aan de nationale centrale banken over hun vorderingen in verband met de aan de ECB overgedragen externe reserves (zie onder 11.1, 'Verplichtingen uit hoofde van de overdracht van externe reserves') en nog te betalen rente over aan de nationale centrale banken verschuldigde TARGET2-saldi over de laatste maand van 2015. Deze bedragen zijn in januari 2016 afgewikkeld.

Deze post omvat tevens (a) vooraf geïnde inkomsten in verband met het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme (Single Supervisory Mechanism – SSM) (zie onder 26, 'Baten en lasten in verband met toezichtstaken'), (b) overlopende beheerkosten, en (c) overlopende posten voor financiële instrumenten.

| | 2015<br>€ | 2014<br>€ | Mutatie<br>€ |
|---|---|---|---|
| Aan de ECB overgedragen externe reserves | 17.576.514 | 57.015.146 | (39.438.632) |
| TARGET2 | 36.393.921 | 26.309.091 | 10.084.830 |
| Overige overlopende posten | 41.573.554 | 12.867.414 | 28.706.140 |
| **Totaal** | **95.543.989** | **96.191.651** | **(647.662)** |

## 12.3 Diversen

In 2015 bestaat deze post voornamelijk uit per 31 december 2015 uitstaande swap- en termijntransacties in vreemde valuta (zie onder 19, 'Valutaswaps en valutatermijntransacties'). Deze saldi houden verband met de omrekening van dergelijke transacties naar euro tegen de respectieve gemiddelde kostprijs van de betrokken valuta op de balansdatum, vergeleken met de waarden in euro waartegen de transacties oorspronkelijk waren verantwoord (zie 'Niet in de balans opgenomen instrumenten' in 'Grondslagen voor de financiële verslaggeving').

Per 31 december 2014 omvatte deze post uitstaande repo-transacties van € 150,1 miljoen in verband met het beheer van de eigen middelen van de ECB. Per 31 december 2015 was het saldo van hieraan gerelateerde verplichtingen nihil.

### *Pensioenregelingen van de ECB, overige vergoedingen na uitdiensttreding en overige langetermijnbeloningen*[33]

Daarnaast omvat deze post de netto toegezegdpensioenverplichting van de ECB met betrekking tot de vergoedingen na uitdiensttreding en de overige langetermijnbeloningen van haar personeel en de leden van de Directie, en de leden van de Raad van Toezicht in dienst van de ECB ten bedrage van € 385,5 million (2014: € 459,7 miljoen).

[33] In alle tabellen in deze toelichting toont de kolom 'Raden' de bedragen met betrekking tot zowel de Directie als de Raad van Toezicht.

## Balans

De in de balans opgenomen bedragen met betrekking tot vergoedingen na uitdiensttreding en andere langetermijnpersoneelsbeloningen luiden als volgt:

| | 2015 Personeel | 2015 Raden | 2015 Totaal | 2014 Personeel | 2014 Raden | 2014 Totaal |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | in € miljoenen | in € miljoenen | in € miljoenen | in € miljoenen | in € miljoenen | in € miljoenen |
| Contante waarde van de brutoverplichting | 1.116,7 | 24,1 | 1.140,8 | 1.087,1 | 24,5 | 1.111,6 |
| Reële waarde van de fondsbeleggingen | (755,3) | - | (755,3) | (651,9) | - | (651,9) |
| **In de balans opgenomen netto toegezegdpensioenverplichting** | **361,4** | **24,1** | **385,5** | **435,2** | **24,5** | **459,7** |

In 2015 omvatte de contante waarde van de bruto toegezegdpensioenverplichting ten opzichte van de personeelsleden ten bedrage van € 1.116,7 miljoen (2014: € 1.087,1 miljoen) niet-kapitaalgedekte verplichtingen ten bedrage van € 155,9 miljoen (2014: € 170,3 miljoen) met betrekking tot vergoedingen na uitdiensttreding en andere langetermijnbeloningen. Er bestaan tevens niet-kapitaalgedekte regelingen voor de vergoedingen na uitdiensttreding en overige langetermijnbeloningen van leden van de Directie en leden van de Raad van Toezicht.

## Winst- en verliesrekening

De in 2015 in de winst- en verliesrekening opgenomen bedragen luiden als volgt:

| | 2015 Personeel | 2015 Raden | 2015 Totaal | 2014 Personeel | 2014 Raden | 2014 Totaal |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | in € miljoenen | in € miljoenen | in € miljoenen | in € miljoenen | in € miljoenen | in € miljoenen |
| Aan het dienstjaar toegerekende pensioenkosten | 120,0 | 1,9 | 121,9 | 41,7 | 1,2 | 42,9 |
| Nettorente over de netto toegezegdpensioenverplichting | 9,5 | 0,5 | 10,0 | 4,5 | 0,7 | 5,2 |
| *waarvan:* | | | | | | |
| *Kosten van de verplichting* | *22,9* | *0,5* | *23,4* | *25,1* | *0,7* | *25,8* |
| *Baten uit fondsbeleggingen* | *(13,4)* | - | *(13,4)* | *(20,6)* | - | *(20,6)* |
| Herberekenings(winsten)/verliezen op overige langetermijnbeloningen | 2,6 | (0,1) | 2,5 | 7,8 | 0,3 | 8,1 |
| **Totaal begrepen in 'Personeelskosten'** | **132,1** | **2,3** | **134,4** | **54,0** | **2,2** | **56,2** |

In 2015 stegen de aan het dienstjaar toegerekende pensioenkosten naar € 121,9 milljoen (2014: € 42,9 miljoen), als gevolg van (a) de daling van de disconteringsvoet van 3,75% in 2013 naar 2% in 2014,[34] en (b) het hogere aantal deelnemers aan de pensioenregeling in 2015.

[34] De aan het dienstjaar toegerekende pensioenkosten worden geschat door middel van de disconteringsvoet die in het voorgaande jaar gold.

## Mutaties in de bruto toegezegdpensioenverplichting, fondsbeleggingen en herberekeningsresultaten

De mutaties in de contante waarde van de bruto toegezegdpensioenverplichting luiden als volgt:

| | 2015 Personeel in € miljoenen | 2015 Raden in € miljoenen | 2015 Totaal in € miljoenen | 2014 Personeel in € miljoenen | 2014 Raden in € miljoenen | 2014 Totaal in € miljoenen |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Beginsaldo bruto toegezegdpensioenverplichting | 1.087,1 | 24,5 | 1.111,6 | 650,6 | 17,8 | 668,4 |
| Aan het dienstjaar toegerekende pensioenkosten | 120,0 | 1,9 | 121,9 | 41,7 | 1,2 | 42,9 |
| Rentekosten over de brutoverplichting | 22,9 | 0,5 | 23,4 | 25,1 | 0,7 | 25,8 |
| Door deelnemers betaalde bijdragen | 21,7 | 0,2 | 21,9 | 14,0 | 0,1 | 14,1 |
| Betaalde uitkeringen | (7,5) | (0,8) | (8,3) | (7,1) | (0,8) | (7,9) |
| Herberekenings(winsten)/verliezen | (127,5) | (2,2) | (129,7) | 362,8 | 5,5 | 368,3 |
| **Eindsaldo bruto toegezegdpensioenverplichting** | **1.116,7** | **24,1** | **1.140,8** | **1.087,1** | **24,5** | **1.111,6** |

De totale herberekeningswinsten van € 129,7 miljoen over 2015 op de bruto toegezegdpensioenverplichting waren hoofdzakelijk het gevolg van de stijging van de disconteringsvoet van 2,0% in 2014 naar 2,5% in 2015. Dit in vergelijking met de herberekeningsverliezen van € 368,3 miljoen over 2014, die hoofdzakelijk het gevolg waren van de daling van de disconteringsvoet van 3,75% in 2013 naar 2,0% in 2014.

De mutaties in 2015 in de reële waarde van de fondsbeleggingen in de toegezegdpensioenpijler met betrekking tot personeelsleden waren als volgt:

| | 2015 in € miljoenen | 2014 in € miljoenen |
|---|---|---|
| Beginsaldo reële waarde van de fondsbeleggingen | 651,9 | 536,5 |
| Rentebaten uit fondsbeleggingen | 13,4 | 20,6 |
| Herberekeningswinsten | 26,8 | 49,7 |
| Bijdragen werkgever | 46,9 | 36,4 |
| Bijdragen deelnemers | 21,7 | 14,0 |
| Betaalde uitkeringen | (5,4) | (5,3) |
| **Eindsaldo reële waarde van de fondsbeleggingen** | **755,3** | **651,9** |

De herberekeningswinsten op de fondsbeleggingen in zowel 2015 als 2014 weerspiegelen het feit dat het werkelijke rendement op de fondsbeleggingen hoger was dan het verwachte rendement op de fondsbeleggingen.

De toename in de bijdragen in 2015 van zowel de ECB als de deelnemers was voornamelijk het gevolg van de toename in het aantal deelnemers aan de pensioenregeling in dat jaar (zie onder 29, ‘Personeelskosten’).

De mutaties over 2015 in de herberekeningsresultaten (zie onder 14, ‘Herwaarderingsrekeningen’) waren als volgt:

| | 2015<br>in € miljoenen | 2014<br>in € miljoenen |
|---|---|---|
| Beginsaldo herberekeningswinsten/(-verliezen) | (305,6) | 4,8 |
| Bijdragen van tot het Eurosysteem toetredende nationale centrale banken[35] | (1,8) | 0,0 |
| Winsten op de fondsbeleggingen | 26,8 | 49,7 |
| Winsten/(verliezen) op de brutoverplichting. | 129,7 | (368,3) |
| Verliezen/(winsten) opgenomen in de winst- en verliesrekening | 2,5 | 8,1 |
| **Eindsaldo herberekeningsverliezen opgenomen onder ‘Herwaarderingsrekeningen’** [36] | **(148,4)** | **(305,6)** |

## Belangrijke veronderstellingen

Bij de totstandkoming van de waarderingen waarnaar in deze toelichting wordt verwezen, hebben de actuarissen veronderstellingen gehanteerd die door de Directie zijn goedgekeurd ten behoeve van de administratieve verwerking en toelichting. De belangrijkste veronderstellingen die zijn gehanteerd voor het berekenen van de verplichting uit hoofde van de pensioenregeling zijn in de onderstaande tabel opgenomen.

| | 2015<br>% | 2014<br>% |
|---|---|---|
| Disconteringsvoet | 2,50 | 2,00 |
| Verwacht rendement op de fondsbeleggingen[37] | 3,50 | 3,00 |
| Algemene toekomstige salarisverhogingen[38] | 2,00 | 2,00 |
| Toekomstige pensioenverhogingen[39] | 1,40 | 1,40 |

Daarnaast bedroegen de vrijwillige bijdragen van personeelsleden aan een toegezegdebijdragepijler in 2015 € 123,3 miljoen (2014: € 110,6 miljoen). Deze bijdragen worden belegd in fondsbeleggingen, maar leiden tevens tot een hiermee corresponderende verplichting.

35 Bij de overgang van Litouwen op de gemeenschappelijke munt heeft Lietuvos bankas aan de saldi van alle herwaarderingsrekeningen van de ECB bijgedragen. De uitstaande herberekeningsverliezen begrepen in de herwaarderingsrekeningen per 31 december 2014 resulteerden in een verlaging van de bijdragen door Lietuvos bankas.

36 Totalen kunnen door afronding enigszins verschillen.

37 Deze veronderstellingen zijn gebruikt voor de berekening van het deel van de bruto toegezegdpensioenverplichting van de ECB dat wordt gedekt door activa met een onderliggende kapitaalgarantie.

38 Daarnaast is rekening gehouden met verwachte individuele salarisverhogingen van tot 1,8% per jaar, afhankelijk van de leeftijd van de deelnemers aan de regeling.

39 Volgens de bepalingen van de pensioenregeling van de ECB worden de pensioenen jaarlijks verhoogd. Als de algemene salarisaanpassingen voor personeelsleden van de ECB onder de prijsinflatie liggen, zal een eventuele verhoging van de pensioenen in lijn zijn met de algemene salarisaanpassingen. Als de algemene salarisaanpassingen boven de prijsinflatie liggen, zullen zij worden gebruikt om de verhoging van de pensioenen te bepalen, op voorwaarde dat de financiële positie van de pensioenregelingen van de ECB een dergelijke verhoging toelaat.

## 13 Voorzieningen

Deze post bestaat voornamelijk uit een voorziening voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's.

De voorziening voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's zal, voor zover de Raad van Bestuur dat noodzakelijk acht, worden gebruikt ter compensatie van toekomstige gerealiseerde en ongerealiseerde verliezen, met name waarderingsverliezen die niet door de herwaarderingsrekeningen worden gedekt. Jaarlijks wordt op grond van een beoordeling van deze risico's door de ECB bezien hoe groot deze voorziening moet zijn en of ze moet worden voortgezet. Bij deze beoordeling worden allerlei factoren in aanmerking genomen. De risicovoorziening mag, samen met het in het algemeen reservefonds van de ECB aangehouden bedrag, niet hoger zijn dan het door de nationale centrale banken van het eurogebied volgestorte kapitaal van de ECB.

Bij de overgang van Litouwen op de gemeenschappelijke munt droeg Lietuvos bankas per 1 januari 2015 een bedrag van € 44.728.929 bij aan de voorziening voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's.[40] Hierdoor nam de omvang van de voorziening toe naar € 7.619.884.851. Na de verhoging van het volgestorte kapitaal van de ECB in 2015 (zie onder 15, 'Kapitaal en reserves') is dit bedrag gelijk aan de waarde van het per 31 december 2015 door de nationale centrale banken van het eurogebied volgestorte kapitaal van de ECB.

## 14 Herwaarderingsrekeningen

Deze post bestaat voornamelijk uit herwaarderingssaldi uit hoofde van ongerealiseerde winsten op activa, passiva en niet in de balans opgenomen instrumenten (zie onder 'Resultaatbepaling', 'Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva', 'Waardepapieren' en 'Niet in de balans opgenomen instrumenten' in 'Grondslagen voor de financiële verslaggeving'). Deze post omvat tevens de herberekeningen van de netto toegezegdpensioenverplichting van de ECB met betrekking tot vergoedingen na uitdiensttreding (zie onder 'Pensioenregelingen van de ECB, overige vergoedingen na uitdiensttreding en overige langetermijnbeloningen' in 'Grondslagen voor de financiële verslaggeving' en onder 12.3, 'Diversen').

[40] Deze bijdrage bijdrage werd gedaan overeenkomstig Artikel 48.2 van de Statuten van het ESCB.

Bij de overgang van Litouwen op de gemeenschappelijke munt heeft Lietuvos bankas per 1 januari 2015 een bedrag van € 117,7 miljoen aan deze saldi bijgedragen.

| | 2015<br>€ | 2014<br>€ | Mutatie<br>€ |
|---|---|---|---|
| Goud | 11.900.595.095 | 12.065.394.836 | (164.799.741) |
| Deviezen | 12.272.562.352 | 7.046.435.041 | 5.226.127.311 |
| Waardepapieren en andere instrumenten | 808.078.836 | 1.131.424.399 | (323.345.563) |
| Netto toegezegdpensioenverplichting voor vergoedingen na uitdiensttreding | (148.413.109) | (305.609.580) | 157.196.471 |
| **Totaal** | **24.832.823.174** | **19.937.644.696** | **4.895.178.478** |

De stijging in de omvang van de herwaarderingsrekeningen is voornamelijk het gevolg van de waardevermindering van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar en de Japanse yen in 2015.

Voor de herwaardering per jaareinde zijn de onderstaande wisselkoersen gebruikt.

| Wisselkoersen | 2015 | 2014 |
|---|---|---|
| Amerikaanse dollar per euro | 1,0887 | 1,2141 |
| Japanse yen per euro | 131,07 | 145,23 |
| Euro per SDR | 1,2728 | 1,1924 |
| Euro per *fine ounce* goud | 973,225 | 987,769 |

# 15 Kapitaal en reserves

## 15.1 Kapitaal

Litouwen is op 1 januari 2015 overgegaan op de gemeenschappelijke munt. In overeenstemming met Artikel 48.1 van de Statuten van het ESCB heeft Lietuvos bankas per 1 januari 2015 een bedrag van € 43.051.594 gestort,[41] te weten het restant van de kapitaalbijdrage aan de ECB. Hierdoor is het volgestorte kapitaal van de ECB toegenomen van € 7.697.025.340 op 31 december 2014 naar € 7.740.076.935 op 1 januari 2015, zoals in het overzicht wordt getoond.[42]

41 Besluit (EU) 2015/287 van de ECB van 31 december 2014 inzake de storting van kapitaal, de overdracht van externe reserves en de bijdrage aan de reserves en voorzieningen van de Europese Centrale Bank door Lietuvos bankas (ECB/2014/61), PB L 50, 21.2.2015, blz. 44.

42 Bedragen zijn tot op één euro nauwkeurig afgerond. Derhalve kunnen totalen en subtotalen afwijken door afronding.

| | Kapitaalverdeel-sleutel vanaf 1 januari 2015 % | Volgestort kapitaal vanaf 1 januari 2015 € | Kapitaalverdeel-sleutel per 31 december 2014 % | Volgestort kapitaal per 31 december 2014 € |
|---|---|---|---|---|
| Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique | 2,4778 | 268.222.025 | 2,4778 | 268.222.025 |
| Deutsche Bundesbank | 17,9973 | 1.948.208.997 | 17,9973 | 1.948.208.997 |
| Eesti Pank | 0,1928 | 20.870.614 | 0,1928 | 20.870.614 |
| Central Bank of Ireland | 1,1607 | 125.645.857 | 1,1607 | 125.645.857 |
| National Bank of Greece | 2,0332 | 220.094.044 | 2,0332 | 220.094.044 |
| Banco de España | 8,8409 | 957.028.050 | 8,8409 | 957.028.050 |
| Banque de France | 14,1792 | 1.534.899.402 | 14,1792 | 1.534.899.402 |
| Banca d'Italia | 12,3108 | 1.332.644.970 | 12,3108 | 1.332.644.970 |
| Central Bank of Cyprus | 0,1513 | 16.378.236 | 0,1513 | 16.378.236 |
| Latvijas Banka | 0,2821 | 30.537.345 | 0,2821 | 30.537.345 |
| Lietuvos bankas | 0,4132 | 44.728.929 | - | - |
| Banque centrale du Luxembourg | 0,2030 | 21.974.764 | 0,2030 | 21.974.764 |
| Central Bank of Malta | 0,0648 | 7.014.605 | 0,0648 | 7.014.605 |
| De Nederlandsche Bank | 4,0035 | 433.379.158 | 4,0035 | 433.379.158 |
| Oesterreichische Nationalbank | 1,9631 | 212.505.714 | 1,9631 | 212.505.714 |
| Banco de Portugal | 1,7434 | 188.723.173 | 1,7434 | 188.723.173 |
| Banka Slovenije | 0,3455 | 37.400.399 | 0,3455 | 37.400.399 |
| Národná banka Slovenska | 0,7725 | 83.623.180 | 0,7725 | 83.623.180 |
| Suomen Pankki – Finlands Bank | 1,2564 | 136.005.389 | 1,2564 | 136.005.389 |
| **Subtotaal nationale centrale banken in het eurogebied** | **70,3915** | **7.619.884.851** | **69,9783** | **7.575.155.922** |
| Българска народна банка (Nationale Bank van Bulgarije) | 0,8590 | 3.487.005 | 0,8590 | 3.487.005 |
| Česká národní banka | 1,6075 | 6.525.450 | 1,6075 | 6.525.450 |
| Danmarks Nationalbank | 1,4873 | 6.037.512 | 1,4873 | 6.037.512 |
| Hrvatska narodna banka | 0,6023 | 2.444.963 | 0,6023 | 2.444.963 |
| Lietuvos bankas | - | - | 0,4132 | 1.677.335 |
| Magyar Nemzeti Bank | 1,3798 | 5.601.129 | 1,3798 | 5.601.129 |
| Narodowy Bank Polski | 5,1230 | 20.796.192 | 5,1230 | 20.796.192 |
| Banca Naţională a României | 2,6024 | 10.564.124 | 2,6024 | 10.564.124 |
| Sveriges Riksbank | 2,2729 | 9.226.559 | 2,2729 | 9.226.559 |
| Bank of England | 13,6743 | 55.509.148 | 13,6743 | 55.509.148 |
| **Subtotaal nationale centrale banken buiten het eurogebied** | **29,6085** | **120.192.083** | **30,0217** | **121.869.418** |
| **Totaal** | **100,0000** | **7.740.076.935** | **100,0000** | **7.697.025.340** |

De nationale centrale banken die niet deel uitmaken van het eurogebied dienen 3,75% van hun geplaatst kapitaal te storten als bijdrage aan de operationele kosten van de ECB. Deze storting bedroeg ultimo 2015 in totaal € 120.192.083. De nationale centrale bank buiten het eurogebied zijn niet gerechtigd tot een aandeel in de te verdelen winst van de ECB, met inbegrip van inkomsten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem, noch zijn zij verplicht een eventueel verlies van de ECB te financieren.

# Niet in de balans opgenomen instrumenten

## 16 Geautomatiseerd programma voor effectenleningtransacties

Als onderdeel van het beheer van de eigen middelen van de ECB heeft zij een geautomatiseerd programma voor effectenleningtransacties, waarbij een daarvoor aangestelde agent namens de ECB effectenleningtransacties verricht met een aantal daartoe als geschikt aangewezen tegenpartijen.

Daarnaast heeft de ECB, overeenkomstig besluiten van de Raad van Bestuur, voor leningtransacties beschikbaar gesteld de waardepapieren die zij heeft aangekocht in verband met het eerste, tweede en derde aankoopprogramma voor gedekte obligaties, alsmede de aangekochte waardepapieren in verband met het PSPP, en aangekochte waardepapieren aangekocht in verband met het SMP die ook geschikt zijn voor aankoop ingevolge het PSPP.

Als gevolg van de effectenleningafspraken van de ECB stonden er per 31 december 2015 transacties met wederinkoop uit met een waarde van € 4,5 miljard (2014: € 4,8 miljard). Van dit bedrag hield € 0,3 miljard (2014: € 0) verband met het uitlenen van waardepapieren aangehouden voor monetairbeleidsdoeleinden.

## 17 Rentefutures

Per 31 december 2015 stonden de volgende transacties in vreemde valuta uit, gepresenteerd tegen markttarieven per jaareinde:

| Rentefutures in vreemde valuta | 2015 Contractwaarde € | 2014 Contractwaarde € | Mutatie € |
|---|---|---|---|
| Aankopen | 694.406.172 | 911.374.681 | (216.968.509) |
| Verkopen | 690.554.100 | 1.001.647.311 | (311.093.211) |

Deze transacties werden verricht in het kader van het beheer van de deviezenreserves van de ECB.

## 18 Renteswaps

Per 31 december 2015 waren renteswaps met een contractwaarde van € 274,5 miljoen (2014: € 270,8 miljoen), gepresenteerd tegen marktrentes per jaareinde, uitstaande. Deze transacties werden verricht in het kader van het beheer van de externe reserves van de ECB.

## 19 Valutaswaps en valutatermijntransacties

### Deviezenbeheer

In 2015 zijn valutaswap- en valutatermijntransacties verricht in het kader van het beheer van de externe reserves van de ECB. Per 31 december 2015 stonden de volgende uit deze transacties resulterende vorderingen en verplichtingen uit met een afwikkelingsdatum in 2016, en gepresenteerd tegen marktkoersen per jaareinde.

| Valutawaps en valutatermijntransacties | 2015 € | 2014 € | Mutatie € |
|---|---|---|---|
| Vorderingen | 2.467.131.004 | 1.899.819.430 | 567.311.574 |
| Verplichtingen | 2.484.517.472 | 1.777.894.537 | 706.622.935 |

### Liquiditeitsverschaffende transacties

Per 31 december 2015 stonden er in Amerikaanse dollar luidende vorderingen en verplichtingen uit met een afwikkelingsdatum in 2016, die voortvloeien uit de verstrekking van liquiditeit in Amerikaanse dollar aan tegenpartijen van het Eurosysteem (zie onder 9, ‘Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro’).

## 20 Beheer van kredietransacties

Ook in 2015 was de ECB verantwoordelijk voor het beheer van de kredietransacties van de EU in het kader van de faciliteit voor financiële ondersteuning voor de middellange termijn, het Europees Financieel Stabilisatiemechanisme, de Europese Faciliteit voor Financiële Stabiliteit en het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM), en voor de leningfaciliteitovereenkomst voor Griekenland. In 2015 verwerkte de ECB betalingen met betrekking tot deze transacties, alsmede betalingen in de vorm van bijdragen van lidstaten aan het maatschappelijk kapitaal van het ESM.

## 21 Voorwaardelijke verplichtingen uit hoofde van lopende rechtsgedingen

Een aantal depositohouders, aandeelhouders en obligatiehouders van Cypriotische kredietinstellingen heeft drie rechtszaken aangespannen tegen de ECB. Volgens de desbetreffende partijen hadden ze financiële schade geleden als gevolg van handelingen die naar hun oordeel hebben geresulteerd in de herstructurering van deze kredietinstellingen in het kader van het financiële bijstandsprogramma voor Cyprus. Het Gerecht van de Europese Unie heeft twaalf soortgelijke gevallen in 2014 geheel afgewezen. Tegen acht van deze uitspraken is beroep aangetekend. De betrokkenheid van de ECB bij het proces dat leidde tot de afronding van het financiële bijstandsprogramma was beperkt tot het verstrekken van technisch advies, krachtens het Verdrag tot oprichting van het Europees Stabiliteitsmechanisme,

waarbij in samenwerking met de Europese Commissie werd opgetreden, alsmede de uitgifte van een niet-bindend advies inzake de Cypriotische ontwerp-wet inzake afwikkeling. Daarom wordt aangenomen dat uit deze zaken geen verliezen voor de ECB zullen voortvloeien.

# Toelichting op de winst- en verliesrekening

## 22 Nettorentebaten

### 22.1 Rentebaten uit externe reserves

Deze post omvat rentebaten, na aftrek van rentelasten, uit de externe reserves van de ECB, en is als volgt opgebouwd:

| | 2015 € | 2014 € | Mutatie € |
|---|---|---|---|
| Rente over rekeningen-courant | 552.459 | 548.634 | 3.825 |
| Rentebaten uit geldmarktdeposito's | 6.306.443 | 4.234.448 | 2.071.995 |
| Rentebaten uit repo-transacties | 38.311 | 208.426 | (170.115) |
| Rentebaten uit omgekeerde repo-transacties | 2.920.201 | 867.860 | 2.052.341 |
| Rentebaten uit waardepapieren | 261.121.900 | 206.165.493 | 54.956.407 |
| Rentebaten/(lasten) uit renteswaps | (861.355) | 407.588 | (1.268.943) |
| Baten uit valutaswaps en valutatermijntransacties | 13.127.982 | 4.570.710 | 8.557.272 |
| **Rentebaten uit externe reserves (netto)** | **283.205.941** | **217.003.159** | **66.202.782** |

De algehele stijging van de nettorentebaten in 2015 was voornamelijk het gevolg van hogere rentebaten uit de Amerikaanse dollar-portefeuille en de waardestijging van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro.

### 22.2 Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem

Deze post bestaat uit de rentebaten uit het aandeel van de ECB van 8% in de totale waarde van de uitgegeven eurobankbiljetten (zie 'Bankbiljetten in omloop' in 'Grondslagen voor de financiële verslaggeving' en onder 5.1, 'Vorderingen uit hoofde van de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem'). Ondanks een stijging van 8,1% van de gemiddelde waarde van de bankbiljetten in omloop was er sprake van een daling van de baten in 2015 ten gevolge van het feit dat de gemiddelde basisherfinancieringsrente lager was dan in 2014 (nl. 0,05% in 2015, vergeleken met 0,16% in 2014).

### 22.3 Remuneratie van vorderingen van nationale centrale banken in verband met overgedragen externe reserves

De rentevergoeding aan de nationale centrale banken van het eurogebied uit hoofde van hun vorderingen op de ECB ter zake van overeenkomstig Artikel 30.1 van de Statuten van de ESCB aan de ECB overgedragen externe reserves (zie onder 11.1, 'Verplichtingen uit hoofde van de overdracht van externe reserves') wordt onder deze post opgenomen. De daling van deze vergoeding in 2015 weerspiegelde het feit dat de gemiddelde basisherfinancieringsrente lager was dan in 2014.

## 22.4 Overige rentebaten, en overige rentelasten

In 2015 bestonden deze posten uit nettorentebaten van € 608,7 miljoen (2014: € 727,7 miljoen) uit de door de ECB aangekochte waardepapieren op grond van het SMP, terwijl de nettorentebaten uit de resterende voor monetairbeleidsdoeleinden aangekochte waardepapieren € 280,9 miljoen (2014: € 174,9 miljoen) bedroeg.

Ze omvatten ook rentebaten van € 0,4 miljard (2014: € 1,1 miljard) en rentelasten van € 0,4 miljard (2014: € 1,1 miljard) uit hoofde van TARGET2-saldi (zie onder 11.2, ‘‘Overige verplichtingen binnen het Eurosysteem (netto)’, en onder 9, ‘Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro’). De posten omvatten tevens de rentebaten en -lasten uit hoofde van andere activa en verplichtingen luidende in euro.

# 23 Gerealiseerde winsten/verliezen uit financiële transacties

De netto gerealiseerde winsten uit financiële transacties in 2015 waren als volgt:

| | 2015 € | 2014 € | Mutatie € |
|---|---|---|---|
| Netto gerealiseerde koerswinsten | 175.959.137 | 47.223.558 | 128.735.579 |
| Netto gerealiseerde wisselkoers- en goudprijswinsten | 38.474.593 | 10.036.857 | 28.437.736 |
| **Netto gerealiseerde winsten uit financiële transacties** | **214.433.730** | **57.260.415** | **157.173.315** |

De netto gerealiseerde koerswinsten omvatten gerealiseerde winsten en verliezen op waardepapieren, rentefutures en renteswaps. De algehele stijging van de netto gerealiseerde koerswinsten in 2015 was voornamelijk het gevolg van hogere gerealiseerde koerswinsten op waardepapieren in de Amerikaanse dollar-portefeuille.

# 24 Afwaarderingen van financiële activa en posities

De afwaarderingen van financiële activa en posities waren in 2015 als volgt samengesteld:

| | 2015 € | 2014 € | Mutatie € |
|---|---|---|---|
| Ongerealiseerde koersverliezen op waardepapieren | (63.827.424) | (7.664.489) | (56.162.935) |
| Ongerealiseerde koersverliezen op renteswaps | (223.892) | (198.804) | (25.088) |
| Ongerealiseerde wisselkoersverliezen | (1.901) | - | (1.901) |
| **Totaal afwaarderingen** | **(64.053.217)** | **(7.863.293)** | **(56.189.924)** |

De hogere afwaarderingen vergeleken met 2014 waren voornamelijk het gevolg van de algehele daling in de marktprijzen van de waardepapieren in de Amerikaanse dollar-portefeuille.

## 25 Nettobaten/lasten i.v.m. vergoedingen en provisies

| | 2015<br>€ | 2014<br>€ | Mutatie<br>€ |
|---|---|---|---|
| Baten uit vergoedingen en provisies | 277.324.169 | 30.024.834 | 247.299.335 |
| Lasten m.b.t. vergoedingen en provisies | (8.991.908) | (1.866.180) | (7.125.728) |
| **Nettobaten in verband met vergoedingen en provisies** | **268.332.261** | **28.158.654** | **240.173.607** |

In 2015 bestonden de baten onder deze post voornamelijk uit toezichtsvergoedingen (zie onder 26, 'Baten en lasten in verband met toezichtstaken') en aan kredietinstellingen opgelegde boetes ter zake van het niet nakomen van de reserveverplichtingen. De lasten bestonden voornamelijk uit vergoedingen aan de externe vermogensbeheerders die op expliete instructie van, en namens, het Eurosysteem aankopen verrichten van daarvoor in aanmerking komende waardepapieren op onderpand van activa. Deze baten omvatten ook vergoedingen met betrekking tot rekeningen-courant en rentefuturestransacties (zie onder 17, 'Rentefutures').

## 26 Baten en lasten in verband met toezichtstaken

De kosten van de ECB in verband met haar toezichtstaken worden doorberekend aan de onder toezicht staande entiteiten door middel van een jaarlijkse vergoeding. De kosten bestaan voornamelijk uit kosten die direct verband houden met de toezichtstaken van de ECB, zoals het rechtstreekse toezicht op belangrijke entiteiten, het oversight op het toezicht op minder belangrijke banken en het vervullen van horizontale taken en gespecialiseerde diensten. Onder deze kosten vallen ook kosten die indirect verband houden met de toezichtstaken van de ECB, zoals de diensten van de ondersteunende functies van de ECB, waaronder gebouwen, humanresourcesbeheer en IT-dienstverlening.

De baten van de ECB in verband met toezichtstaken waren in 2015 als volgt samengesteld:

| | 2015<br>€ | 2014[43]<br>€ |
|---|---|---|
| Vergoedingen voor toezicht | 277.086.997 | 29.973.012 |
| *waarvan:* | | |
| *Vergoedingen in rekening gebracht bij belangrijke entiteiten of belangrijke groepen* | *245.620.964* | *25.622.812* |
| *Vergoedingen in rekening gebracht bij minder belangrijke entiteiten of minder belangrijke groepen* | *31.466.033* | *4.350.200* |
| **Totale baten uit taken i.v.m. toezicht** | **277.086.997** | **29.973.012** |

De baten uit toezichtsvergoedingen zijn begrepen onder 'Nettobaten i.v.m. vergoedingen en provisies' (zie onder 25, 'Nettobaten/lasten in verband met vergoedingen en provisies').

[43] Wat 2014 betreft, heeft de ECB haar aan bankentoezicht gerelateerde kosten doorberekend voor de periode die begon in november 2014, toen de ECB haar toezichtstaken op zich nam.

Op basis van de geschatte jaarlasten heeft de ECB in april 2015 aangekondigd dat de gezamenlijke jaarvergoedingen voor toezicht in 2015 € 296,0 miljoen[44] zouden bedragen. Het surplus van € 18,9 miljoen vergeleken met de werkelijke lasten van €277,1 miljoen is opgenomen onder 'Overlopende passiva' (zie onder 12.2, 'Overlopende passiva'), en komt in mindering op de toezichtsvergoedingen die in 2016 in rekening worden gebracht.

Ultimo 2015 stonden er nog geringe vergoedingsbedragen en aan onder toezicht staande instellingen in rekening gebrachte rentebedragen – vanwege late betaling – uit. De ECB neemt alle benodigde maatregelen om uitstaande bedragen bij de onder toezicht staande entiteiten te innen.

Daarnaast heeft de ECB het recht ondernemingen boetes of dwangsommen op te leggen indien zij niet voldoen aan in haar verordeningen en besluiten vastgelegde verplichtingen. In 2015 heeft de ECB dergelijke boetes of dwangsommen niet opgelegd.

De lasten van de ECB over 2015 waren als volgt samengesteld:

| | 2015<br>€ | 2014[45]<br>€ |
|---|---|---|
| Salarissen en andere beloningen | 141.262.893 | 18.456.945 |
| Huur en onderhoud gebouwen | 25.513.220 | 2.199.243 |
| Overige operationele lasten | 110.310.884 | 9.316.824 |
| **Totaal lasten i.v.m. taken bankentoezicht** | **277.086.997** | **29.973.012** |

## 27 Baten uit aandelen en deelnemingen

Het op de aandelen in de Bank voor Internationale Betalingen ontvangen dividend (zie onder 6.2, 'Overige financiële activa') wordt onder deze post opgenomen.

## 28 Overige baten

Overige diverse baten in 2015 vloeiden voornamelijk voort uit de opgebouwde bijdragen van de nationale centrale banken van het eurogebied aan de door de ECB gemaakte kosten in verband met gezamenlijke projecten van het Eurosysteem.

## 29 Personeelskosten

In 2015 zijn de personeelskosten toegenomen, voornamelijk als gevolg van het hogere gemiddeld aantal personeelsleden in dienst van de ECB, en de hogere

[44] Dit bedrag, samen met de in de laatste twee maanden van 2014 gemaakte kosten van € 30,0 miljoen, werd in 2015 in rekening gebracht met een vervaldatum van 20 november 2015.

[45] De cijfers over 2014 betreffen de gemaakte kosten voor de laatste twee maanden van dat jaar, aangezien de ECB in november 2014 de operationele verantwoordelijkheid kreeg voor het bankentoezicht.

nettolasten in verband met de vergoedingen na uitdiensttreding en overige langetermijnbeloningen.

Deze post heeft betrekking op salarissen, toelagen, personeelsverzekeringskosten en diverse andere kosten ten bedrage van € 306,4 miljoen (2014: € 244,9 miljoen). Onder deze post is tevens een bedrag van € 134,4 miljoen (2014: € 56,2 miljoen) opgenomen in verband met de pensioenregelingen van de ECB, overige vergoedingen na uitdiensttreding en overige langetermijnbeloningen (zie onder 12.3, 'Diversen'). Personeelskosten van € 0,8 miljoen (2014: € 1,2 miljoen) in verband met de bouw van het nieuwe kantoorgebouw van de ECB zijn geactiveerd en worden niet onder deze post opgenomen.

De salarissen en toelagen van het personeel, met inbegrip van de emolumenten van hogere managementfunctionarissen, zijn in grote lijnen gebaseerd op en vergelijkbaar met het beloningsregeling van de Europese Unie.

De leden van de Directie en de leden van de Raad van Toezicht die werkzaam zijn bij de ECB ontvangen een basissalaris, terwijl de deeltijdleden van de Raad van Toezicht die werkzaam zijn bij de ECB ook op basis van het aantal door hen bijgewoonde vergaderingen worden beloond. Daarnaast ontvangen de leden van de Directie en de voltijdsleden van de Raad van Toezicht die werkzaam zijn bij de ECB aanvullende toelagen voor huisvesting en representatie. In het geval van de President wordt in plaats van een huisvestingstoelage een ambtswoning ter beschikking gesteld, die eigendom is van de ECB. Overeenkomstig de arbeidsvoorwaarden voor het personeel van de Europese Centrale Bank hebben de leden van beide Raden, afhankelijk van hun individuele omstandigheden, recht op een huishoudtoeslag, kindertoeslag en onderwijstoeslag. Op het salaris worden een belasting ten gunste van de Europese Unie ingehouden, alsmede premies voor de pensioenregelingen en de ongevallen- en ziektekostenverzekering. Toelagen worden niet belast en er wordt geen pensioenpremie op ingehouden.

In 2015 waren de basissalarissen van de leden van de Directie en de leden van de Raad van Toezicht die werkzaam zijn bij de ECB (d.w.z. niet de vertegenwoordigers van de nationale toezichthouders) als volgt:[46]

| | 2015<br>€ | 2014<br>€ |
|---|---|---|
| Mario Draghi (President) | 385.860 | 379.608 |
| Vítor Constâncio (Vice-President) | 330.744 | 325.392 |
| Peter Praet (Lid van de Directie) | 275.604 | 271.140 |
| *Jörg Asmussen (Lid van de Directie tot januari 2014)* | - | *4.912* |
| Benoît Cœuré (Lid van de Directie) | 275.604 | 271.140 |
| Yves Mersch (Lid van de Directie) | 275.604 | 271.140 |
| Sabine Lautenschläger (Lid van de Directie) | 275.604 | 253.457 |
| **Totaal Directie** | **1.819.020** | **1.776.789** |
| **Totaal Raad van Toezicht (leden werkzaam bij de ECB)**[47] | **635.385** | **508.589** |
| *waarvan:* | | |
| Danièle Nouy, Voorzitter van de Raad van Toezicht | 275.604 | 271.140 |
| **Totaal** | **2.454.405** | **2.285.378** |

Daarbij bedroeg de beloning van de deeltijdleden van de Raad van Toezicht € 352.256 (2014: € 74.776).

De totale aan de leden van beide Raden betaalde toelagen en de bijdragen van de ECB aan hun ongevallen- en ziektekostenverzekering bedroegen € 625.021 (2014: € 674.470).

In 2015 werden aan de leden van beide Raden geen beloningen bij benoeming en beëindiging van het dienstverband betaald (2014: € 68.616).

Aan voormalige leden van de Directie en de Raad van Toezicht kunnen gedurende een beperkte periode na het einde van hun ambtsperiode overgangsbetalingen worden gedaan. In 2015 bedroegen deze betalingen, daarmee samenhangende gezinstoelagen en de bijdrage van de ECB aan de ongevallen- en ziektekostenverzekering van voormalige leden van beide Raden in totaal € 9.730 (2014: € 243.178). De pensioenbetalingen, met inbegrip van de bijbehorende toelagen, aan voormalige leden van beide Raden of hun nabestaanden, en de bijdragen aan hun ongevallen- en ziektekostenverzekering bedroegen in totaal € 783.113 (2014: € 599.589).

[46] De bedragen zijn brutobedragen, d.w.z. vóór aftrek van belasting ten gunste van de Europese Unie.

[47] Met uitzondering van Sabine Lautenschläger, wier salaris wordt gerapporteerd samen met de salarissen van de andere leden van de Directie.

Eind 2015 bedroeg het werkelijke aantal personeelsleden in voltijdsequivalenten onder contract bij de ECB 2.871[48], waarvan 293 op managementniveau. Het aantal personeelsleden heeft zich in 2015 als volgt ontwikkeld:

| | 2015 | 2014 |
|---|---|---|
| Totaal personeel per 1 januari | 2.577 | 1.790 |
| Nieuwe personeelsleden/wijzigingen van contractstatus | 648 | 1.458 |
| Zelf vertrokken personeelsleden/afgelopen contracten | (299) | (681) |
| Nettotoename/(-afname) als gevolg van wijzigingen in parttimewerkpatronen | (55) | 10 |
| **Totaal personeel per 31 december** | **2.871** | **2.577** |
| **Gemiddeld aantal personeelsleden in dienst** | **2.722** | **2.155** |

## 30 Beheerkosten

Deze kosten omvatten alle overige lopende kosten, in verband met huur en onderhoud van kantoorruimten, niet-investeringsgoederen en -inventaris, honoraria en overige diensten en kantoormiddelen, evenals de kosten van werving, verhuizing, installatie, opleiding en herhuisvesting van personeelsleden.

## 31 Productiekosten bankbiljetten

Deze last komt voornamelijk voort uit het grensoverschrijdend vervoer van eurobankbiljetten tussen bankbiljettendrukkerijen en de nationale centrale banken voor de levering van nieuwe bankbiljetten, en tussen de nationale centrale banken voor het opheffen van tekorten vanuit overschotvoorraden. Deze kosten worden centraal door de ECB gedragen.

[48] Personeelsleden met onbetaald verlof zijn niet inbegrepen. Dit aantal omvat personeelsleden werkzaam op een permanent contract, een contract met een vaste looptijd of een kortlopend contract en de deelnemers aan het Graduate Programme van de ECB. Ook personeelsleden met moederschapsverlof of langdurig ziekteverlof zijn inbegrepen.

Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Mergenthalerallee 3-5
65760 Eschborn/Frankfurt/M.
Postfach 53 23
65728 Eschborn/Frankfurt/M.

President and Governing Council
of the European Central Bank
Frankfurt am Main

10 February 2016

Independent auditor's report

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2015, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes (the "Annual Accounts").

*The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the Annual Accounts*
The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these Annual Accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended, and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of the Annual Accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

*Auditor's responsibility*
Our responsibility is to express an opinion on these Annual Accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the Annual Accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the Annual Accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgement, including the assessment of the risks of material misstatement of the Annual Accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the Annual Accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by the Executive Board, as well as evaluating the overall presentation of the Annual Accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

*Opinion*
In our opinion, the Annual Accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as at 31 December 2015 and of the results of its operations for the year then ended, in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Yours sincerely,

Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Victor Veger
Certified Public Accountant

Claus-Peter Wagner
Wirtschaftsprüfer

Independent Member of Ernst & Young Global Limited
Chairman Supervisory Board: StB Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Otto H. Jacobs - Board of Management: WP/StB Georg Graf Waldersee, Chairman
WP/StB Hubert Barth - WP/StB Ute Benzel - Ana-Cristina Grohnert - WP/StB Alexander Kron - WP/StB Mathieu Meyer - WP/StB Gunther Ruppel
dipl. WP Markus T. Schweizer - StB/CPA Mark Smith - CPA Julie Linn Teigland - WP/StB Claus-Peter Wagner - WP/StB Prof. Dr. Peter Wollmert
Registered Office: Stuttgart - Legal Form: GmbH - Amtsgericht Stuttgart HRB 730277 - VAT: DE 147799609

***Deze vertaling van de controleverklaring van de externe accountant van de ECB wordt door de ECB uitsluitend verschaft ter informatie. In geval van discrepantie geldt de Engelse versie van EY.***

President en Raad van Bestuur
van de Europese Centrale Bank
Frankfurt am Main

10 februari 2016

Controleverklaring van de onafhankelijke accountant

Wij hebben de in dit verslag opgenomen jaarrekening van de Europese Centrale Bank gecontroleerd. Deze jaarrekening bestaat uit de balans per 31 december 2015, de winst- en verliesrekening over 2015, en een overzicht van belangrijke grondslagen voor de financiële verslaggeving en andere toelichtingen (de 'Jaarrekening').

*Verantwoordelijkheid van de Directie van de Europese Centrale Bank voor de Jaarrekening*
De Directie is verantwoordelijk voor het opmaken en de getrouwe weergave van deze Jaarrekening in overeenstemming met de door de Raad van Bestuur vastgelegde grondslagen, die worden uiteengezet in Besluit ECB/2010/21 betreffende de jaarrekening van de Europese Centrale Bank, zoals gewijzigd, en voor een zodanige interne beheersing als de Directie noodzakelijk acht om het opmaken van de Jaarrekening mogelijk te maken zonder afwijkingen van materieel belang als gevolg van fraude of fouten.

*Verantwoordelijkheid van de accountant*
Onze verantwoordelijkheid is het geven van een oordeel over de Jaarrekening op basis van onze controle. Wij hebben onze controle verricht in overeenstemming met de 'International Standards on Auditing'. Deze standaarden vereisen dat wij voldoen aan ethische voorschriften en dat wij onze controle zodanig plannen en uitvoeren dat een redelijke mate van zekerheid wordt verkregen dat de Jaarrekening geen afwijking van materieel belang bevat.

Een controle omvat het uitvoeren van werkzaamheden ter verkrijging van controle-informatie over de bedragen en de toelichtingen in de Jaarrekening. De geselecteerde werkzaamheden zijn afhankelijk van de door de accountant toegepaste oordeelsvorming, met inbegrip van het inschatten van de risico's dat de Jaarrekening een afwijking van materieel belang bevat als gevolg van fraude of fouten. Bij het maken van deze risico-inschattingen neemt de accountant de interne beheersing in aanmerking die relevant is voor het door de entiteit opmaken en de getrouwe weergave van de Jaarrekening, gericht op het opzetten van controlewerkzaamheden die passend zijn in de omstandigheden. Deze risico-inschattingen hebben echter niet tot doel een oordeel tot uitdrukking te brengen over de effectiviteit van de interne beheersing van de entiteit. Een controle omvat tevens het evalueren van de geschiktheid van de gebruikte grondslagen voor de financiële verslaggeving en van de redelijkheid van de door de Directie gemaakte schattingen, alsmede een evaluatie van het algehele beeld van de Jaarrekening.

Wij zijn van mening dat de door ons verkregen controle-informatie voldoende en geschikt is om een onderbouwing voor ons oordeel te bieden.

*Oordeel*
Naar ons oordeel geeft de Jaarrekening een getrouw beeld van de omvang en de samenstelling van de financiële positie van de Europese Centrale Bank per 31 december 2015 en van het resultaat over 2015 in overeenstemming met de door de Raad van Bestuur vastgelegde grondslagen, die worden uiteengezet in Besluit ECB/2010/21 betreffende de jaarrekening van de Europese Centrale Bank, zoals gewijzigd.

Hoogachtend,

Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Victor Veger
Certified Public Accountant

Claus-Peter Wagner
Wirtschaftsprüfer

# Toelichting op de verdeling van winst/toedeling van verliezen

*Deze toelichting maakt geen deel uit van de jaarrekening van de ECB over het jaar 2015.*

Krachtens Artikel 33 van de Statuten van het ESCB wordt de nettowinst van de ECB in de onderstaande volgorde verdeeld:

(a) een door de Raad van Bestuur vast te stellen bedrag dat niet meer dan 20% van de nettowinst mag bedragen, wordt naar het algemeen reservefonds overgebracht, met een maximum van 100% van het kapitaal; en

(b) de resterende nettowinst wordt naar rato van hun gestorte aandelen onder de aandeelhouders van de ECB verdeeld.

In geval van een verlies van de ECB wordt het tekort gedekt uit het algemeen reservefonds van de ECB en, indien nodig, bij besluit van de Raad van Bestuur, uit de monetaire baten van het betrokken boekjaar, naar rato en ten belope van de bedragen die overeenkomstig Artikel 32.5 van de Statuten van het ESCB aan de nationale centrale banken zijn toegedeeld.[49]

De nettowinst van de ECB over 2015 bedroeg € 1.081,8 miljoen. Overeenkomstig een besluit daartoe van de Raad van Bestuur is er op 29 januari 2016 een tussentijdse winstverdeling ten bedrage van € 812,1 miljoen uitbetaald aan de nationale centrale banken van het eurogebied. Daarnaast heeft de Raad van Bestuur besloten de resterende winst van € 269,7 miljoen onder de nationale centrale banken van het eurogebied te verdelen.

De winst wordt onder de nationale centrale banken verdeeld naar rato van hun gestorte aandelen in het geplaatste kapitaal van de ECB. Nationale centrale banken buiten het eurogebied hebben geen recht op een aandeel in de te verdelen winst van de ECB, noch hoeven zij eventuele verliezen van de ECB te financieren.

| | 2015<br>€ | 2014<br>€ |
|---|---|---|
| Winst over het boekjaar | 1.081.790.763 | 988.832.500 |
| Tussentijdse winstverdeling | (812.134.494) | (840.719.787) |
| Winst over het boekjaar na de tussentijdse winstverdeling | 269.656.269 | 148.112.713 |
| Verdeling van de resterende winst | (269.656.269) | (148.112.713) |
| **Totaal** | **0** | **0** |

[49] Krachtens Artikel 32.5 van de Statuten van het ESCB wordt de som van de monetaire inkomsten van de nationale centrale banken aan de nationale centrale banken toegedeeld naar rato van hun gestorte aandelen in het kapitaal van de ECB.

# Geconsolideerde balans van het Eurosysteem per 31 december 2015[1]

(in EUR miljoenen)[2]

| ACTIVA | | 31 december 2015 | 31 december 2014 |
|---|---|---|---|
| **1** | **Goud en goudvorderingen** | **338.713** | **343.630** |
| **2** | **Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta** | **307.115** | **270.250** |
| 2.1 | Vorderingen op het IMF | 80.384 | 81.298 |
| 2.2 | Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa | 226.732 | 188.951 |
| **3** | **Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta** | **31.109** | **27.940** |
| **4** | **Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro** | **20.242** | **18.905** |
| 4.1 | Tegoeden bij banken, beleggingen in waardepapieren en leningen | 20.242 | 18.905 |
| 4.2 | Vorderingen uit hoofde van de kredietfaciliteit ingevolge het ERM II | 0 | 0 |
| **5** | **Kredietverlening aan kredietinstellingen van het eurogebied in verband met monetairbeleidstransacties, luidende in euro** | **558.989** | **630.341** |
| 5.1 | Basisherfinancieringstransacties | 88.978 | 156.129 |
| 5.2 | Langerlopende herfinancieringstransacties | 469.543 | 473.285 |
| 5.3 | 'Fine-tuning'-transacties met wederinkoop | 0 | 0 |
| 5.4 | Structurele transacties met wederinkoop | 0 | 0 |
| 5.5 | Marginale beleningsfaciliteit | 468 | 924 |
| 5.6 | Kredieten uit hoofde van margestortingen | 0 | 2 |
| **6** | **Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro** | **107.863** | **59.942** |
| **7** | **Waardepapieren van ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro** | **1.161.159** | **590.265** |
| 7.1 | Waardepapieren aangehouden voor monetairbeleidsdoeleinden | 803.135 | 217.242 |
| 7.2 | Overige waardepapieren | 358.023 | 373.022 |
| **8** | **Overheidsschuld, luidende in euro** | **25.145** | **26.715** |
| **9** | **Overige activa** | **230.810** | **240.252** |
| | **Totaal activa** | **2.781.145** | **2.208.238** |

1 Gebaseerd op voorlopige, niet door de accountant gecontroleerde gegevens. De jaarrekeningen van alle nationale centrale banken zullen eind mei 2016 zijn afgerond en de definitieve geconsolideerde jaarbalans van het Eurosysteem zal daarna worden gepubliceerd.

2 Totalen/subtotalen kunnen door afronding enigszins verschillen.

| PASSIVA | | 31 december 2015 | 31 december 2014 |
|---|---|---|---|
| **1** | **Bankbiljetten in omloop** | **1.083.539** | **1.016.616** |
| **2** | **Verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied uit hoofde van monetairbeleidstransacties, luidende in euro** | **768.419** | **366.511** |
| | 2.1 Rekeningen-courant (met inbegrip van reserveverplichtingen) | 555.864 | 318.245 |
| | 2.2 Depositofaciliteit | 212.415 | 48.266 |
| | 2.3 Termijndeposito's | 0 | 0 |
| | 2.4 'Fine-tuning'-transacties met wederinkoop | 0 | 0 |
| | 2.5 Deposito's uit hoofde van margestortingen | 140 | 0 |
| **3** | **Overige verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro** | **5.202** | **4.635** |
| **4** | **Uitgegeven schuldbewijzen** | **0** | **0** |
| **5** | **Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro** | **141.805** | **64.519** |
| | 5.1 Overheid | 59.295 | 36.738 |
| | 5.2 Overige verplichtingen | 82.510 | 27.781 |
| **6** | **Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro** | **54.529** | **47.927** |
| **7** | **Verplichtingen aan ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta** | **2.803** | **1.271** |
| **8** | **Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta** | **3.677** | **4.753** |
| | 8.1 Deposito's, tegoeden en overige verplichtingen | 3.677 | 4.753 |
| | 8.2 Verplichtingen uit hoofde van de kredietfaciliteit ingevolge het ERM II | 0 | 0 |
| **9** | **Tegenwaarde toegewezen bijzondere trekkingsrechten in het IMF** | **59.179** | **56.211** |
| **10** | **Overige passiva** | **218.618** | **219.328** |
| **11** | **Herwaarderingsrekeningen** | **346.172** | **331.398** |
| **12** | **Kapitaal en reserves** | **97.201** | **95.070** |
| | **Totaal passiva** | **2.781.145** | **2.208.238** |

# Statistisch deel


1. Financiële en monetaire ontwikkelingen S2

2. Economische bedrijvigheid S14

3. Prijzen en kosten S28

4. Wisselkoersen en betalingsbalans S35

5. Begrotingsontwikkelingen S40


## Verdere informatie

| | |
|---|---|
| Gegevens uit het statistisch deel van het Jaarverslag: | http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813. |
| ECB-statistieken: | http://sdw.ecb.europa.eu/ |
| Methodologische definities kunnen worden gevonden in de 'General Notes' bij het *Statistics Bulletin*: | http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023. |
| Details ten aanzien van berekeningen kunnen worden gevonden in de 'Technical Notes' bij het *Statistics Bulletin*: | http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022. |
| Een uitleg van termen en afkortingen kan worden gevonden in de 'Statistics Glossary' van de ECB: | http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html. |

## Specifieke methodologische toelichting

Meerjaars gemiddelden van groeicijfers worden berekend met behulp van het meetkundig gemiddelde. Voor alle andere in dit deel opgenomen indicatoren worden de meerjaars gemiddelden berekend met behulp van het rekenkundig gemiddelde.

## In de tabellen gebruikte conventies

| | | | |
|---|---|---|---|
| - | gegevens bestaan niet/gegevens zijn niet van toepassing | (v) | voorlopig |
| . | gegevens zijn nog niet beschikbaar | vsg | voor seizoen gecorrigeerd |
| ... | nihil of verwaarloosbaar | nvsg | niet voor seizoen gecorrigeerd |

# 1. Financiële en monetaire ontwikkelingen

## 1.1 Basisrentetarieven van de ECB

(niveaus in percentages per jaar; mutaties in procentpunt)

| Met ingang van:[1] | | Depositofaciliteit | | Basisherfinancieringstransacties | | | Marginale beleningsfaciliteit | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | Vasterentetenders | Variabelerentetenders | | | |
| | | | | Vaste rente | Minimale inschrijvingsrente | | | |
| | | Niveau | Mutatie | Niveau | Niveau | Mutatie | Niveau | Mutatie |
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 1999 | 1 jan. | 2,00 | - | 3,00 | - | - | 4,50 | - |
| | 4 jan.[2] | 2,75 | 0,75 | 3,00 | - | ... | 3,25 | -1,25 |
| | 22 jan. | 2,00 | -0,75 | 3,00 | - | ... | 4,50 | 1,25 |
| | 9 apr. | 1,50 | -0,50 | 2,50 | - | -0,50 | 3,50 | -1,00 |
| | 5 nov. | 2,00 | 0,50 | 3,00 | - | 0,50 | 4,00 | 0,50 |
| 2000 | 4 feb. | 2,25 | 0,25 | 3,25 | - | 0,25 | 4,25 | 0,25 |
| | 17 maart | 2,50 | 0,25 | 3,50 | - | 0,25 | 4,50 | 0,25 |
| | 28 apr. | 2,75 | 0,25 | 3,75 | - | 0,25 | 4,75 | 0,25 |
| | 9 juni | 3,25 | 0,50 | 4,25 | - | 0,50 | 5,25 | 0,50 |
| | 28 juni[3] | 3,25 | ... | - | 4,25 | ... | 5,25 | ... |
| | 1 sept. | 3,50 | 0,25 | - | 4,50 | 0,25 | 5,50 | 0,25 |
| | 6 okt. | 3,75 | 0,25 | - | 4,75 | 0,25 | 5,75 | 0,25 |
| 2001 | 11 mei | 3,50 | -0,25 | - | 4,50 | -0,25 | 5,50 | -0,25 |
| | 31 aug. | 3,25 | -0,25 | - | 4,25 | -0,25 | 5,25 | -0,25 |
| | 18 sept. | 2,75 | -0,50 | - | 3,75 | -0,50 | 4,75 | -0,50 |
| | 9 nov. | 2,25 | -0,50 | - | 3,25 | -0,50 | 4,25 | -0,50 |
| 2002 | 6 dec. | 1,75 | -0,50 | - | 2,75 | -0,50 | 3,75 | -0,50 |
| 2003 | 7 maart | 1,50 | -0,25 | - | 2,50 | -0,25 | 3,50 | -0,25 |
| | 6 juni | 1,00 | -0,50 | - | 2,00 | -0,50 | 3,00 | -0,50 |
| 2005 | 6 dec. | 1,25 | 0,25 | - | 2,25 | 0,25 | 3,25 | 0,25 |
| 2006 | 8 maart | 1,50 | 0,25 | - | 2,50 | 0,25 | 3,50 | 0,25 |
| | 15 juni | 1,75 | 0,25 | - | 2,75 | 0,25 | 3,75 | 0,25 |
| | 9 aug. | 2,00 | 0,25 | - | 3,00 | 0,25 | 4,00 | 0,25 |
| | 11 okt. | 2,25 | 0,25 | - | 3,25 | 0,25 | 4,25 | 0,25 |
| | 13 dec. | 2,50 | 0,25 | - | 3,50 | 0,25 | 4,50 | 0,25 |
| 2007 | 14 maart | 2,75 | 0,25 | - | 3,75 | 0,25 | 4,75 | 0,25 |
| | 13 juni | 3,00 | 0,25 | - | 4,00 | 0,25 | 5,00 | 0,25 |
| 2008 | 9 juli | 3,25 | 0,25 | - | 4,25 | 0,25 | 5,25 | 0,25 |
| | 8 okt. | 2,75 | -0,50 | - | - | - | 4,75 | -0,50 |
| | 9 okt.[4] | 3,25 | 0,50 | - | - | - | 4,25 | -0,50 |
| | 15 okt.[5] | 3,25 | ... | 3,75 | - | -0,50 | 4,25 | ... |
| | 12 nov. | 2,75 | -0,50 | 3,25 | - | -0,50 | 3,75 | -0,50 |
| | 10 dec. | 2,00 | -0,75 | 2,50 | - | -0,75 | 3,00 | -0,75 |
| 2009 | 21 jan. | 1,00 | -1,00 | 2,00 | - | -0,50 | 3,00 | ... |
| | 11 maart | 0,50 | -0,50 | 1,50 | - | -0,50 | 2,50 | -0,50 |
| | 8 apr. | 0,25 | -0,25 | 1,25 | - | -0,25 | 2,25 | -0,25 |
| | 13 mei | 0,25 | ... | 1,00 | - | -0,25 | 1,75 | -0,50 |
| 2011 | 13 apr. | 0,50 | 0,25 | 1,25 | - | 0,25 | 2,00 | 0,25 |
| | 13 juli | 0,75 | 0,25 | 1,50 | - | 0,25 | 2,25 | 0,25 |
| | 9 nov. | 0,50 | -0,25 | 1,25 | - | -0,25 | 2,00 | -0,25 |
| | 14 dec. | 0,25 | -0,25 | 1,00 | - | -0,25 | 1,75 | -0,25 |
| 2012 | 11 juli | 0,00 | -0,25 | 0,75 | - | -0,25 | 1,50 | -0,25 |
| 2013 | 8 mei | 0,00 | ... | 0,50 | - | -0,25 | 1,00 | -0,50 |
| | 13 nov. | 0,00 | ... | 0,25 | - | -0,25 | 0,75 | -0,25 |
| 2014 | 11 juni | -0,10 | -0,10 | 0,15 | - | -0,10 | 0,40 | -0,35 |
| | 10 sept. | -0,20 | -0,10 | 0,05 | - | -0,10 | 0,30 | -0,10 |
| 2015 | 9 dec. | -0,30 | -0,10 | 0,05 | - | ... | 0,30 | ... |

Bron: ECB.

1) Tussen 1 januari 1999 en 9 maart 2004 heeft de datum betrekking op de depositofaciliteit en de marginale beleningsfaciliteit. Voor de basisherfinancieringstransacties gaan mutaties in de rentevoet in per de eerste transactie na de aangegeven datum. De mutatie per 18 september 2001 is op diezelfde dag ingegaan. Met ingang van 10 maart 2004 heeft de datum betrekking op zowel de depositofaciliteit en de marginale beleningsfaciliteit als de basisherfinancieringstransacties (waarbij de mutaties ingaan per de eerste basisherfinancieringstransactie die plaatsvindt na het besluit van de Raad van Bestuur), tenzij anders aangegeven.

2) Op 22 december 1998 heeft de ECB aangekondigd dat, bij wijze van uitzondering, tussen 4 en 21 januari 1999 een smalle bandbreedte van 50 basispunten zou gelden tussen de marginale beleningsrente en de depositorente, om de overgang door de marktdeelnemers naar het nieuwe monetaire stelsel te vergemakkelijken.

3) Op 8 juni 2000 heeft de ECB aangekondigd dat de basisherfinancieringstransacties van het Eurosysteem met ingang van de op 28 juni 2000 te verrekenen transactie zouden worden uitgevoerd als variabele-rentetenders. De minimale inschrijvingsrente is de minimale rente waartegen tegenpartijen inschrijvingen kunnen indienen.

4) De ECB heeft per 9 oktober 2008 de bandbreedte van de permanente faciliteiten teruggebracht van 200 basispunten tot 100 basispunten rond de rentevoet op de basisherfinancieringstransacties. Per 21 januari 2009 is de bandbreedte van de permanente faciliteiten weer teruggebracht tot 200 basispunten.

5) Op 8 oktober 2008 heeft de ECB aangekondigd dat met ingang van de op 15 oktober te verrekenen transactie de wekelijkse basisherfinancieringstransacties zouden worden uitgevoerd door middel van een vasterentetender, met volledige toewijzing tegen de rentevoet op de basisherfinancieringstransacties. Deze verandering ging voorbij aan de eerdere (op dezelfde dag genomen) beslissing de minimale inschrijvingsrente op de als variabelerentetenders uitgevoerde basisherfinancieringstransacties met 50 basispunten te verlagen.

# 1. Financiële en monetaire ontwikkelingen

## 1.2 Door middel van tenderprocedures toegewezen monetairbeleidstransacties van het Eurosysteem[1)]

(EUR miljoen; rentetarieven in percentages per jaar)

### 1.2.1 Basis- en langerlopende herfinancieringstransacties[2), 3)]

| Verrekeningsdatum | Inschrijvingen (bedrag) | Aantal deelnemers | Toewijzing (bedrag) | Vasterentetenderprocedures | Variabelerentetenderprocedures | | | Looptijd in dagen |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | Vaste rente | Minimale inschrijvingsrente | Marginale rente[4)] | Gewogen gemiddelde rente | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| **Basisherfinancieringstransacties** | | | | | | | | |
| 2015 21 okt. | 65.908 | 123 | 65.908 | 0,05 | - | - | - | 7 |
| 28 okt. | 68.451 | 129 | 68.451 | 0,05 | - | - | - | 7 |
| 4 nov. | 61.468 | 114 | 61.468 | 0,05 | - | - | - | 7 |
| 11 nov. | 62.532 | 120 | 62.532 | 0,05 | - | - | - | 7 |
| 18 nov. | 60.527 | 113 | 60.527 | 0,05 | - | - | - | 7 |
| 25 nov. | 73.774 | 123 | 73.774 | 0,05 | - | - | - | 7 |
| 9 dec. | 69.094 | 111 | 69.094 | 0,05 | - | - | - | 7 |
| 16 dec. | 68.571 | 113 | 68.571 | 0,05 | - | - | - | 7 |
| 23 dec. | 72.908 | 115 | 72.908 | 0,05 | - | - | - | 7 |
| 30 dec. | 88.978 | 149 | 88.978 | 0,05 | - | - | - | 7 |
| **Langerlopende herfinancieringstransacties[5)]** | | | | | | | | |
| 2015 24 juni[6)] | 73.789 | 128 | 73.789 | 0,05 | - | - | - | 1.190 |
| 25 juni | 17.269 | 102 | 17.269 | 0,05 | - | - | - | 98 |
| 30 juli | 21.752 | 126 | 21.752 | 0,05 | - | - | - | 91 |
| 27 aug. | 33.127 | 123 | 33.127 | 0,05 | - | - | - | 91 |
| 30 sept.[6)] | 15.548 | 88 | 15.548 | 0,05 | - | - | - | 1.092 |
| 1 okt. | 11.842 | 92 | 11.842 | 0,05 | - | - | - | 77 |
| 29 okt. | 18.125 | 109 | 18.125 | 0,05 | - | - | - | 91 |
| 26 nov.[7)] | 21.777 | 112 | 21.777 | 0,05 | - | - | - | 91 |
| 16 dec.[6)] | 18.304 | 55 | 18.304 | 0,05 | - | - | - | 1.015 |
| 17 dec.[7)] | 11.710 | 84 | 11.710 | - | - | - | - | 105 |

Bron: ECB.

1) Alleen de tien laatste transacties tot eind 2015 worden in elke categorie getoond.

2) Met ingang van april 2002 worden gesplitste tendertransacties (d.w.z. transacties met een looptijd van één week uitgevoerd als standaard tenderprocedures parallel aan een basisherfinancieringstransactie) geclassificeerd als basisherfinancieringstransacties.

3) Op 8 juni 2000 heeft de ECB bekendgemaakt dat de basisherfinancieringstransacties van het Eurosysteem, met ingang van de op 28 juni 2000 te verrekenen transactie, zouden worden uitgevoerd als variabelerentetenders. De minimale inschrijvingsrente is de minimale rente waartegen tegenpartijen inschrijvingen kunnen indienen. Op 8 oktober 2008 heeft de ECB bekendgemaakt dat, met ingang van de op 15 oktober 2008 te verrekenen transactie, de wekelijkse basisherfinancieringstransacties zouden worden uitgevoerd door middel van een vasterentetenderprocedure, met volledige toewijzing tegen de rentevoet op de basisherfinancieringstransacties. Op 4 maart 2010 heeft de ECB besloten terug te gaan naar variabelerentetenderprocedures voor de reguliere driemaands langerlopende herfinancieringstransacties, met ingang van de op 28 april 2010 toe te wijzen, en op 29 april verrekende, transactie.

4) Bij liquiditeitsverschaffende (liquiditeitsonttrekkende) transacties is de marginale rente de laagste (hoogste) rente waartegen inschrijvingen werden geaccepteerd.

5) Voor de op 22 december 2011 en 1 maart 2012 verrekende transacties hebben tegenpartijen na één jaar de mogelijkheid een deel van de hun bij die transacties toegewezen liquiditeit terug te betalen, op een dag die samenvalt met de verrekeningsdatum van een basisherfinancieringstransactie.

6) Gerichte langerlopende herfinancieringstransactie. Nadere informatie kan worden gevonden in het “Monetair beleid”-gedeelte van de website van de ECB (https://www.ecb.europa.eu) onder “Instrumenten” en dan “Openmarkttransacties”.

7) Bij deze langerlopende herfinancieringstransactie wordt de rente waartegen aan alle inschrijvingen wordt voldaan geïndexeerd aan de gemiddelde minimale inschrijvingsrente bij de basisherfinancieringstransacties over de looptijd van de transactie. De voor deze geïndexeerde langerlopende herfinancieringstransacties getoonde rentes zijn tot twee decimalen afgerond. Voor de precieze berekeningsmethode, zie de Technische toelichting.

### 1.2.2 Overige tendertransacties

| Verrekenings-datum | Type transactie | Inschrij-vingen (bedrag) | Aantal deelnemers | Toewijzing (bedrag) | Vasteren-tetender-procedures | Variabelerentetenderprocedures | | | | Looptijd in dagen |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | Vaste rente | Minimale inschrij-vingsrente | Maximale inschrij-vingsrente | Marginale rente[2)] | Gewogen gemiddelde rente | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| 2014 9 apr. | Aantrekking termijndeposito’s | 192.515 | 156 | 172.500 | - | - | 0,25 | 0,24 | 0,22 | 7 |
| 16 apr. | Aantrekking termijndeposito’s | 153.364 | 139 | 153.364 | - | - | 0,25 | 0,25 | 0,23 | 7 |
| 23 apr. | Aantrekking termijndeposito’s | 166.780 | 139 | 166.780 | - | - | 0,25 | 0,25 | 0,23 | 7 |
| 30 apr. | Aantrekking termijndeposito’s | 103.946 | 121 | 103.946 | - | - | 0,25 | 0,25 | 0,24 | 7 |
| 7 mei | Aantrekking termijndeposito’s | 165.533 | 158 | 165.533 | - | - | 0,25 | 0,25 | 0,23 | 7 |
| 14 mei | Aantrekking termijndeposito’s | 144.281 | 141 | 144.281 | - | - | 0,25 | 0,25 | 0,24 | 7 |
| 21 mei | Aantrekking termijndeposito’s | 137.465 | 148 | 137.465 | - | - | 0,25 | 0,25 | 0,24 | 7 |
| 28 mei | Aantrekking termijndeposito’s | 102.878 | 119 | 102.878 | - | - | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 7 |
| 4 juni | Aantrekking termijndeposito’s | 119.200 | 140 | 119.200 | - | - | 0,25 | 0,25 | 0,24 | 7 |
| 11 juni | Aantrekking termijndeposito’s | 108.650 | 122 | 108.650 | - | - | 0,15 | 0,15 | 0,13 | 7 |

Bron: ECB.

1) Alleen de tien laatste transacties tot eind 2015 worden getoond in elke categorie.

2) In liquiditeitsverschaffende resp. liquiditeitsonttrekkende transacties is de marginale rente de laagste resp. hoogste rentevoet waartegen inschrijvingen werden geaccepteerd.

# 1. Financiële en monetaire ontwikkelingen

## 1.3 Rendementen op langlopende overheidsobligaties

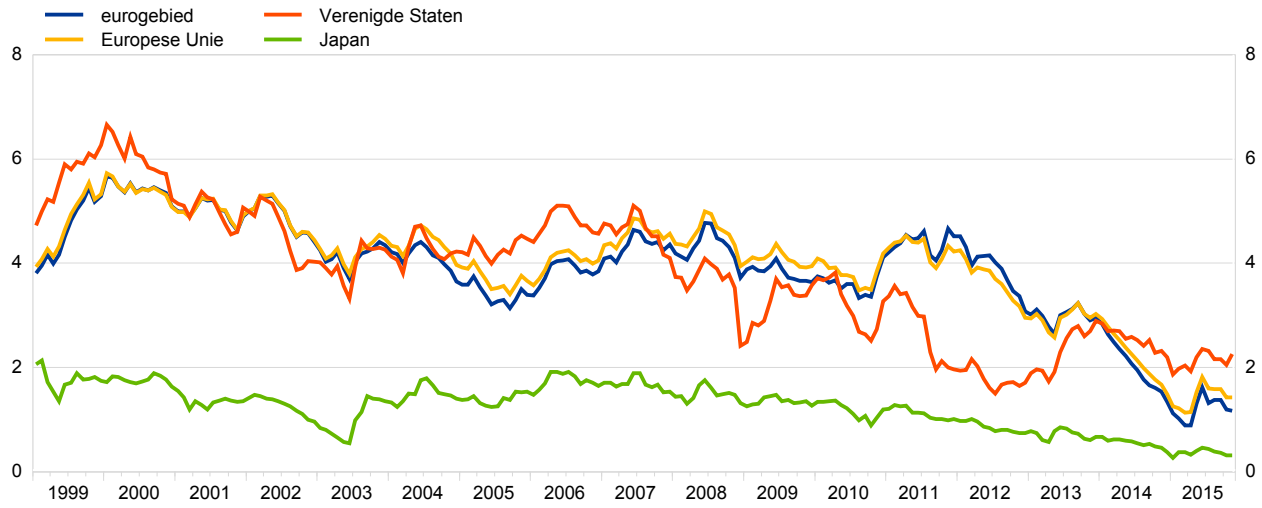
(percentages per jaar; gemiddelden per periode)

| | 1999-2015[1)] | 1999-2008[1)] | 2009-2015 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 3,8 | 4,5 | 2,8 | 3,0 | 2,4 | 1,7 | 0,8 |
| Duitsland | 3,3 | 4,3 | 1,9 | 1,5 | 1,6 | 1,2 | 0,5 |
| Estland[2)] | . | . | . | . | . | . | . |
| Ierland | 4,6 | 4,4 | 4,9 | 6,2 | 3,8 | 2,4 | 1,2 |
| Griekenland | 7,5 | 4,8 | 11,3 | 22,5 | 10,1 | 6,9 | 9,7 |
| Spanje | 4,3 | 4,4 | 4,1 | 5,8 | 4,6 | 2,7 | 1,7 |
| Frankrijk | 3,6 | 4,4 | 2,5 | 2,5 | 2,2 | 1,7 | 0,8 |
| Italië | 4,4 | 4,6 | 4,0 | 5,5 | 4,3 | 2,9 | 1,7 |
| Cyprus | 5,4 | 5,3 | 5,6 | 7,0 | 6,5 | 6,0 | 4,5 |
| Letland | 5,5 | 5,3 | 5,7 | 4,6 | 3,3 | 2,5 | 1,0 |
| Litouwen | 5,3 | 5,2 | 5,4 | 4,8 | 3,8 | 2,8 | 1,4 |
| Luxemburg | 3,3 | 4,1 | 2,2 | 1,8 | 1,9 | 1,3 | 0,4 |
| Malta | 4,3 | 5,0 | 3,5 | 4,1 | 3,4 | 2,6 | 1,5 |
| Nederland | 3,5 | 4,4 | 2,2 | 1,9 | 2,0 | 1,5 | 0,7 |
| Oostenrijk | 3,6 | 4,4 | 2,4 | 2,4 | 2,0 | 1,5 | 0,7 |
| Portugal | 5,2 | 4,5 | 6,1 | 10,5 | 6,3 | 3,8 | 2,4 |
| Slovenië | 4,7 | 5,1 | 4,3 | 5,8 | 5,8 | 3,3 | 1,7 |
| Slowakije | 4,4 | 5,3 | 3,4 | 4,6 | 3,2 | 2,1 | 0,9 |
| Finland | 3,5 | 4,4 | 2,2 | 1,9 | 1,9 | 1,4 | 0,7 |
| Eurogebied | 3,9 | 4,4 | 3,1 | 3,9 | 3,0 | 2,0 | 1,2 |
| Bulgarije | 4,8 | 5,0 | 4,6 | 4,5 | 3,5 | 3,3 | 2,5 |
| Tsjechië | 3,7 | 4,6 | 2,8 | 2,8 | 2,1 | 1,6 | 0,6 |
| Denemarken | 3,5 | 4,5 | 2,1 | 1,4 | 1,7 | 1,3 | 0,7 |
| Kroatië | 5,4 | 5,1 | 5,6 | 6,1 | 4,7 | 4,1 | 3,6 |
| Hongarije | 7,0 | 7,3 | 6,6 | 7,9 | 5,9 | 4,8 | 3,4 |
| Polen | 5,7 | 6,6 | 4,7 | 5,0 | 4,0 | 3,5 | 2,7 |
| Roemenië | 6,7 | 7,3 | 6,3 | 6,7 | 5,4 | 4,5 | 3,5 |
| Zweden | 3,5 | 4,5 | 2,1 | 1,6 | 2,1 | 1,7 | 0,7 |
| Verenigd Koninkrijk | 3,9 | 4,8 | 2,5 | 1,7 | 2,0 | 2,1 | 1,8 |
| Europese Unie | 4,0 | 4,6 | 3,2 | 3,7 | 3,0 | 2,2 | 1,4 |
| Verenigde Staten | 3,8 | 4,7 | 2,6 | 1,8 | 2,3 | 2,5 | 2,1 |
| Japan | 1,2 | 1,5 | 0,9 | 0,9 | 0,7 | 0,6 | 0,4 |

Bron: ECB-berekeningen gebaseerd op daggegevens van nationale centrale banken. Gegevens van Thomson Reuters voor de Verenigde Staten en Japan.
1) Gegevens voor Cyprus, Letland, Litouwen, Malta, Slovenië, Slowakije, Tsjechië, Hongarije en Polen beschikbaar vanaf januari 2001. Gegevens voor Bulgarije beschikbaar vanaf januari 2003, voor Kroatië vanaf december 2005 en voor Roemenië vanaf april 2005.
2) Er zijn geen Estlandse overheidsschuldbewijzen die voldoen aan de definitie van langerentes die gebruikt kunnen worden voor convergentiedoeleinden. Er is geen geschikte plaatsvervangende indicator gevonden.

## Grafiek 1.3 Rendementen op langlopende overheidsobligaties [1)]

(percentages per jaar; gemiddelden per maand)




Bron: ECB-berekeningen op basis van daggegevens van nationale centrale banken. Gegevens van Thomson Reuters voor de Verenigde Staten en Japan.
1) Gegevens voor Cyprus, Letland, Litouwen, Malta, Slovenië, Slowakije, Tsjechië, Hongarije en Polen beschikbaar vanaf januari 2001. Gegevens voor Bulgarije beschikbaar vanaf januari 2003, voor Kroatië vanaf december 2005 en voor Roemenië vanaf april 2005.

# 1. Financiële en monetaire ontwikkelingen

## 1.4 Geselecteerde aandelenmarktindices

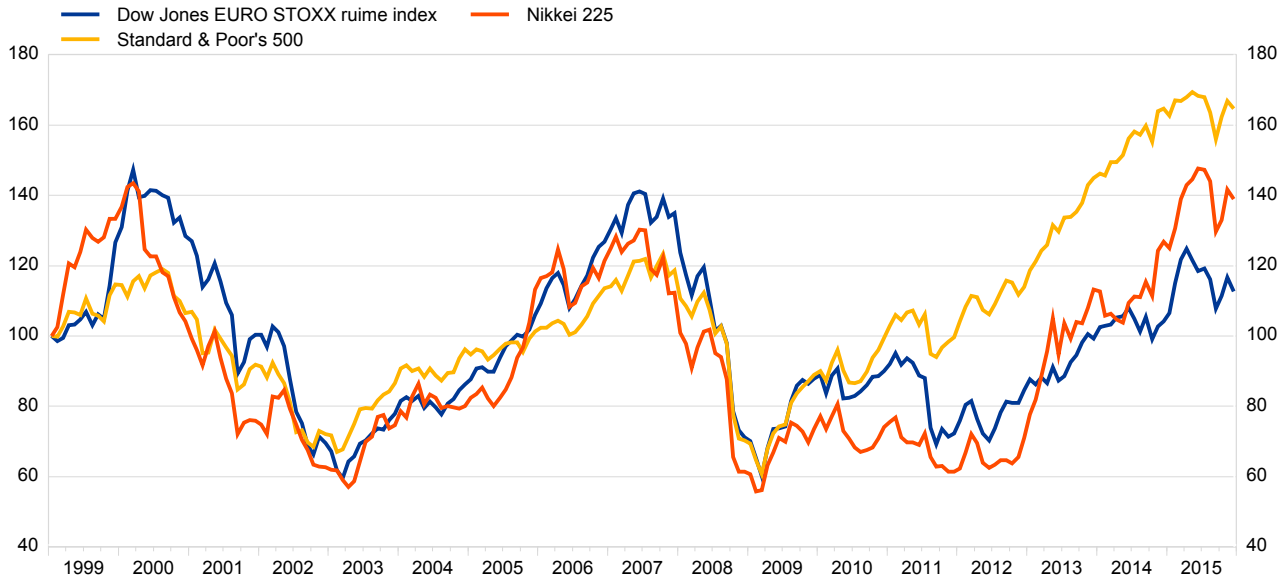
(mutaties in procenten)

| | 1999-2015[1)] | 1999-2008[1)] | 2009-2015 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België – BEL 20-index | 10,8 | -42,9 | 47,3 | 18,8 | 18,1 | 12,4 | 12,6 |
| Duitsland – DAX 30-index | 54,4 | -30,9 | 80,3 | 29,1 | 25,5 | 2,7 | 9,6 |
| Estland – OMXT-index | 616,3 | 119,0 | 122,2 | 38,2 | 11,4 | -7,7 | 19,1 |
| Ierland – ISEQ-index | 35,4 | -53,3 | 128,3 | 17,1 | 33,6 | 15,1 | 30,0 |
| Griekenland – ASE-index | -88,9 | -68,7 | -71,3 | 33,4 | 28,1 | -28,9 | -23,6 |
| Spanje – IBEX 35-index | -18,0 | -21,0 | -20,1 | -4,7 | 21,4 | 3,7 | -7,2 |
| Frankrijk – CAC 40-index | -22,2 | -46,0 | 17,8 | 15,2 | 18,0 | -0,5 | 8,5 |
| Italië – FTSEMIB-index | -49,7 | -54,3 | -7,9 | 7,8 | 16,6 | 0,2 | 12,7 |
| Cyprus – CSE-index | -93,3 | 9,4 | -95,8 | -61,2 | -10,1 | -17,0 | -20,9 |
| Letland – OMXR-index | 281,5 | 74,1 | 113,1 | 6,7 | 16,2 | -11,3 | 45,7 |
| Litouwen – OMXV-index | 386,0 | 79,3 | 85,7 | 18,8 | 18,7 | 7,3 | 7,4 |
| Luxemburg – LuxX-index | -0,5 | -29,8 | 1,4 | 9,9 | 16,1 | 4,9 | -8,5 |
| Malta – MSE-index | 35,2 | -2,1 | 28,0 | 3,8 | 14,8 | -9,6 | 33,0 |
| Nederland – AEX-index | -34,2 | -63,4 | 31,8 | 9,7 | 17,2 | 5,6 | 4,1 |
| Oostenrijk – ATX-index | 100,1 | 46,2 | -4,0 | 26,9 | 6,1 | -15,2 | 11,0 |
| Portugal – PSI 20-index | -55,6 | -47,0 | -37,2 | 2,9 | 16,0 | -26,8 | 10,7 |
| Slovenië – SBITOP-index | -52,7 | -42,0 | -29,2 | 7,8 | 3,2 | 19,6 | -11,2 |
| Slowakije – SAX-index | 279,3 | 366,0 | 9,5 | -10,8 | 2,9 | 12,4 | 31,5 |
| Finland – OMXH-index | -41,0 | -62,9 | 33,1 | 8,3 | 26,5 | 5,7 | 10,8 |
| Eurogebied – DJ EURO STOXX ruime index | -17,1 | -46,5 | 25,6 | 15,5 | 20,5 | 1,7 | 8,0 |
| Bulgarije – SOFIX-index | 331,8 | 236,0 | 7,9 | 7,2 | 42,3 | 6,2 | -11,7 |
| Tsjechië – PX 50-index | 95,3 | 75,3 | -14,4 | 14,0 | -4,8 | -4,3 | 1,0 |
| Denemarken – OMXC 20-index | 296,6 | -3,1 | 201,2 | 27,2 | 24,1 | 20,9 | 36,2 |
| Kroatië – CROBEX-index | 44,1 | 46,9 | -15,7 | 0,0 | 3,1 | -2,7 | -3,2 |
| Hongarije – BUX-index | 171,2 | 38,8 | 12,7 | 7,1 | 2,2 | -10,4 | 43,8 |
| Polen – WIG-index | 157,0 | 50,6 | 16,2 | 26,2 | 8,1 | 0,3 | -9,6 |
| Roemenië – BET-index | 1.461,6 | 546,8 | 49,3 | 18,7 | 26,1 | 9,1 | -1,1 |
| Zweden – OMXS 30-index | 20,7 | -44,8 | 52,0 | 11,8 | 20,7 | 9,9 | -1,2 |
| Verenigd Koninkrijk – FTSE 100-index | -9,9 | -36,0 | 15,3 | 5,8 | 14,4 | -2,7 | -4,9 |
| Verenigde Staten – S&P 500-index | 39,1 | -38,5 | 83,3 | 13,4 | 29,6 | 11,4 | -0,7 |
| Japan – Nikkei 225-index | 0,5 | -53,2 | 80,5 | 22,9 | 56,7 | 7,1 | 9,1 |

Bron: ECB-berekeningen gebaseerd op Thomson Reuters Datastream en daggegevens van Bloomberg.
1) Gegevens voor Bulgarije en Letland beschikbaar vanaf 2000, voor Cyprus vanaf 2004, voor Kroatië vanaf 2002 en voor Slovenië vanaf 2007.

## Grafiek 1.4 Dow Jones EURO STOXX ruime index, Standard & Poor's 500 en Nikkei 225

(index: januari 1999 = 100; maandgemiddelden)




Bron: ECB-berekeningen gebaseerd op Thomson Reuters Datastream en daggegevens van Bloomberg.

# 1. Financiële en monetaire ontwikkelingen

## 1.5 Geldmarkten: 3-maands interbancaire rentetarieven[1)]

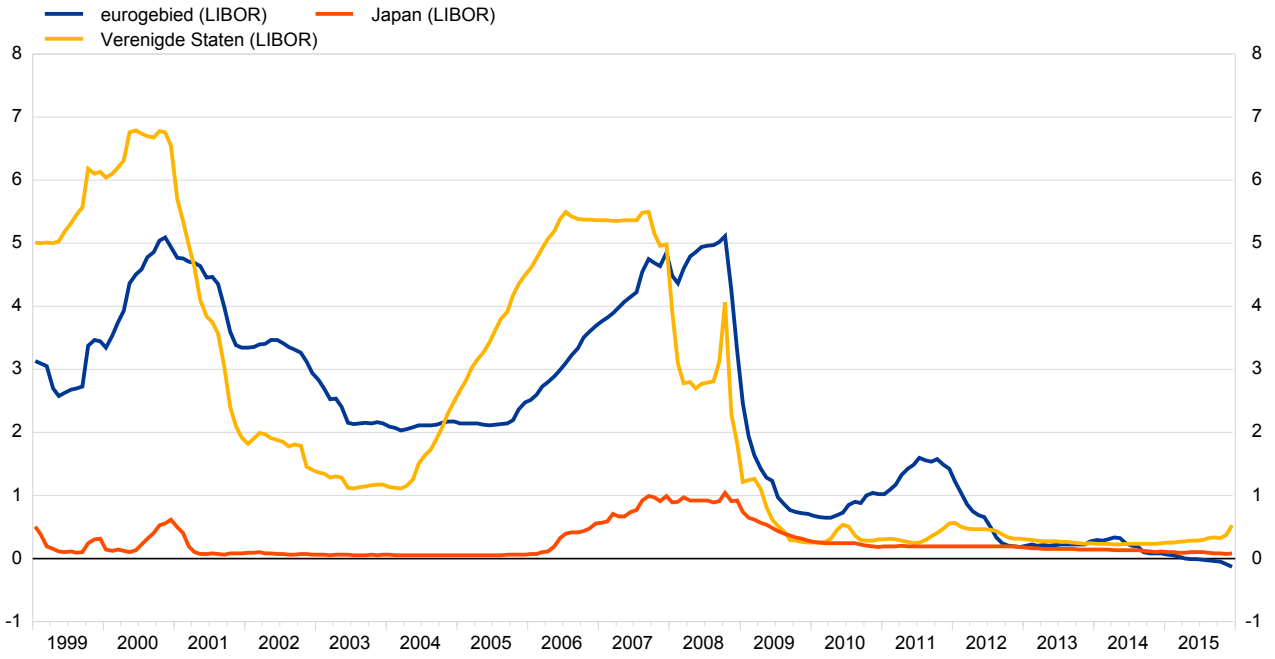
(percentages per jaar; gemiddelden per periode)

| | 1999-2015[2)] | 1999-2008[2)] | 2009-2015 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Eurogebied – EURIBOR | 2,23 | 3,35 | 0,63 | 0,57 | 0,22 | 0,21 | -0,02 |
| Bulgarije – SOFIBOR | 3,44 | 4,57 | 2,61 | 2,26 | 1,14 | 0,78 | 0,54 |
| Tsjechië – PRIBOR | 2,58 | 3,70 | 0,97 | 1,00 | 0,46 | 0,36 | 0,31 |
| Denemarken – CIBOR | 2,52 | 3,64 | 0,90 | 0,62 | 0,27 | 0,31 | -0,12 |
| Kroatië – ZIBOR | 5,71 | 7,54 | 3,09 | 3,42 | 1,52 | 0,97 | 1,23 |
| Hongarije – BUBOR | 7,80 | 9,70 | 5,10 | 7,00 | 4,32 | 2,41 | 1,61 |
| Polen – WIBOR | 6,83 | 9,11 | 3,58 | 4,91 | 3,03 | 2,52 | 1,75 |
| Roemenië – ROBOR | 16,36 | 24,65 | 5,40 | 5,34 | 4,23 | 2,54 | 1,33 |
| Zweden – STIBOR | 2,52 | 3,44 | 1,14 | 2,00 | 1,19 | 0,66 | -0,20 |
| Verenigd Koninkrijk – LIBOR | 2,22 | 3,36 | 0,59 | 0,49 | 0,15 | 0,18 | -0,02 |
| Verenigde Staten – LIBOR | 2,35 | 3,73 | 0,37 | 0,43 | 0,27 | 0,23 | 0,31 |
| Japan – LIBOR | 0,26 | 0,29 | 0,21 | 0,19 | 0,15 | 0,13 | 0,09 |

Bron: ECB-berekeningen gebaseerd op daggegevens van Thomson Reuters en Thomson Reuters Datastream.
1) Interbancaire rentes voor de valuta van elk referentiegebied.
2) Gegevens voor Bulgarije beschikbaar vanaf 2003.

### Grafiek 1.5 Geldmarkten: 3-maands interbancaire rentetarieven

(percentages per jaar; maandgemiddelden)




Bron: ECB-berekening gebaseerd op daggegevens van Thomson Reuters.

# 1. Financiële en monetaire ontwikkelingen

## 1.6 Samengestelde leenkosten

(percentages per jaar; nieuwe contracten; gemiddelden per periode)

### 1.6.1 Niet-financiële vennootschappen[1)]

| | 2003-2015 | 2003-2008 | 2009-2015 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 3,24 | 4,24 | 2,38 | 2,40 | 2,28 | 2,26 | 2,00 |
| Duitsland | 3,76 | 4,75 | 2,91 | 2,94 | 2,57 | 2,48 | 2,09 |
| Estland | - | - | 3,77 | 3,71 | 3,16 | 2,97 | 2,51 |
| Ierland | 4,27 | 5,10 | 3,55 | 3,68 | 3,60 | 3,69 | 3,06 |
| Griekenland | 5,77 | 5,78 | 5,77 | 6,57 | 6,25 | 5,83 | 5,13 |
| Spanje | 3,69 | 4,21 | 3,24 | 3,59 | 3,58 | 3,36 | 2,63 |
| Frankrijk | 3,21 | 4,11 | 2,43 | 2,59 | 2,17 | 2,10 | 1,74 |
| Italië | 4,14 | 4,90 | 3,50 | 4,13 | 4,00 | 3,56 | 2,59 |
| Cyprus | - | - | 6,17 | 6,95 | 6,30 | 5,82 | 4,78 |
| Letland | - | - | - | - | - | 3,51 | 3,33 |
| Litouwen | - | - | - | - | - | - | 2,49 |
| Luxemburg | 2,99 | 4,03 | 2,09 | 1,99 | 1,77 | 1,65 | 1,38 |
| Malta | - | - | 4,52 | 4,50 | 4,48 | 4,26 | 3,94 |
| Nederland | 3,34 | 4,30 | 2,52 | 2,52 | 2,36 | 2,32 | 1,84 |
| Oostenrijk | 3,19 | 4,26 | 2,27 | 2,27 | 2,01 | 1,97 | 1,82 |
| Portugal | 5,25 | 5,34 | 5,17 | 6,25 | 5,64 | 5,00 | 3,96 |
| Slovenië | 4,56 | 4,36 | 4,74 | 4,97 | 4,85 | 4,39 | 3,12 |
| Slowakije | - | - | 2,96 | 2,82 | 2,62 | 2,66 | 2,41 |
| Finland | 3,06 | 4,05 | 2,21 | 2,22 | 2,08 | 2,13 | 1,85 |
| Eurogebied[2)] | 3,69 | 4,51 | 2,98 | 3,21 | 2,97 | 2,78 | 2,23 |

Bron: ECB-statistieken inzake MFI-rentetarieven.
1) De samengestelde indicator van leenkosten voor niet-financiële vennootschappen combineert de rentetarieven op alle leningen aan vennootschappen, met inbegrip van rekening-courantkredieten. Deze indicator wordt afgeleid van de statistieken inzake MFI-rentetarieven.
2) De gegevens hebben betrekking op de veranderende samenstelling van het eurogebied.

### 1.6.2 Huishoudens voor aankoop woning [1)]

| | 2003-2015 | 2003-2008 | 2009-2015 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 3,24 | 4,24 | 2,38 | 3,63 | 3,45 | 3,17 | 2,51 |
| Duitsland | 3,76 | 4,75 | 2,91 | 3,07 | 2,76 | 2,50 | 1,96 |
| Estland | - | - | 3,77 | 2,96 | 2,72 | 2,52 | 2,30 |
| Ierland | 4,27 | 5,10 | 3,55 | 3,36 | 3,42 | 3,44 | 3,42 |
| Griekenland | 5,77 | 5,78 | 5,77 | 3,21 | 2,81 | 2,93 | 2,63 |
| Spanje | 3,69 | 4,21 | 3,24 | 3,27 | 2,99 | 2,93 | 2,23 |
| Frankrijk | 3,21 | 4,11 | 2,43 | 3,76 | 3,18 | 2,95 | 2,31 |
| Italië | 4,14 | 4,90 | 3,50 | 3,96 | 3,69 | 3,20 | 2,51 |
| Cyprus | - | - | 6,17 | 5,18 | 4,88 | 4,42 | 3,63 |
| Letland | - | - | - | - | - | 3,33 | 3,08 |
| Litouwen | - | - | - | - | - | - | 1,87 |
| Luxemburg | 2,99 | 4,03 | 2,09 | 2,23 | 2,13 | 2,02 | 1,86 |
| Malta | - | - | 4,52 | 3,38 | 3,22 | 2,93 | 2,78 |
| Nederland | 3,34 | 4,30 | 2,52 | 4,29 | 3,78 | 3,35 | 2,90 |
| Oostenrijk | 3,19 | 4,26 | 2,27 | 2,72 | 2,39 | 2,29 | 2,01 |
| Portugal | 5,25 | 5,34 | 5,17 | 3,89 | 3,25 | 3,19 | 2,38 |
| Slovenië | 4,56 | 4,36 | 4,74 | 3,37 | 3,20 | 3,21 | 2,53 |
| Slowakije | - | - | 2,96 | 4,74 | 4,10 | 3,42 | 2,74 |
| Finland | 3,06 | 4,05 | 2,21 | 1,97 | 2,01 | 1,81 | 1,36 |
| Eurogebied[2)] | 3,69 | 4,51 | 2,98 | 3,47 | 3,07 | 2,80 | 2,26 |

Bron: ECB-statistieken inzake MFI-rentetarieven.
1) De indicator van leenkosten voor nieuwe leningen aan huishoudens combineert de rentetarieven op leningen aan huishoudens voor de aankoop van een woning. Deze indicator wordt afgeleid van de statistieken inzake MFI-rentetarieven.
2) De gegevens hebben betrekking op de veranderende samenstelling van het eurogebied.

# 1. Financiële en monetaire ontwikkelingen

## 1.7 Geaggregeerde depositorente

(percentages per jaar; gemiddelden per periode)

### 1.7.1 Niet-financiële vennootschappen [1)]

| | 2003-2015 | 2003-2008 | 2009-2015 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 1,53 | 2,79 | 0,46 | 0,42 | 0,34 | 0,35 | 0,15 |
| Duitsland | 1,61 | 2,86 | 0,53 | 0,49 | 0,24 | 0,24 | 0,16 |
| Estland | - | - | 0,72 | 0,57 | 0,30 | 0,31 | 0,23 |
| Ierland | 1,80 | 2,75 | 0,99 | 1,38 | 0,57 | 0,41 | 0,15 |
| Griekenland | - | - | - | - | - | - | - |
| Spanje | 2,13 | 2,90 | 1,48 | 1,90 | 1,55 | 0,80 | 0,36 |
| Frankrijk | 1,88 | 2,89 | 1,02 | 1,35 | 0,81 | 0,74 | 0,31 |
| Italië | 2,07 | 2,88 | 1,37 | 1,81 | 1,80 | 1,22 | 0,88 |
| Cyprus | - | - | 2,93 | 3,93 | 2,68 | 2,44 | 1,72 |
| Letland | - | - | - | - | - | - | - |
| Litouwen | - | - | 0,68 | 0,65 | 0,36 | 0,22 | 0,17 |
| Luxemburg | - | - | - | - | - | - | - |
| Malta | - | - | - | - | - | - | - |
| Nederland | - | - | - | 0,46 | 0,19 | 0,17 | 0,06 |
| Oostenrijk | 1,78 | 2,92 | 0,80 | 0,85 | 0,45 | 0,44 | 0,32 |
| Portugal | 2,25 | 2,97 | 1,63 | 1,79 | 1,57 | 0,96 | 0,46 |
| Slovenië | - | - | 1,46 | 2,21 | 1,66 | 0,72 | 0,27 |
| Slowakije | - | - | 0,61 | 0,64 | 0,44 | 0,39 | 0,24 |
| Finland | 1,57 | 2,80 | 0,51 | 0,45 | 0,29 | 0,42 | 0,30 |
| Eurogebied[2)] | 1,84 | 2,86 | 0,97 | 1,21 | 0,94 | 0,61 | 0,32 |

Bron: ECB-statistieken inzake MFI-rentetarieven.
1) Nieuwe deposito's met vaste looptijd met uitzondering van girale deposito's en deposito's met opzegtermijn.
2) De gegevens hebben betrekking op de veranderende samenstelling van het eurogebied.

### 1.7.2 Huishoudens [1)]

| | 2003-2015 | 2003-2008 | 2009-2015 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 1,94 | 2,75 | 1,24 | 1,25 | 1,30 | 1,17 | 1,00 |
| Duitsland | 1,90 | 2,80 | 1,13 | 1,33 | 0,86 | 0,69 | 0,47 |
| Estland | 1,79 | 2,75 | 0,97 | 0,92 | 0,53 | 0,55 | 0,58 |
| Ierland | 1,93 | 2,64 | 1,32 | 1,90 | 0,94 | 0,64 | 0,33 |
| Griekenland | - | - | - | - | - | - | - |
| Spanje | 2,38 | 2,89 | 1,94 | 2,60 | 1,83 | 0,99 | 0,46 |
| Frankrijk | 2,48 | 2,89 | 2,12 | 2,44 | 2,18 | 2,19 | 1,68 |
| Italië | 1,94 | 2,07 | 1,83 | 2,98 | 2,14 | 1,59 | 1,20 |
| Cyprus | - | - | 3,45 | 4,39 | 2,95 | 2,56 | 1,77 |
| Letland | - | - | 1,33 | 0,90 | 0,49 | 0,50 | 0,56 |
| Litouwen | - | - | 1,12 | 0,96 | 0,54 | 0,43 | 0,28 |
| Luxemburg | - | - | - | 0,68 | - | - | - |
| Malta | - | - | 2,13 | 2,42 | 2,26 | 1,83 | 1,33 |
| Nederland | - | - | - | 3,01 | 2,33 | 2,09 | 1,92 |
| Oostenrijk | 1,99 | 2,89 | 1,22 | 1,45 | 0,89 | 0,74 | 0,45 |
| Portugal | 2,40 | 2,67 | 2,16 | 3,13 | 2,16 | 1,59 | 0,75 |
| Slovenië | - | - | 2,01 | 2,70 | 2,25 | 1,25 | 0,58 |
| Slowakije | - | - | 1,94 | 2,40 | 1,71 | 1,67 | 1,68 |
| Finland | 2,14 | 2,97 | 1,43 | 1,56 | 1,10 | 1,09 | 0,96 |
| Eurogebied[2)] | 2,37 | 2,81 | 1,98 | 2,76 | 1,99 | 1,35 | 0,82 |

Bron: ECB-statistieken inzake MFI-rentetarieven.
1) Nieuwe deposito's met vaste looptijd met uitzondering van girale deposito's en deposito's met opzegtermijn.
2) De gegevens hebben betrekking op de veranderende samenstelling van het eurogebied.

# 1. Financiële en monetaire ontwikkelingen

## 1.8 Schuldbewijzen uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied in alle valuta's

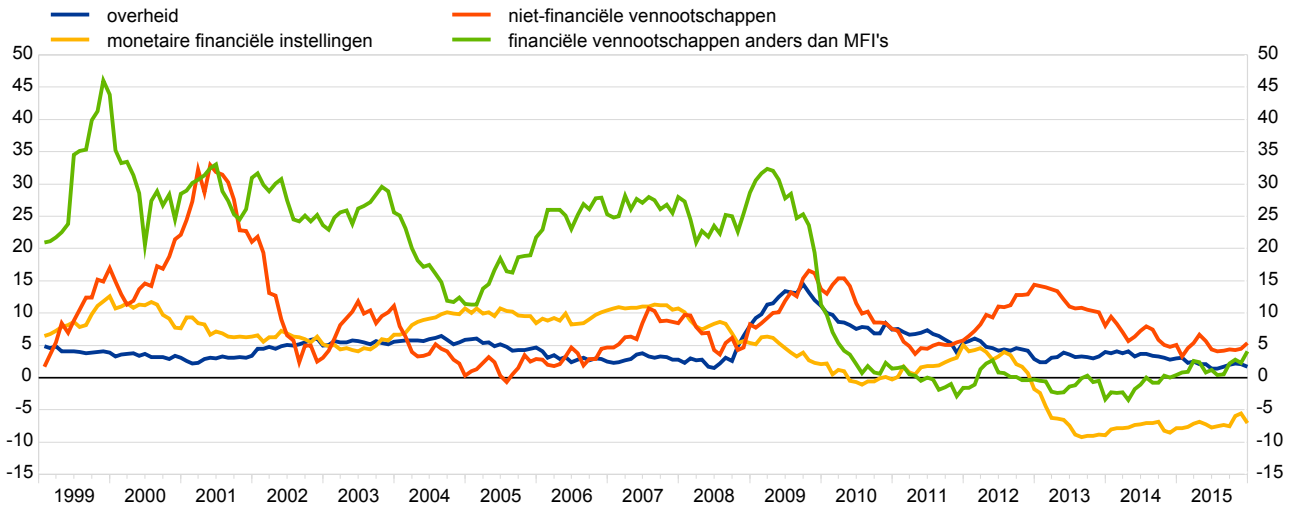
(mutaties in % per jaar; gemiddelden per periode)

| | 1999-2015 | 1999-2008 | 2009-2015 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 3,3 | 2,6 | 2,5 | 5,6 | 1,4 | 1,4 | 1,3 |
| Duitsland | 2,2 | 4,8 | -1,5 | -1,1 | -4,1 | -2,6 | -0,6 |
| Estland | - | - | 7,8 | 30,8 | 9,9 | 10,4 | -0,6 |
| Ierland | 5,8 | 9,9 | -1,6 | -2,1 | -3,0 | -3,5 | -0,5 |
| Griekenland | 4,9 | 12,6 | -7,2 | -9,0 | -25,6 | -11,4 | -4,6 |
| Spanje | 9,0 | 15,6 | -0,7 | 5,1 | -4,1 | -6,9 | -4,5 |
| Frankrijk | 6,4 | 8,4 | 3,4 | 6,7 | 0,1 | 2,7 | 0,7 |
| Italië | 4,4 | 6,4 | 0,7 | 6,5 | 1,5 | -1,3 | -3,8 |
| Cyprus | - | - | -2,9 | -0,3 | 2,5 | -5,6 | -2,9 |
| Letland | - | - | 22,1 | 48,0 | 34,4 | 34,9 | 9,1 |
| Litouwen | - | - | 1,9 | - | - | 3,7 | -2,1 |
| Luxemburg | 6,4 | 0,2 | 14,7 | 33,6 | 20,8 | 13,3 | 16,1 |
| Malta | - | - | 10,2 | 7,4 | 6,8 | 14,3 | 13,1 |
| Nederland | 7,6 | 12,6 | 0,8 | 0,2 | -0,8 | -0,4 | 1,6 |
| Oostenrijk | 5,0 | 9,6 | -1,3 | -0,3 | -2,1 | -1,8 | -3,1 |
| Portugal | 7,2 | 10,4 | 0,1 | -1,8 | -2,0 | -7,4 | -6,5 |
| Slovenië | - | - | 10,5 | -1,6 | 11,9 | 29,6 | 3,6 |
| Slowakije | 12,3 | 13,7 | 10,4 | 17,5 | 13,7 | 7,7 | 1,6 |
| Finland | 5,2 | 3,6 | 6,6 | 11,4 | 8,5 | 7,2 | -1,3 |
| Eurogebied | 5,2 | 7,7 | 1,1 | 3,6 | -0,6 | -0,7 | -0,5 |

Bron: ECB.

## Grafiek 1.8 Schuldbewijzen uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, naar sector

(mutaties in % per jaar)




Bron: ECB.

# 1. Financiële en monetaire ontwikkelingen

## 1.9 Beursgenoteerde aandelen uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied

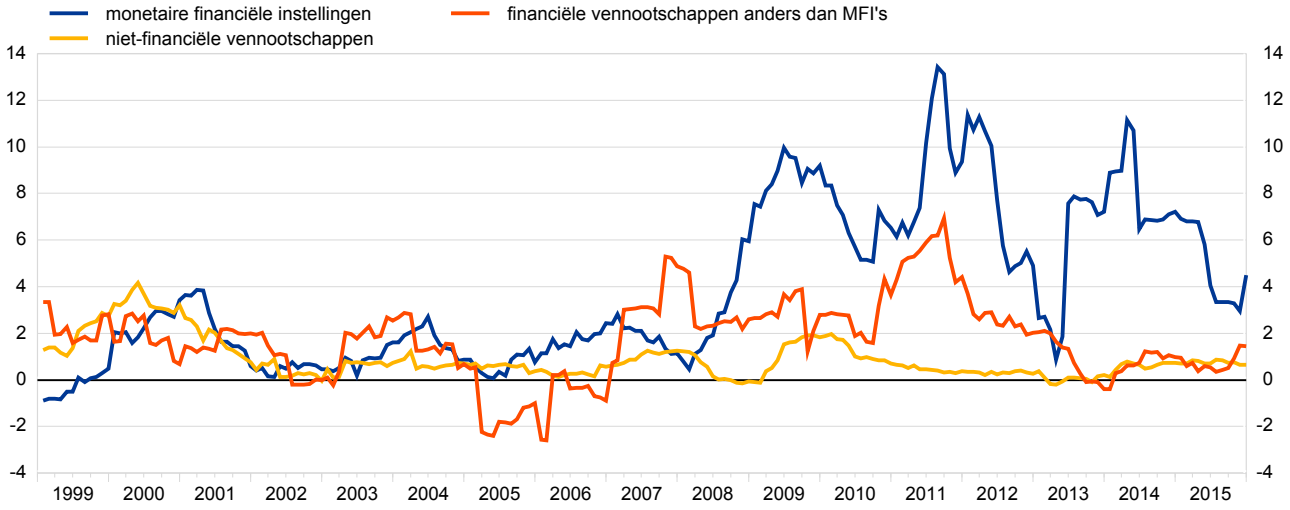
(mutaties in % per jaar; gemiddelden per periode)

| | 1999-2015 | 1999-2008 | 2009-2015 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | -0,3 | -0,9 | 0,4 | -0,7 | 1,0 | 1,3 | 1,0 |
| Duitsland | 1,3 | 1,4 | 1,0 | 0,9 | 0,3 | 0,7 | 0,9 |
| Estland | - | - | -8,0 | -5,8 | -4,5 | -3,8 | -4,8 |
| Ierland | 2,8 | 1,0 | 0,8 | 5,2 | -6,1 | -0,7 | 0,3 |
| Griekenland | 8,1 | 1,5 | 19,5 | 1,8 | 39,6 | 35,1 | 6,8 |
| Spanje | 1,2 | 1,1 | 1,3 | 1,1 | 0,8 | 0,3 | 2,5 |
| Frankrijk | 0,9 | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 0,9 | 0,7 | 0,8 |
| Italië | 1,6 | 1,1 | 1,9 | 3,7 | 0,7 | 1,4 | 1,8 |
| Cyprus | - | - | 16,0 | 13,8 | 9,3 | 13,8 | 23,1 |
| Letland | - | - | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,6 |
| Litouwen | - | - | -0,5 | - | - | -0,7 | -3,9 |
| Luxemburg | 5,3 | 5,7 | 5,5 | 4,7 | 1,2 | 5,8 | 4,2 |
| Malta | - | - | 4,1 | 0,4 | 2,2 | 5,1 | 8,0 |
| Nederland | 0,3 | 0,3 | 0,3 | -0,7 | -0,6 | 0,7 | 0,0 |
| Oostenrijk | 5,9 | 8,7 | 2,4 | 1,4 | 1,2 | 5,2 | 2,3 |
| Portugal | 2,4 | 2,3 | 2,5 | 4,0 | 2,3 | 3,2 | 3,4 |
| Slovenië | - | - | 1,0 | 0,6 | 2,8 | 1,1 | 0,5 |
| Slowakije | - | - | 0,6 | 4,0 | -0,1 | 0,0 | -0,1 |
| Finland | 0,1 | -0,5 | 1,1 | 0,9 | 1,4 | 2,3 | 0,9 |
| Eurogebied | 1,2 | 1,0 | 1,2 | 1,2 | 0,6 | 1,3 | 1,2 |

Bron: ECB.

## Grafiek 1.9 Beursgenoteerde aandelen uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, naar sector

(mutaties in % per jaar)




Bron: ECB.

# 1. Financiële en monetaire ontwikkelingen

## 1.10 Monetaire aggregaten, componenten en tegenposten [1)]

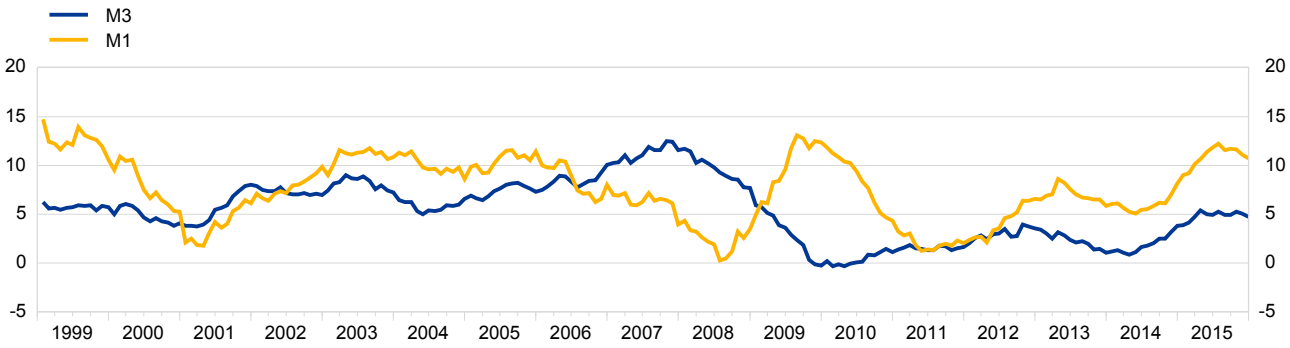
(mutaties in % per jaar per einde van elk jaar; gemiddelden per periode; voor seizoen gecorrigeerd)

| | 1999-2015 | 1999-2008 | 2009-2015 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Componenten van M3** | | | | | | | |
| M3 | 5,3 | 7,5 | 2,2 | 3,5 | 1,0 | 3,8 | 4,7 |
| M2 | 5,6 | 7,3 | 3,1 | 4,5 | 2,5 | 3,8 | 5,2 |
| M1 | 7,5 | 7,8 | 7,1 | 6,5 | 5,8 | 8,1 | 10,7 |
| Chartaal geld in omloop | 7,5 | 9,0 | 5,5 | 2,4 | 5,3 | 6,4 | 6,7 |
| Girale deposito's | 7,5 | 7,6 | 7,4 | 7,4 | 5,9 | 8,4 | 11,5 |
| M2-M1 (overige kortlopende deposito's) | 3,3 | 7,1 | -1,9 | 2,0 | -1,8 | -2,3 | -3,5 |
| Deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar | 2,5 | 10,3 | -7,7 | -2,1 | -6,4 | -5,4 | -9,1 |
| Deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden | 3,8 | 3,3 | 4,5 | 5,9 | 2,2 | 0,1 | 0,5 |
| M3-M2 (verhandelbare instrumenten) | 2,3 | 8,8 | -6,2 | -6,5 | -16,1 | 4,0 | -2,8 |
| Repo's | 0,1 | 6,2 | -8,2 | -11,4 | -9,2 | 0,8 | -35,1 |
| Aandelen in geldmarktfondsen | 3,9 | 9,4 | -3,5 | -3,9 | -10,4 | 2,6 | 11,9 |
| Schuldbewijzen uitgegeven met een looptijd tot en met 2 jaar | -1,2 | 11,9 | -17,2 | -9,7 | -38,0 | 18,7 | -25,5 |
| **Tegenposten van M3[2)]** | | | | | | | |
| Passiva MFI'S: | | | | | | | |
| Aanhoudingen overheid | 3,4 | 7,2 | -1,8 | -1,2 | -14,7 | -2,2 | 3,0 |
| Langerlopende financiële verplichtingen t.o.v. overige ingezetenen van het eurogebied | 4,1 | 6,6 | 0,7 | -1,5 | -1,2 | -2,2 | -3,0 |
| Deposito's met een vaste looptijd van meer dan twee jaar | 3,3 | 5,8 | -0,2 | -6,1 | -0,8 | -5,2 | -4,6 |
| Deposito's met een opzegtermijn van meer dan 3 maanden | -2,7 | -0,9 | -5,3 | -8,8 | -13,5 | 2,2 | -14,5 |
| Schuldbewijzen uitgegeven met een looptijd van meer dan 2 jaar | 3,1 | 7,3 | -2,6 | -3,8 | -5,1 | -5,9 | -8,4 |
| Kapitaal en reserves | 6,7 | 7,4 | 5,7 | 7,1 | 3,4 | 4,6 | 4,3 |
| Activa MFI's: | | | | | | | |
| Kredietverlening aan ingezetenen van het eurogebied | 4,5 | 6,9 | 1,0 | 0,5 | -2,0 | -0,2 | 2,3 |
| Kredietverlening aan overheid | 2,8 | 0,6 | 5,9 | 5,8 | -0,7 | 2,1 | 7,8 |
| waarvan: leningen | 0,5 | -0,1 | 1,3 | -0,3 | -6,3 | 1,5 | -1,9 |
| Kredietverlening aan de particuliere sector[3)] | 5,0 | 8,7 | -0,1 | -0,7 | -2,3 | -0,8 | 0,8 |
| waarvan: leningen[4)] | 4,8 | 8,4 | 0,0 | -0,5 | -2,4 | -0,3 | 0,4 |

Bron: ECB.
1) De gegevens hebben betrekking op de veranderende samenstelling van het eurogebied.
2) De tabel toont uitsluitend geselecteerde tegenposten van M3, d.w.z. netto externe activa en 'overige tegenposten' (restpost) zijn niet opgenomen.
3) 'Particuliere sector' heeft betrekking op niet-MFI's in het eurogebied met uitzondering van overheid.
4) Gecorrigeerd voor verkopen en securitisatie van leningen.

## Grafiek 1.10 Monetaire aggregaten[1)]

(mutaties in % per jaar per einde van elke maand; voor seizoen gecorrigeerd)




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

# 1. Financiële en monetaire ontwikkelingen

## 1.11 MFI-leningen aan niet-financiële vennootschappen [1)]

(mutaties in % per jaar per einde van elk jaar; gemiddelden per periode; niet voor seizoen gecorrigeerd)

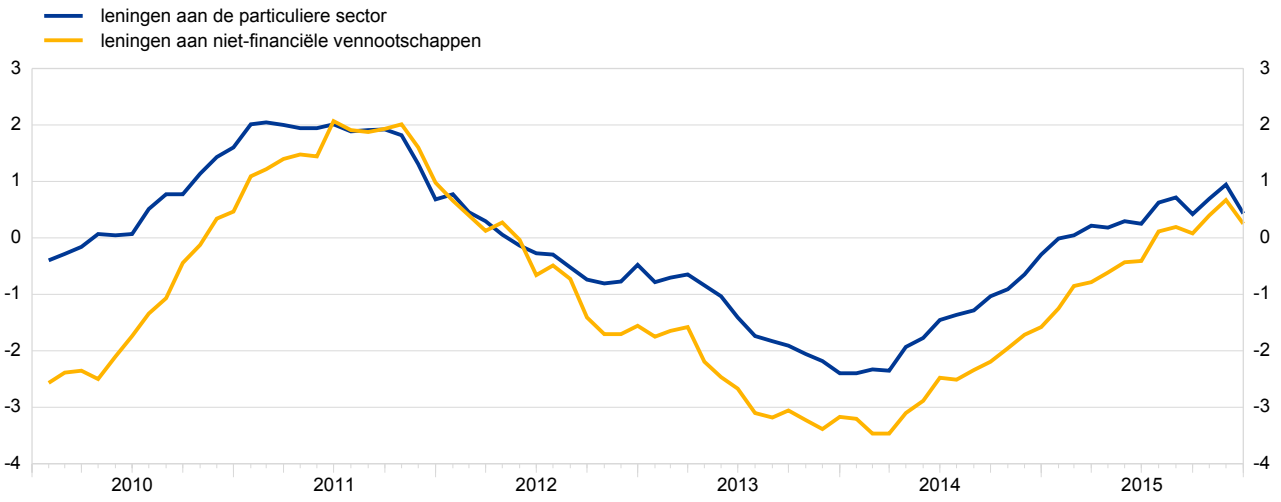
| | 2010-2015 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 2,2 | 4,9 | 2,1 | 1,3 | 1,1 | 0,6 | 3,0 |
| Duitsland | -0,2 | -0,8 | 0,3 | 0,6 | -1,9 | -0,5 | 0,8 |
| Estland | 1,0 | -5,1 | -4,9 | 3,1 | 3,6 | 3,6 | 6,4 |
| Ierland | -5,2 | -6,4 | -2,4 | -4,0 | -5,7 | -6,6 | -6,0 |
| Griekenland | -2,7 | 0,0 | -2,4 | -6,2 | -3,2 | -2,8 | -1,3 |
| Spanje | -5,0 | -0,9 | -4,0 | -7,6 | -10,1 | -6,3 | -1,0 |
| Frankrijk | 2,2 | 1,5 | 4,7 | 1,3 | -0,2 | 2,9 | 3,2 |
| Italië | -1,0 | 2,1 | 2,5 | -2,2 | -5,5 | -2,5 | -0,5 |
| Cyprus | 1,5 | 2,6 | 8,2 | 4,6 | -5,7 | -0,8 | 0,7 |
| Letland | -1,7 | - | -5,3 | 3,3 | -0,6 | -6,7 | 1,1 |
| Litouwen | -1,4 | -9,5 | 0,3 | 2,5 | -3,2 | -1,2 | 3,3 |
| Luxemburg | -2,0 | -6,8 | -5,4 | -7,5 | -3,0 | 2,9 | 9,1 |
| Malta | -3,5 | -2,0 | 2,8 | -1,7 | -9,1 | 4,9 | -14,7 |
| Nederland | -0,1 | 1,7 | 3,7 | 2,8 | 1,7 | -5,0 | -5,1 |
| Oostenrijk | 1,3 | 1,9 | 3,8 | 0,5 | -0,2 | 1,0 | 0,8 |
| Portugal | -2,9 | 1,7 | -2,7 | -5,2 | -3,0 | -6,8 | -1,3 |
| Slovenië | -6,4 | -0,1 | -3,4 | -4,8 | -7,8 | -13,9 | -7,5 |
| Slowakije | 2,9 | 1,6 | 7,6 | -2,3 | 1,7 | 1,9 | 7,3 |
| Finland | 5,8 | 4,2 | 9,9 | 4,7 | 5,7 | 5,0 | 5,2 |
| Eurogebied | -0,8 | 0,5 | 1,0 | -1,6 | -3,2 | -1,6 | 0,2 |
| Bulgarije | 2,9 | 2,7 | 6,0 | 5,4 | 1,4 | 2,4 | -0,5 |
| Tsjechië | 3,4 | 1,7 | 6,3 | 2,4 | 2,4 | 1,7 | 6,3 |
| Denemarken | -1,2 | -1,9 | -4,5 | -2,0 | 1,1 | 0,5 | -0,2 |
| Kroatië | -4,7 | - | - | -12,3 | 0,5 | -3,4 | -3,1 |
| Hongarije | -3,2 | -3,0 | -5,9 | -3,6 | -1,3 | 1,8 | -7,1 |
| Polen | 5,4 | -1,2 | 14,0 | 5,8 | 1,5 | 5,1 | 7,9 |
| Roemenië | 1,3 | 9,4 | 9,9 | 1,2 | -5,7 | -3,5 | -2,6 |
| Zweden | 3,1 | 3,4 | 6,6 | 2,3 | 1,0 | 2,6 | 2,8 |
| Verenigd Koninkrijk | -4,6 | -7,1 | -5,7 | -5,1 | -5,6 | -3,4 | -0,4 |

Bron: ECB.

1) De gegevens voor landen van het eurogebied hebben betrekking op leningen verstrekt door overige MFI's aan niet-financiële vennootschappen in het eurogebied, en de gegevens voor EU-landen buiten het eurogebied hebben betrekking op leningen verstrekt aan binnenlandse niet-financiële vennootschappen. De gegevens voor de landen van het eurogebied zijn gecorrigeerd voor verkopen en securitisatie van leningen.

## Grafiek 1.11 MFI-leningen aan de particuliere sector en aan niet-financiële vennootschappen [1)]

(mutaties in % per jaar per einde van elke maand; gecorrigeerd voor seizoen en voor verkopen en securitisatie van leningen)




Bron: ECB.

1) 'Particuliere sector' heeft betrekking op niet-MFI's in het eurogebied met uitzondering van overheid.

# 1. Financiële en monetaire ontwikkelingen

## 1.12 MFI-leningen aan huishoudens [1)]

(mutaties in % per jaar per einde van elk jaar; gemiddelden per periode; niet voor seizoen gecorrigeerd)

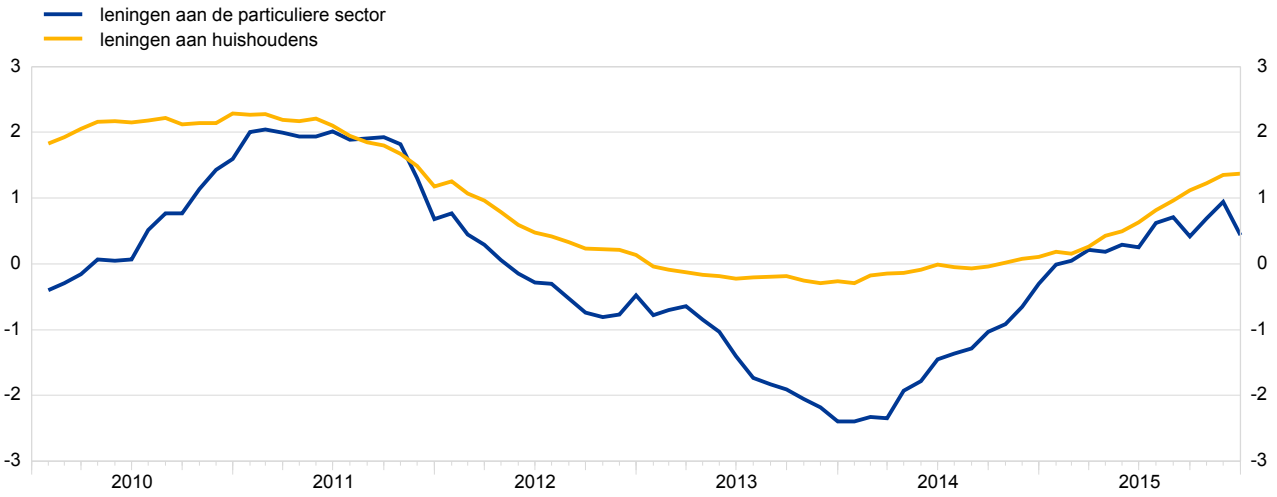
| | 2010-2015 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 4,3 | 6,3 | 5,3 | 4,1 | 2,2 | 3,8 | 4,3 |
| Duitsland | 1,3 | 0,7 | 0,7 | 1,3 | 1,2 | 1,5 | 2,8 |
| Estland | -0,1 | -3,0 | -2,2 | -2,3 | 0,4 | 2,5 | 3,9 |
| Ierland | -4,0 | -5,4 | -3,8 | -3,8 | -3,9 | -3,6 | -3,6 |
| Griekenland | -3,0 | -0,6 | -4,3 | -4,2 | -3,0 | -3,0 | -2,8 |
| Spanje | -2,9 | -0,1 | -2,7 | -3,8 | -4,7 | -3,8 | -2,2 |
| Frankrijk | 3,5 | 6,1 | 4,5 | 2,5 | 2,6 | 1,9 | 3,5 |
| Italië | 1,1 | 5,0 | 3,4 | -0,5 | -1,3 | -0,5 | 0,8 |
| Cyprus | 1,1 | 9,1 | 4,7 | 1,7 | -4,6 | -2,7 | -1,0 |
| Letland | -4,5 | - | -6,2 | -5,3 | -4,8 | -3,9 | -2,5 |
| Litouwen | -0,4 | -5,2 | -1,7 | -1,5 | 0,0 | 1,5 | 4,9 |
| Luxemburg | 4,3 | 2,2 | 5,2 | 5,6 | 3,9 | 4,1 | 4,9 |
| Malta | 5,8 | 6,5 | 6,2 | 4,4 | 4,3 | 6,8 | 6,5 |
| Nederland | -0,3 | 1,6 | 0,8 | -0,4 | -1,7 | -1,4 | -0,7 |
| Oostenrijk | 1,1 | 0,7 | 1,5 | 0,6 | 0,6 | 1,1 | 1,9 |
| Portugal | -2,5 | 2,1 | -2,2 | -4,4 | -4,1 | -3,5 | -2,6 |
| Slovenië | 0,7 | 8,0 | 1,7 | -1,7 | -2,8 | -1,5 | 0,6 |
| Slowakije | 11,7 | 12,5 | 11,1 | 10,3 | 10,3 | 13,2 | 13,1 |
| Finland | 3,9 | 6,1 | 5,6 | 4,9 | 2,1 | 1,9 | 2,7 |
| Eurogebied | 0,8 | 2,3 | 1,2 | 0,1 | -0,3 | 0,1 | 1,4 |
| Bulgarije | -0,1 | 0,2 | 0,3 | -0,3 | 0,4 | -1,0 | -0,3 |
| Tsjechië | 5,7 | 7,2 | 6,4 | 4,5 | 5,0 | 4,5 | 6,8 |
| Denemarken | 0,4 | 1,4 | 0,8 | 0,6 | -1,6 | 0,2 | 0,8 |
| Kroatië | -1,4 | - | - | -1,5 | -1,3 | -1,0 | -1,7 |
| Hongarije | -8,7 | -4,4 | -16,7 | -6,0 | -5,8 | -7,1 | -12,0 |
| Polen | 5,4 | 10,3 | 2,7 | 7,0 | 3,9 | 4,1 | 4,6 |
| Roemenië | 1,5 | 3,6 | 4,6 | -2,0 | -1,4 | 0,3 | 4,1 |
| Zweden | 6,0 | 8,0 | 5,3 | 4,4 | 4,9 | 5,8 | 7,5 |
| Verenigd Koninkrijk | 0,2 | -5,6 | -0,2 | 0,6 | 0,6 | 2,8 | 3,3 |

Bron: ECB.

1) De gegevens voor landen van het eurogebied hebben betrekking op leningen verstrekt door overige MFI's aan huishoudens in het eurogebied, en de gegevens voor EU-landen buiten het eurogebied hebben betrekking op leningen verstrekt aan binnenlandse huishoudens. De gegevens voor de landen van het eurogebied zijn gecorrigeerd voor verkopen en securitisatie van leningen.

## Grafiek 1.12 MFI-leningen aan de particuliere sector en aan huishoudens [1)]

(mutaties in % per jaar per einde van elke maand; gecorrigeerd voor seizoen en voor verkopen en securitisatie van leningen)




Bron: ECB.

1) 'Particuliere sector' heeft betrekking op niet-MFI's in het eurogebied met uitzondering van overheid.

# 2. Economische bedrijvigheid

## 2.1 Bbp

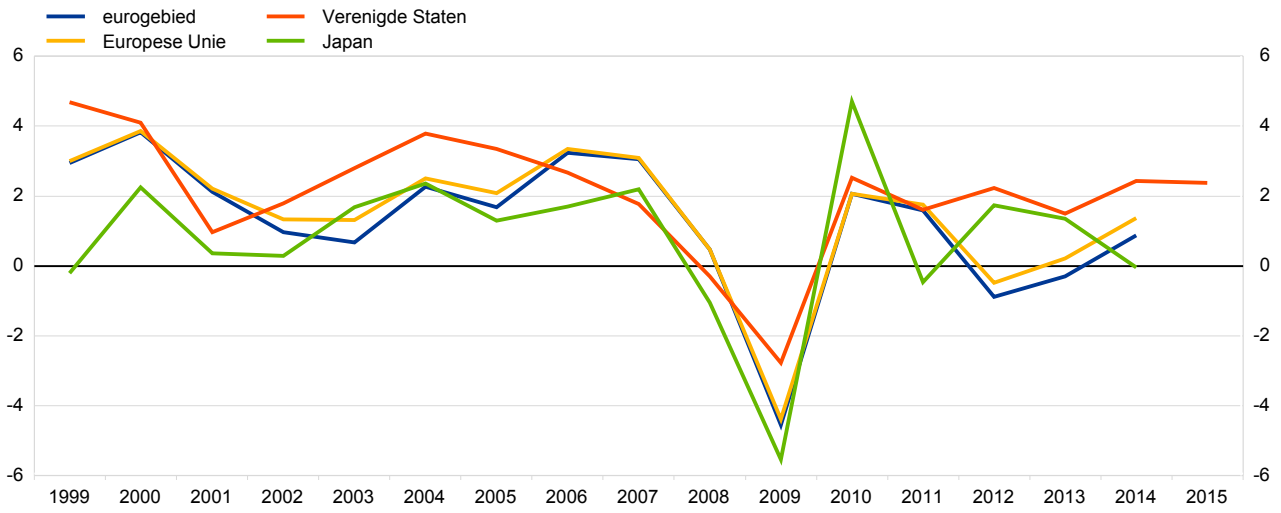
(kettingvolumes; mutaties in % per jaar)

| | 1999-2015[1),2)] | 1999-2008[1)] | 2009-2015[2)] | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 1,7 | 2,3 | 0,6 | 0,2 | 0,0 | 1,3 | . |
| Duitsland | 1,3 | 1,6 | 0,8 | 0,4 | 0,3 | 1,6 | 1,7 |
| Estland | 3,7 | 5,7 | 0,5 | 5,2 | 1,6 | 2,9 | . |
| Ierland | 3,7 | 5,6 | 0,6 | 0,2 | 1,4 | 5,2 | . |
| Griekenland | 0,3 | 3,5 | -4,8 | -7,3 | -3,2 | 0,7 | . |
| Spanje | 1,7 | 3,6 | -1,3 | -2,6 | -1,7 | 1,4 | . |
| Frankrijk | 1,4 | 2,0 | 0,5 | 0,2 | 0,7 | 0,2 | 1,1 |
| Italië | 0,2 | 1,2 | -1,4 | -2,8 | -1,7 | -0,4 | . |
| Cyprus | 1,9 | 4,2 | -1,9 | -2,4 | -5,9 | -2,5 | . |
| Letland | 3,8 | 6,6 | -0,7 | 4,0 | 3,0 | 2,4 | . |
| Litouwen | 3,8 | 6,1 | 0,5 | 3,8 | 3,5 | 3,0 | 1,6 |
| Luxemburg | 2,7 | 3,4 | 1,7 | -0,8 | 4,3 | 4,1 | . |
| Malta | 2,4 | 2,4 | 2,3 | 2,9 | 4,0 | 4,1 | . |
| Nederland | 1,5 | 2,5 | 0,1 | -1,1 | -0,5 | 1,0 | 1,9 |
| Oostenrijk | 1,6 | 2,4 | 0,4 | 0,8 | 0,3 | 0,4 | 0,9 |
| Portugal | 0,5 | 1,6 | -1,2 | -4,0 | -1,1 | 0,9 | . |
| Slovenië | 2,2 | 4,3 | -1,2 | -2,7 | -1,1 | 3,0 | . |
| Slowakije | 3,6 | 5,0 | 1,3 | 1,5 | 1,4 | 2,5 | . |
| Finland | 1,7 | 3,3 | -1,0 | -1,4 | -0,8 | -0,7 | . |
| Eurogebied | 1,2 | 2,1 | -0,2 | -0,9 | -0,3 | 0,9 | . |
| Bulgarije | 3,0 | 4,8 | 0,1 | 0,2 | 1,3 | 1,5 | . |
| Tsjechië | 2,5 | 4,0 | 0,0 | -0,9 | -0,5 | 2,0 | . |
| Denemarken | 1,0 | 1,7 | -0,3 | -0,1 | -0,2 | 1,3 | . |
| Kroatië | 1,5 | 3,7 | -2,2 | -2,2 | -1,1 | -0,4 | . |
| Hongarije | 2,1 | 3,4 | -0,1 | -1,7 | 1,9 | 3,7 | . |
| Polen | 3,7 | 4,2 | 2,9 | 1,6 | 1,3 | 3,3 | . |
| Roemenië | 3,3 | 5,4 | 0,0 | 0,6 | 3,5 | 3,0 | . |
| Zweden | 2,3 | 3,0 | 1,1 | -0,3 | 1,2 | 2,3 | . |
| Verenigd Koninkrijk | 2,0 | 2,6 | 1,1 | 1,2 | 2,2 | 2,9 | 2,2 |
| Europese Unie | 1,5 | 2,3 | 0,1 | -0,5 | 0,2 | 1,4 | . |
| Verenigde Staten | 2,1 | 2,6 | 1,4 | 2,2 | 1,5 | 2,4 | 2,4 |
| Japan | 0,8 | 1,1 | 0,3 | 1,7 | 1,4 | 0,0 | . |

Bronnen: Eurostat, OESO (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.
1) Gegevens voor Luxemburg en Malta beschikbaar vanaf 2001.
2) Waar gegevens niet beschikbaar zijn voor 2015, betreft het aangegeven gemiddelde de perioden 1999-2014 en 2009-2014.

## Grafiek 2.1 Bbp

(kettingvolumes; mutaties in % per jaar)




Bronnen: Eurostat, OESO (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.

# 2. Economische bedrijvigheid

## 2.2 Particuliere consumptie

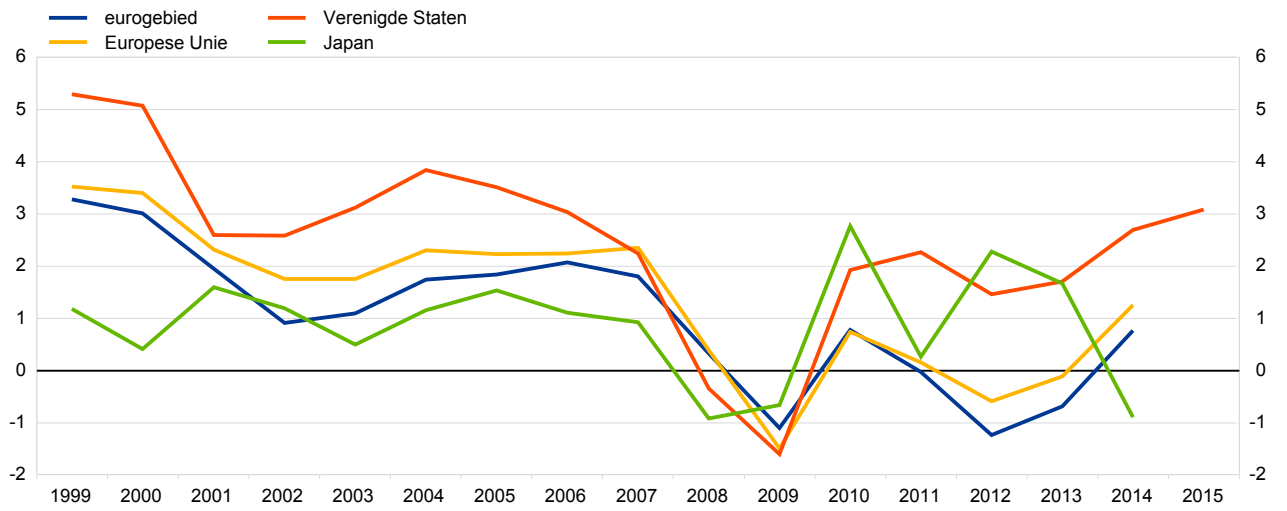
(kettingvolumes; mutaties in % per jaar)

| | 1999-2015[1),2)] | 1999-2008[1)] | 2009-2015[2)] | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 1,2 | 1,4 | 0,9 | 0,6 | 0,9 | 0,4 | . |
| Duitsland | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 1,0 | 0,6 | 0,9 | 1,9 |
| Estland | 3,9 | 6,6 | -0,5 | 4,4 | 3,8 | 3,5 | . |
| Ierland | 3,1 | 5,5 | -0,8 | -1,0 | 0,1 | 2,1 | . |
| Griekenland | 0,4 | 3,7 | -4,7 | -8,0 | -2,3 | 0,5 | . |
| Spanje | 1,3 | 3,3 | -1,9 | -3,5 | -3,1 | 1,2 | . |
| Frankrijk | 1,6 | 2,3 | 0,7 | -0,2 | 0,4 | 0,6 | 1,4 |
| Italië | 0,2 | 1,0 | -1,1 | -3,9 | -2,7 | 0,4 | . |
| Cyprus | 2,7 | 5,4 | -1,6 | -0,8 | -5,9 | 0,6 | . |
| Letland | 3,9 | 6,5 | -0,3 | 3,2 | 5,1 | 2,3 | . |
| Litouwen | 4,6 | 8,1 | -1,0 | 3,6 | 4,3 | 4,1 | . |
| Luxemburg | 2,2 | 2,3 | 2,0 | 2,7 | 0,9 | 3,7 | . |
| Malta | 1,6 | 1,7 | 1,5 | -0,2 | 2,0 | 2,8 | . |
| Nederland | 0,8 | 1,6 | -0,4 | -1,2 | -1,4 | 0,0 | 1,6 |
| Oostenrijk | 1,3 | 1,8 | 0,6 | 0,6 | 0,1 | 0,0 | 0,4 |
| Portugal | 0,7 | 2,0 | -1,4 | -5,5 | -1,2 | 2,2 | . |
| Slovenië | 1,7 | 3,1 | -0,7 | -2,5 | -4,1 | 0,7 | . |
| Slowakije | 2,9 | 4,6 | 0,1 | -0,4 | -0,8 | 2,3 | . |
| Finland | 2,2 | 3,2 | 0,6 | 0,3 | -0,5 | 0,6 | . |
| Eurogebied | 1,0 | 1,8 | -0,3 | -1,2 | -0,7 | 0,8 | . |
| Bulgarije | 4,6 | 7,3 | 0,2 | 3,3 | -1,4 | 2,7 | . |
| Tsjechië | 2,1 | 3,3 | 0,2 | -1,5 | 0,7 | 1,5 | . |
| Denemarken | 0,9 | 1,7 | -0,3 | 0,4 | -0,1 | 0,5 | . |
| Kroatië | 1,2 | 3,5 | -2,4 | -3,0 | -1,8 | -0,7 | . |
| Hongarije | 1,7 | 3,7 | -1,5 | -2,2 | 0,3 | 1,8 | . |
| Polen | 3,3 | 4,0 | 2,1 | 0,7 | 0,2 | 2,5 | . |
| Roemenië | 4,7 | 7,9 | -0,5 | 1,2 | 0,7 | 3,8 | . |
| Zweden | 2,4 | 2,7 | 1,8 | 0,8 | 1,9 | 2,2 | . |
| Verenigd Koninkrijk | 2,2 | 3,2 | 0,5 | 1,8 | 1,9 | 2,5 | . |
| Europese Unie | 1,4 | 2,2 | 0,0 | -0,6 | -0,1 | 1,3 | . |
| Verenigde Staten | 2,5 | 3,1 | 1,6 | 1,5 | 1,7 | 2,7 | 3,1 |
| Japan | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 2,3 | 1,7 | -0,9 | . |

Bronnen: Eurostat, OESO (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.
1) Gegevens voor Luxemburg en Malta beschikbaar vanaf 2001.
2) Waar gegevens niet beschikbaar zijn voor 2015, betreft het aangegeven gemiddelde de perioden 1999-2014 en 2009-2014.

## Grafiek 2.2 Particuliere consumptie

(kettingvolumes; mutaties in % per jaar)




Bronnen: Eurostat, OESO (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.

# 2. Economische bedrijvigheid

## 2.3 Overheidsconsumptie

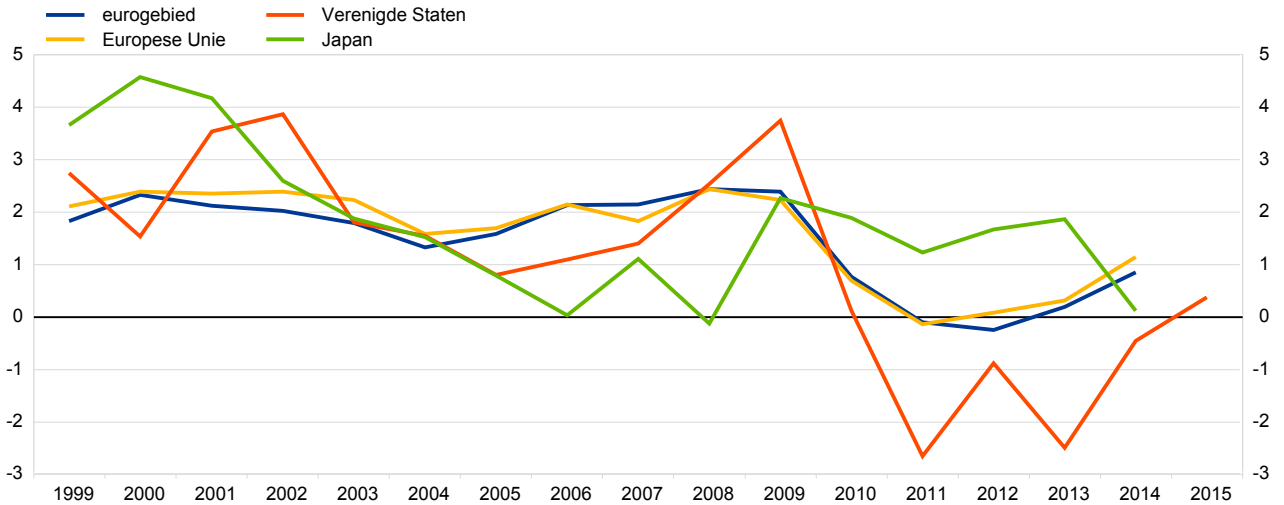
(kettingvolumes; mutaties in % per jaar)

| | 1999-2015[1),2)] | 1999-2008[1)] | 2009-2015[2)] | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 1,5 | 1,9 | 0,9 | 1,5 | -0,1 | 0,6 | . |
| Duitsland | 1,3 | 1,0 | 1,7 | 1,3 | 0,8 | 1,7 | 2,8 |
| Estland | 2,2 | 3,0 | 1,0 | 3,6 | 1,5 | 3,0 | . |
| Ierland | 2,8 | 5,3 | -1,1 | -1,2 | 0,0 | 4,0 | . |
| Griekenland | 0,6 | 3,5 | -4,1 | -6,0 | -6,5 | -2,6 | . |
| Spanje | 2,9 | 5,0 | -0,4 | -4,5 | -2,8 | 0,0 | . |
| Frankrijk | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 1,7 | 1,5 | 1,5 |
| Italië | 0,7 | 1,4 | -0,5 | -1,4 | -0,3 | -0,7 | . |
| Cyprus | 1,6 | 3,8 | -2,0 | -3,7 | -4,1 | -9,0 | . |
| Letland | 1,1 | 2,8 | -1,7 | 0,3 | 1,6 | 4,9 | . |
| Litouwen | 0,8 | 1,4 | -0,2 | 1,3 | 1,0 | 1,3 | . |
| Luxemburg | 3,4 | 3,3 | 3,4 | 3,6 | 3,9 | 4,5 | . |
| Malta | 2,7 | 2,8 | 2,7 | 6,3 | 0,2 | 7,8 | . |
| Nederland | 2,3 | 3,4 | 0,6 | -1,3 | 0,1 | 0,3 | 0,0 |
| Oostenrijk | 1,3 | 1,7 | 0,7 | 0,2 | 0,6 | 0,8 | 1,0 |
| Portugal | 0,8 | 2,2 | -1,4 | -3,3 | -2,0 | -0,5 | . |
| Slovenië | 1,8 | 3,2 | -0,5 | -2,3 | -1,5 | -0,1 | . |
| Slowakije | 2,6 | 3,0 | 1,9 | -2,6 | 2,2 | 5,9 | . |
| Finland | 1,2 | 1,6 | 0,4 | 0,5 | 1,1 | -0,3 | . |
| Eurogebied | 1,5 | 2,0 | 0,6 | -0,2 | 0,2 | 0,9 | . |
| Bulgarije | 2,2 | 4,5 | -1,5 | -0,5 | 2,3 | 0,1 | . |
| Tsjechië | 1,4 | 2,1 | 0,5 | -1,8 | 2,4 | 1,8 | . |
| Denemarken | 1,4 | 2,0 | 0,4 | 0,0 | -0,7 | 0,2 | . |
| Kroatië | 1,1 | 2,0 | -0,4 | -1,0 | 0,3 | -1,9 | . |
| Hongarije | 1,5 | 1,9 | 0,8 | -1,5 | 2,4 | 2,9 | . |
| Polen | 3,3 | 4,1 | 1,9 | -0,4 | 2,2 | 4,9 | . |
| Roemenië | 0,4 | 1,2 | -0,8 | 0,4 | -4,6 | 0,3 | . |
| Zweden | 1,0 | 0,7 | 1,4 | 1,1 | 1,3 | 1,3 | . |
| Verenigd Koninkrijk | 2,2 | 2,9 | 1,0 | 1,8 | 0,5 | 2,5 | . |
| Europese Unie | 1,6 | 2,1 | 0,7 | 0,1 | 0,3 | 1,1 | . |
| Verenigde Staten | 1,1 | 2,1 | -0,3 | -0,9 | -2,5 | -0,5 | 0,4 |
| Japan | 1,8 | 2,0 | 1,5 | 1,7 | 1,9 | 0,1 | . |

Bronnen: Eurostat, OESO (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.
1) Gegevens voor Luxemburg en Malta beschikbaar vanaf 2001.
2) Waar gegevens niet beschikbaar zijn voor 2015, betreft het aangegeven gemiddelde de perioden 1999-2014 en 2009-2014.

## Grafiek 2.3 Overheidsconsumptie

(kettingvolumes; mutaties in % per jaar)




Bronnen: Eurostat, OESO (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.

# 2. Economische bedrijvigheid

## 2.4 Bruto investeringen in activa

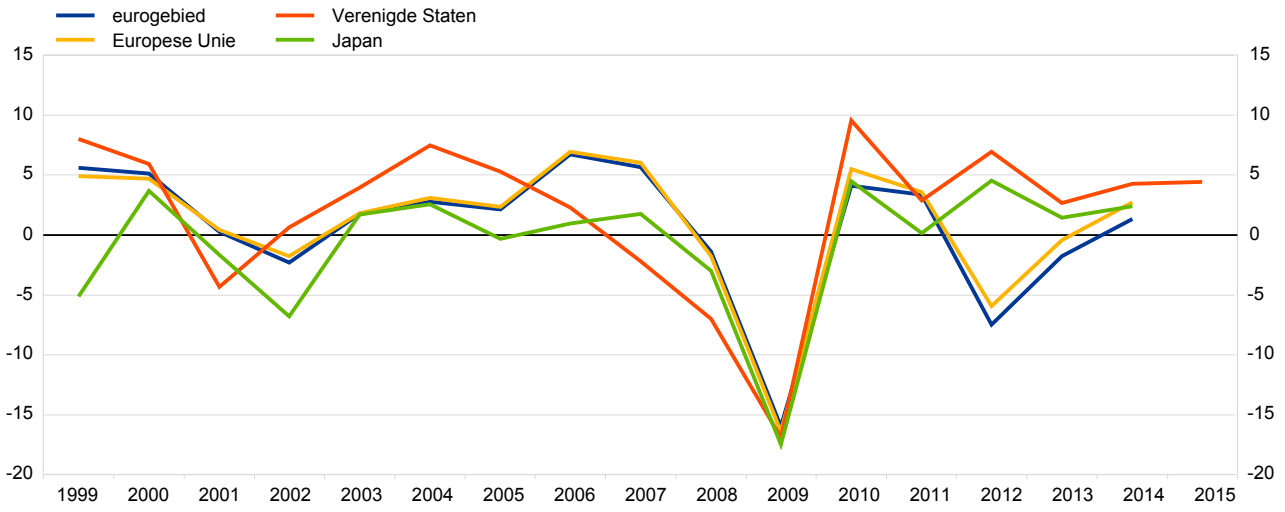
(kettingvolumes; mutaties in % per jaar)

| | 1999-2015[1),2)] | 1999-2008[1)] | 2009-2015[2)] | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 1,9 | 3,6 | -0,7 | -3,5 | -4,7 | 6,2 | . |
| Duitsland | 0,2 | 0,8 | -0,5 | -8,2 | 1,5 | 2,0 | -0,5 |
| Estland | 4,7 | 7,7 | -0,1 | 18,5 | -0,8 | 5,9 | . |
| Ierland | 2,4 | 5,1 | -2,0 | 6,8 | -5,1 | 16,5 | . |
| Griekenland | -3,3 | 4,4 | -14,9 | -24,0 | -10,8 | 9,9 | . |
| Spanje | 0,9 | 5,3 | -6,1 | -8,1 | -3,6 | 4,8 | . |
| Frankrijk | 1,6 | 3,4 | -0,8 | -2,5 | 0,4 | -0,3 | 1,1 |
| Italië | -0,9 | 2,4 | -6,2 | -14,9 | -5,3 | -4,1 | . |
| Cyprus | -0,1 | 8,3 | -12,7 | -16,2 | -23,5 | 1,5 | . |
| Letland | 3,8 | 11,1 | -7,3 | -1,1 | -4,3 | -5,5 | . |
| Litouwen | 2,7 | 8,9 | -6,7 | -12,2 | 1,8 | 0,4 | . |
| Luxemburg | 2,9 | 4,3 | 1,2 | -2,1 | -3,0 | 10,0 | . |
| Malta | 0,0 | 0,9 | -1,1 | -4,4 | 1,1 | 4,9 | . |
| Nederland | 0,6 | 2,3 | -1,7 | -6,2 | -5,2 | 2,7 | 6,8 |
| Oostenrijk | 0,6 | 1,7 | -1,0 | -0,3 | -2,2 | -1,6 | -0,8 |
| Portugal | -2,5 | 0,4 | -7,2 | -18,1 | -5,1 | 5,5 | . |
| Slovenië | 0,5 | 6,9 | -9,2 | -17,5 | 2,7 | 5,7 | . |
| Slowakije | 0,9 | 3,6 | -3,4 | -14,0 | 1,5 | 2,6 | . |
| Finland | 0,9 | 3,2 | -2,8 | -6,4 | -4,9 | -0,4 | . |
| Eurogebied | 0,5 | 2,6 | -3,0 | -7,5 | -1,8 | 1,3 | . |
| Bulgarije | 5,8 | 14,7 | -7,6 | 2,5 | -3,3 | 4,4 | . |
| Tsjechië | 2,2 | 5,4 | -3,1 | -4,1 | -5,0 | 4,4 | . |
| Denemarken | 0,8 | 2,5 | -2,0 | 1,6 | 0,4 | 4,6 | . |
| Kroatië | 1,3 | 7,9 | -8,9 | -6,5 | -0,4 | -4,7 | . |
| Hongarije | 0,2 | 2,2 | -3,1 | -7,2 | 3,8 | 11,3 | . |
| Polen | 3,5 | 4,7 | 1,6 | -3,9 | -5,8 | 12,6 | . |
| Roemenië | 5,5 | 12,2 | -4,7 | -4,8 | 0,5 | 3,2 | . |
| Zweden | 3,0 | 4,3 | 0,8 | -5,0 | 1,6 | 8,0 | . |
| Verenigd Koninkrijk | 1,7 | 1,1 | 2,8 | 2,1 | 8,4 | 6,7 | . |
| Europese Unie | 0,8 | 2,6 | -2,1 | -6,0 | -0,4 | 2,7 | . |
| Verenigde Staten | 1,6 | 1,9 | 1,6 | 6,9 | 2,7 | 4,3 | 4,4 |
| Japan | -0,8 | -0,7 | -1,1 | 4,5 | 1,4 | 2,4 | . |

Bronnen: Eurostat, OESO (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen
1) Gegevens voor Luxemburg en Malta beschikbaar vanaf 2001.
2) Waar gegevens niet beschikbaar zijn voor 2015, betreft het aangegeven gemiddelde de perioden 1999-2014 en 2009-2014.

## Grafiek 2.4 Bruto investeringen in activa

(kettingvolumes; mutaties in % per jaar)




Bronnen: Eurostat, OESO (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.

# 2. Economische bedrijvigheid

## 2.5 Uitvoer van goederen en diensten

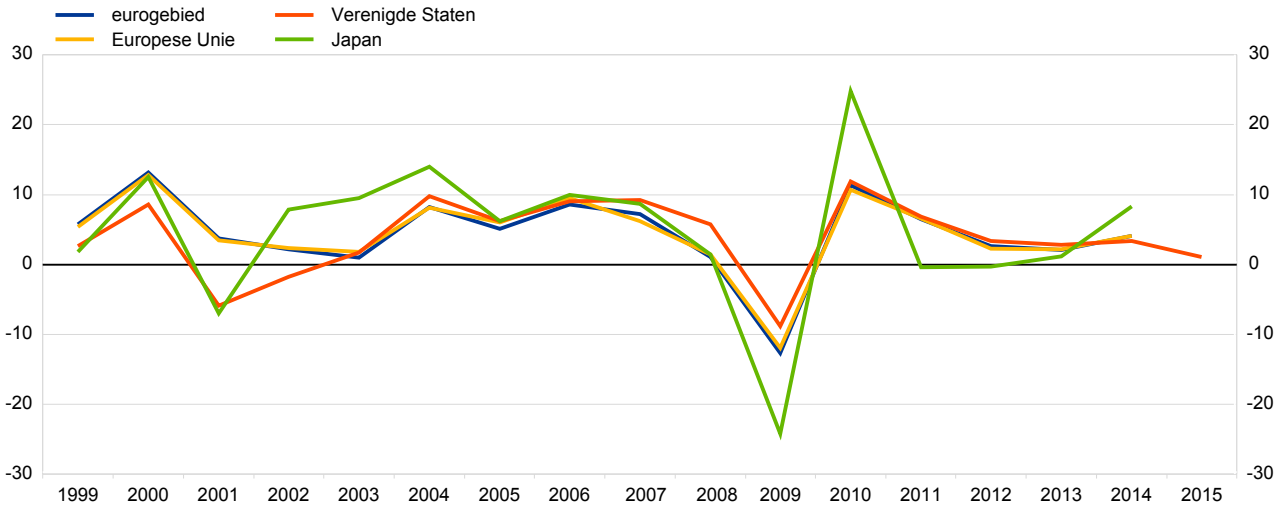
(kettingvolumes; mutaties in % per jaar)

| | 1999-2015[1),2)] | 1999-2008[1)] | 2009-2015[2)] | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 3,8 | 4,6 | 2,5 | 1,8 | 1,6 | 5,4 | . |
| Duitsland | 5,4 | 7,2 | 2,8 | 2,8 | 1,6 | 4,0 | 5,4 |
| Estland | 6,5 | 7,0 | 5,6 | 6,2 | 4,7 | 1,8 | . |
| Ierland | 6,5 | 8,0 | 3,9 | 2,1 | 2,5 | 12,1 | . |
| Griekenland | 4,3 | 7,5 | -0,9 | 1,2 | 2,2 | 7,5 | . |
| Spanje | 3,7 | 4,5 | 2,5 | 1,1 | 4,3 | 5,1 | . |
| Frankrijk | 3,2 | 3,8 | 2,3 | 2,5 | 1,7 | 2,4 | 5,9 |
| Italië | 2,0 | 2,9 | 0,4 | 2,3 | 0,8 | 3,1 | . |
| Cyprus | 1,4 | 1,8 | 0,7 | -1,1 | 1,8 | -0,5 | . |
| Letland | 6,7 | 8,4 | 4,0 | 9,8 | 1,1 | 3,1 | . |
| Litouwen | 8,7 | 9,6 | 7,1 | 12,2 | 9,6 | 3,0 | . |
| Luxemburg | 4,8 | 6,8 | 2,3 | 0,2 | 6,9 | 6,8 | . |
| Malta | 4,7 | 6,2 | 2,7 | 6,7 | 0,8 | 0,0 | . |
| Nederland | 4,3 | 5,3 | 2,7 | 3,8 | 2,1 | 4,0 | 4,2 |
| Oostenrijk | 4,1 | 6,2 | 1,3 | 1,7 | 0,8 | 2,1 | 1,8 |
| Portugal | 4,0 | 4,4 | 3,2 | 3,4 | 7,0 | 3,9 | . |
| Slovenië | 5,9 | 8,8 | 1,2 | 0,6 | 3,1 | 5,8 | . |
| Slowakije | 9,5 | 12,6 | 4,4 | 9,3 | 6,2 | 3,6 | . |
| Finland | 3,6 | 7,1 | -2,1 | 1,2 | 1,1 | -0,9 | . |
| Eurogebied | 4,2 | 5,5 | 2,1 | 2,6 | 2,1 | 4,1 | . |
| Bulgarije | 3,8 | 3,7 | 4,0 | 0,8 | 9,2 | -0,1 | . |
| Tsjechië | 8,7 | 11,4 | 4,3 | 4,3 | 0,0 | 8,9 | . |
| Denemarken | 3,7 | 5,7 | 0,6 | 0,6 | 0,9 | 3,1 | . |
| Kroatië | 4,2 | 6,5 | 0,5 | -0,1 | 3,1 | 7,3 | . |
| Hongarije | 9,0 | 13,0 | 2,8 | -1,8 | 6,4 | 7,6 | . |
| Polen | 7,4 | 8,8 | 5,1 | 4,6 | 6,1 | 6,4 | . |
| Roemenië | 9,8 | 10,9 | 8,2 | 1,0 | 19,7 | 8,6 | . |
| Zweden | 3,9 | 5,7 | 0,9 | 1,0 | -0,8 | 3,5 | . |
| Verenigd Koninkrijk | 3,1 | 4,4 | 0,9 | 0,7 | 1,2 | 1,2 | . |
| Europese Unie | 4,3 | 5,7 | 2,1 | 2,3 | 2,2 | 4,1 | . |
| Verenigde Staten | 3,7 | 4,4 | 2,8 | 3,4 | 2,8 | 3,4 | 1,1 |
| Japan | 4,1 | 6,3 | 0,5 | -0,2 | 1,2 | 8,3 | . |

Bronnen: Eurostat, OESO (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.
1) Gegevens voor Luxemburg en Malta beschikbaar vanaf 2001.
2) Waar gegevens niet beschikbaar zijn voor 2015, betreft het aangegeven gemiddelde de perioden 1999-2014 en 2009-2014.

## Grafiek 2.5 Uitvoer van goederen en diensten

(kettingvolumes; mutaties in % per jaar)




Bronnen: Eurostat, OESO (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.

# 2. Economische bedrijvigheid

## 2.6 Invoer van goederen en diensten

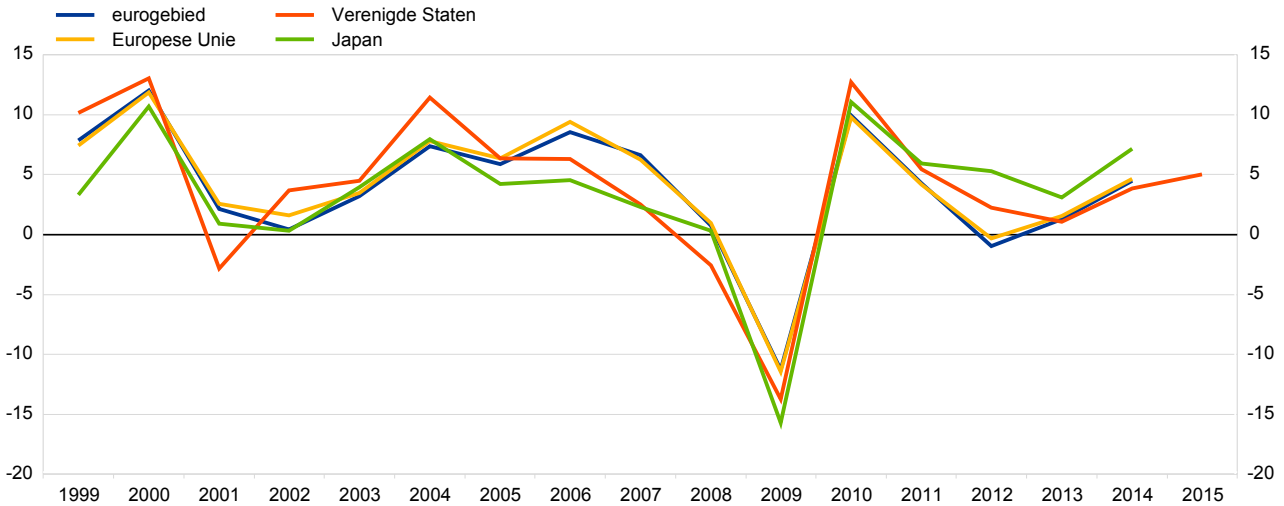
(kettingvolumes; mutaties in % per jaar)

| | 1999-2015[1),2)] | 1999-2008[1)] | 2009-2015[2)] | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 3,7 | 4,4 | 2,5 | 1,4 | 0,8 | 5,9 | . |
| Duitsland | 4,5 | 5,6 | 3,0 | -0,3 | 3,1 | 3,7 | 5,7 |
| Estland | 6,8 | 8,4 | 4,0 | 11,7 | 4,5 | 1,4 | . |
| Ierland | 5,7 | 7,5 | 2,6 | 2,9 | 0,0 | 14,7 | . |
| Griekenland | 1,9 | 7,2 | -6,5 | -9,1 | -1,9 | 7,7 | . |
| Spanje | 3,0 | 6,3 | -2,4 | -6,2 | -0,3 | 6,4 | . |
| Frankrijk | 4,1 | 5,2 | 2,5 | 0,7 | 1,7 | 3,8 | 6,4 |
| Italië | 1,6 | 3,5 | -1,6 | -8,1 | -2,5 | 2,9 | . |
| Cyprus | 1,7 | 4,6 | -3,1 | -4,4 | -3,0 | 2,0 | . |
| Letland | 5,4 | 8,8 | -0,1 | 5,4 | -0,2 | 0,8 | . |
| Litouwen | 7,8 | 11,0 | 2,6 | 6,6 | 9,3 | 2,9 | . |
| Luxemburg | 5,3 | 7,2 | 2,7 | 1,5 | 5,7 | 8,0 | . |
| Malta | 4,0 | 5,6 | 1,9 | 5,2 | -0,8 | -0,1 | . |
| Nederland | 4,1 | 5,3 | 2,4 | 2,7 | 0,9 | 4,0 | 4,9 |
| Oostenrijk | 3,4 | 4,9 | 1,2 | 1,1 | 0,0 | 1,3 | 1,6 |
| Portugal | 2,2 | 4,0 | -0,7 | -6,3 | 4,7 | 7,2 | . |
| Slovenië | 4,7 | 8,4 | -1,3 | -3,7 | 1,7 | 4,0 | . |
| Slowakije | 7,2 | 10,2 | 2,3 | 2,5 | 5,1 | 4,3 | . |
| Finland | 4,0 | 7,0 | -0,7 | 1,6 | 0,5 | 0,0 | . |
| Eurogebied | 3,8 | 5,4 | 1,1 | -1,0 | 1,3 | 4,5 | . |
| Bulgarije | 7,3 | 12,0 | -0,2 | 4,5 | 4,9 | 1,5 | . |
| Tsjechië | 8,0 | 10,9 | 3,5 | 2,7 | 0,1 | 9,8 | . |
| Denemarken | 4,1 | 6,5 | 0,1 | 1,8 | 1,1 | 3,3 | . |
| Kroatië | 3,3 | 7,3 | -3,1 | -3,0 | 3,1 | 4,3 | . |
| Hongarije | 7,9 | 12,0 | 1,5 | -3,5 | 6,3 | 8,5 | . |
| Polen | 6,0 | 7,9 | 2,8 | -0,3 | 1,7 | 10,0 | . |
| Roemenië | 10,6 | 16,0 | 2,3 | -1,8 | 8,8 | 8,9 | . |
| Zweden | 3,8 | 5,0 | 1,7 | 0,5 | -0,1 | 6,3 | . |
| Verenigd Koninkrijk | 3,5 | 5,0 | 1,2 | 2,9 | 2,8 | 2,4 | . |
| Europese Unie | 4,0 | 5,7 | 1,2 | -0,3 | 1,6 | 4,7 | . |
| Verenigde Staten | 3,9 | 5,1 | 2,1 | 2,2 | 1,1 | 3,8 | 5,0 |
| Japan | 3,3 | 3,8 | 2,4 | 5,3 | 3,1 | 7,2 | . |

Bronnen: Eurostat, OESO (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen
1) Gegevens voor Luxemburg en Malta beschikbaar vanaf 2001.
2) Waar gegevens niet beschikbaar zijn voor 2015, betreft het aangegeven gemiddelde de perioden 1999-2014 en 2009-2014.

## Grafiek 2.6 Invoer van goederen en diensten

(kettingvolumes; mutaties in % per jaar)




Bronnen: Eurostat, OESO (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.

# 2. Economische bedrijvigheid

## 2.7 Nominaal bbp

(lopende prijzen, EUR miljard)

| | 1999-2015[1),2)] | 1999-2008[1)] | 2009-2015[2)] | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 327,2 | 296,2 | 379,0 | 387,4 | 392,7 | 400,6 | . |
| Duitsland | 2.476,0 | 2.283,0 | 2.751,6 | 2.754,9 | 2.820,8 | 2.915,7 | 3.026,6 |
| Estland | 12,8 | 10,2 | 17,1 | 18,0 | 19,0 | 20,0 | . |
| Ierland | 159,6 | 150,0 | 175,5 | 174,8 | 179,4 | 189,0 | . |
| Griekenland | 192,7 | 186,3 | 203,3 | 191,2 | 180,4 | 177,6 | . |
| Spanje | 927,2 | 849,0 | 1.057,6 | 1.042,9 | 1.031,3 | 1.041,2 | . |
| Frankrijk | 1.850,8 | 1.694,7 | 2.073,7 | 2.086,9 | 2.116,6 | 2.132,4 | 2.183,3 |
| Italië | 1.489,7 | 1.418,1 | 1.608,9 | 1.614,7 | 1.606,9 | 1.613,9 | . |
| Cyprus | 15,6 | 13,8 | 18,7 | 19,5 | 18,1 | 17,4 | . |
| Letland | 16,3 | 13,5 | 20,8 | 22,0 | 22,8 | 23,6 | . |
| Litouwen | 24,8 | 19,3 | 32,6 | 33,3 | 35,0 | 36,4 | 37,2 |
| Luxemburg | 34,6 | 29,2 | 42,8 | 43,6 | 46,5 | 48,9 | . |
| Malta | 5,9 | 5,1 | 7,1 | 7,2 | 7,7 | 8,1 | . |
| Nederland | 574,7 | 524,2 | 646,9 | 645,2 | 650,9 | 662,8 | 677,8 |
| Oostenrijk | 272,1 | 242,9 | 313,7 | 317,1 | 322,9 | 329,3 | 337,1 |
| Portugal | 159,2 | 150,4 | 173,9 | 168,4 | 170,3 | 173,4 | . |
| Slovenië | 31,1 | 27,9 | 36,4 | 36,0 | 35,9 | 37,3 | . |
| Slowakije | 49,2 | 36,4 | 70,6 | 72,4 | 73,8 | 75,6 | . |
| Finland | 172,2 | 158,3 | 195,5 | 199,8 | 202,7 | 205,2 | . |
| Eurogebied | 8.724,2 | 8.107,7 | 9.751,8 | 9.835,2 | 9.933,5 | 10.108,1 | . |
| Bulgarije | 29,0 | 22,1 | 40,4 | 41,7 | 41,9 | 42,8 | . |
| Tsjechië | 121,7 | 100,6 | 156,8 | 160,7 | 156,9 | 154,7 | . |
| Denemarken | 219,6 | 202,8 | 247,8 | 252,9 | 255,2 | 260,6 | . |
| Kroatië | 38,4 | 34,6 | 44,2 | 43,9 | 43,5 | 43,0 | . |
| Hongarije | 86,0 | 77,9 | 99,6 | 99,1 | 101,3 | 104,2 | . |
| Polen | 312,1 | 257,9 | 375,3 | 389,6 | 394,7 | 410,8 | . |
| Roemenië | 96,0 | 72,8 | 134,6 | 133,5 | 144,2 | 150,2 | . |
| Zweden | 338,6 | 304,3 | 395,7 | 423,4 | 435,8 | 430,7 | . |
| Verenigd Koninkrijk | 1.876,1 | 1.831,7 | 1.950,1 | 2.054,3 | 2.043,2 | 2.254,7 | . |
| Europese Unie | 11.816,0 | 10.988,4 | 13.195,4 | 13.433,2 | 13.549,9 | 13.958,4 | . |
| Verenigde Staten | 11.049,8 | 10.584,4 | 11.825,5 | 12.574,2 | 12.546,4 | 13.058,4 | 16.167,3 |
| Japan | 3.947,7 | 3.934,3 | 3.970,1 | 4.637,8 | 3.694,8 | 3.470,5 | . |

Bronnen: Eurostat, OESO (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.
1) Gegevens voor Kroatië, Luxemburg en Malta beschikbaar vanaf 2000, en voor Polen vanaf 2002.
2) Waar gegevens niet beschikbaar zijn voor 2015, betreft het aangegeven gemiddelde de perioden 1999-2014 en 2009-2014.

# 2. Economische bedrijvigheid

## 2.8 Bbp per capita

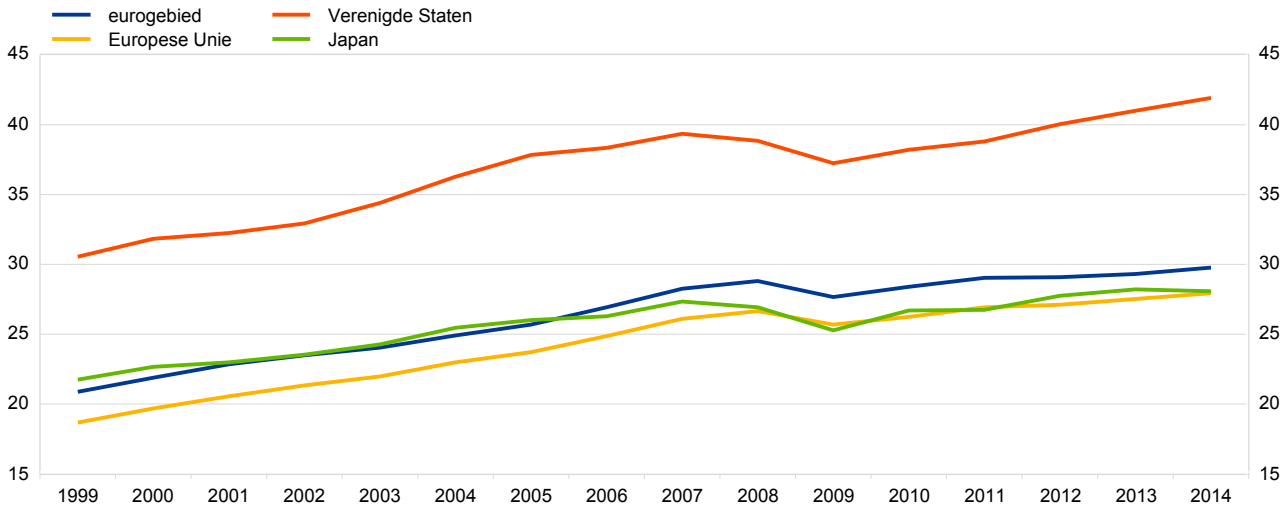
(lopende prijzen; PPP's[1)] in EUR duizend)

| | 1999-2014[2)] | 1999-2008[2)] | 2009-2014 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 28,5 | 26,7 | 31,7 | 32,2 | 32,4 | 32,4 | 33,0 |
| Duitsland | 28,7 | 26,3 | 32,9 | 33,5 | 34,0 | 34,3 | 35,3 |
| Estland | 14,4 | 12,1 | 18,6 | 18,7 | 19,6 | 20,4 | 20,7 |
| Ierland | 32,3 | 30,6 | 35,4 | 35,6 | 35,6 | 36,5 | 37,6 |
| Griekenland | 20,7 | 20,4 | 21,8 | 20,8 | 19,8 | 19,9 | 20,0 |
| Spanje | 23,3 | 22,1 | 25,8 | 25,4 | 25,2 | 25,4 | 25,6 |
| Frankrijk | 26,2 | 24,7 | 28,8 | 29,1 | 29,1 | 29,3 | 30,0 |
| Italië | 25,6 | 24,8 | 27,3 | 27,7 | 27,3 | 27,1 | 27,0 |
| Cyprus | 23,0 | 21,6 | 25,9 | 25,8 | 25,4 | 24,2 | 23,7 |
| Letland | 12,8 | 11,3 | 15,6 | 15,1 | 16,3 | 17,2 | 17,6 |
| Litouwen | 13,2 | 10,6 | 17,7 | 17,6 | 18,8 | 20,0 | 20,6 |
| Luxemburg | 62,4 | 57,3 | 69,8 | 70,9 | 71,1 | 72,7 | 75,0 |
| Malta | 19,9 | 18,3 | 22,8 | 22,6 | 23,0 | 23,9 | 24,1 |
| Nederland | 32,3 | 30,3 | 36,2 | 36,2 | 36,2 | 36,4 | 36,7 |
| Oostenrijk | 30,3 | 28,2 | 34,1 | 34,4 | 35,0 | 35,2 | 35,6 |
| Portugal | 18,8 | 17,5 | 21,2 | 21,0 | 20,6 | 21,6 | 21,9 |
| Slovenië | 20,7 | 19,8 | 22,5 | 22,2 | 22,2 | 22,4 | 23,1 |
| Slowakije | 13,6 | 10,2 | 19,7 | 19,6 | 20,1 | 20,7 | 21,4 |
| Finland | 27,6 | 25,8 | 31,0 | 31,4 | 31,3 | 31,3 | 30,8 |
| Eurogebied | 25,9 | 24,3 | 28,9 | 29,1 | 29,1 | 29,3 | 29,8 |
| Bulgarije | 9,3 | 7,7 | 12,1 | 12,2 | 12,4 | 12,5 | 12,8 |
| Tsjechië | 19,0 | 17,3 | 22,1 | 22,3 | 22,3 | 22,6 | 23,4 |
| Denemarken | 30,0 | 27,9 | 33,5 | 33,8 | 34,3 | 34,5 | 35,0 |
| Kroatië | 14,3 | 13,1 | 16,2 | 16,0 | 16,4 | 16,6 | 16,4 |
| Hongarije | 14,8 | 13,2 | 17,6 | 17,6 | 17,6 | 18,3 | 19,0 |
| Polen | 13,2 | 11,0 | 16,9 | 17,4 | 18,0 | 18,4 | 18,8 |
| Roemenië | 9,7 | 7,5 | 13,8 | 13,7 | 14,3 | 14,9 | 15,0 |
| Zweden | 30,1 | 28,1 | 33,7 | 34,1 | 34,2 | 34,8 | 34,8 |
| Verenigd Koninkrijk | 27,8 | 26,9 | 29,5 | 28,5 | 29,3 | 30,2 | 30,6 |
| Europese Unie | 23,9 | 22,2 | 26,9 | 26,9 | 27,1 | 27,5 | 28,0 |
| Verenigde Staten | 36,4 | 34,7 | 39,4 | 38,8 | 40,0 | 41,0 | 41,9 |
| Japan | 25,4 | 24,4 | 27,1 | 26,8 | 27,8 | 28,2 | 28,0 |

Bronnen: Eurostat, OESO (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.
1) Bbp in Purchasing Power Standards (PPP's) (koopkrachtnormen) in euro, berekend op basis van PPP-cijfers ten opzichte van het eurogebied (Euro 19 = 1).
2) Gegevens voor Luxemburg en Kroatië beschikbaar vanaf 2000.

## Grafiek 2.8 Bbp per capita

(lopende prijzen; PPP's[1)] in EUR duizend)




Bronnen: Eurostat, OESO (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.
1) Bbp in Purchasing Power Standards (PPP's) (koopkrachtnormen) in euro, berekend op basis van PPP-cijfers ten opzichte van het eurogebied (Euro 19 = 1).

# 2. Economische bedrijvigheid

## 2.9 Werkgelegenheid

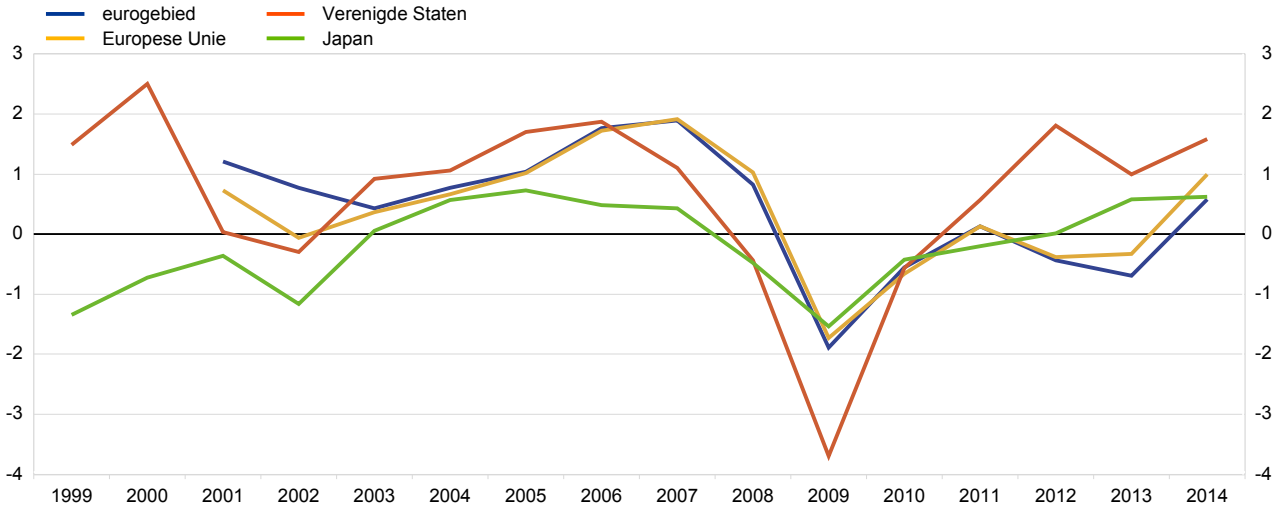
(werknemers; mutaties in % per jaar)

| | 1999-2015[1),2)] | 1999-2008[1)] | 2009-2015[2)] | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 0,9 | 1,1 | 0,4 | 0,4 | -0,4 | 0,3 | . |
| Duitsland | 0,7 | 0,6 | 0,7 | 1,2 | 0,6 | 0,9 | 0,8 |
| Estland | 0,0 | 0,6 | -1,0 | 1,6 | 1,2 | 0,8 | . |
| Ierland | 1,4 | 3,4 | -1,8 | -0,6 | 2,4 | 1,7 | . |
| Griekenland | -0,5 | 1,2 | -3,3 | -6,3 | -3,6 | 0,1 | . |
| Spanje | 1,0 | 3,4 | -2,8 | -4,1 | -2,9 | 0,9 | . |
| Frankrijk | 0,7 | 1,1 | 0,1 | 0,3 | 0,0 | 0,3 | . |
| Italië | 0,5 | 1,3 | -0,7 | -0,3 | -1,8 | 0,1 | . |
| Cyprus | 1,1 | 2,7 | -1,5 | -3,2 | -6,0 | -1,1 | . |
| Letland | -0,4 | 1,7 | -3,0 | 1,4 | 2,3 | -1,3 | . |
| Litouwen | -0,8 | -0,5 | -1,3 | 1,8 | 1,3 | 2,0 | . |
| Luxemburg | 2,9 | 3,6 | 2,1 | 2,4 | 1,8 | 2,5 | . |
| Malta | 1,6 | 0,9 | 2,7 | 2,5 | 3,7 | 5,0 | . |
| Nederland | 0,7 | 1,3 | -0,2 | -0,2 | -0,9 | -0,2 | 0,8 |
| Oostenrijk | 1,0 | 1,1 | 0,7 | 1,1 | 0,5 | 0,9 | . |
| Portugal | -0,5 | 0,4 | -2,0 | -4,1 | -2,9 | 1,4 | . |
| Slovenië | 0,3 | 1,2 | -1,2 | -0,9 | -1,4 | 0,6 | . |
| Slowakije | 0,3 | 0,6 | -0,2 | 0,1 | -0,8 | 1,4 | . |
| Finland | 0,8 | 1,6 | -0,4 | 0,9 | -0,7 | -0,9 | . |
| Eurogebied | 0,4 | 1,1 | -0,5 | -0,4 | -0,7 | 0,6 | . |
| Bulgarije | -0,1 | 1,0 | -1,7 | -2,5 | -0,4 | 0,4 | . |
| Tsjechië | 0,1 | 0,4 | -0,3 | 0,4 | 0,3 | 0,6 | . |
| Denemarken | 0,2 | 0,8 | -0,8 | -0,6 | 0,1 | 0,8 | . |
| Kroatië | 0,8 | 3,0 | -2,0 | -3,7 | -2,6 | 2,7 | . |
| Hongarije | 0,2 | 0,1 | 0,5 | 0,1 | 0,9 | 4,6 | . |
| Polen | 0,6 | 1,0 | 0,0 | 0,1 | -0,1 | 1,7 | . |
| Roemenië | -1,5 | -1,6 | -1,3 | -4,8 | -0,9 | 0,8 | . |
| Zweden | 0,9 | 1,1 | 0,6 | 0,7 | 1,0 | 1,4 | . |
| Verenigd Koninkrijk | 0,9 | 1,0 | 0,6 | 1,1 | 1,2 | 2,3 | . |
| Europese Unie | 0,4 | 0,9 | -0,3 | -0,4 | -0,3 | 1,0 | . |
| Verenigde Staten | 0,7 | 1,0 | 0,1 | 1,8 | 1,0 | 1,6 | . |
| Japan | -0,3 | -0,2 | -0,3 | 0,0 | 0,6 | 0,6 | . |

Bronnen: Eurostat, OESO (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.
1) Gegevens voor het eurogebied, de Europese Unie, Hongarije, Letland, Luxemburg en Polen beschikbaar vanaf 2001.
2) Waar gegevens niet beschikbaar zijn voor 2015, betreft het aangegeven gemiddelde de perioden 1999-2014 en 2009-2014.

## Grafiek 2.9 Werkgelegenheid

(werknemers; mutaties in % per jaar)




Bronnen: Eurostat, OESO (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.

# 2. Economische bedrijvigheid

## 2.10 Arbeidsproductiviteit

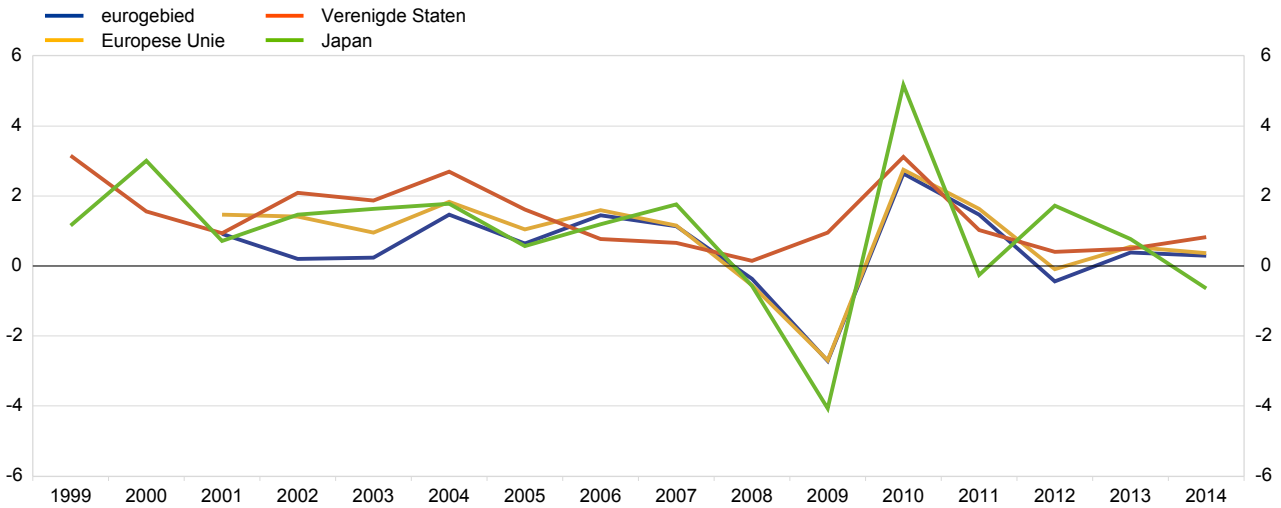
(per werknemers; mutaties in % per jaar)

| | 1999-2015[1),2)] | 1999-2008[1)] | 2009-2015[2)] | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 0,8 | 1,1 | 0,2 | -0,2 | 0,4 | 1,0 | . |
| Duitsland | 0,6 | 1,0 | 0,1 | -0,7 | -0,3 | 0,7 | 0,9 |
| Estland | 3,7 | 5,1 | 1,5 | 3,4 | 0,3 | 2,1 | . |
| Ierland | 2,3 | 2,2 | 2,4 | 0,7 | -0,9 | 3,4 | . |
| Griekenland | 0,8 | 2,2 | -1,6 | -1,1 | 0,4 | 0,5 | . |
| Spanje | 0,7 | 0,1 | 1,6 | 1,5 | 1,3 | 0,4 | . |
| Frankrijk | 0,7 | 1,0 | 0,3 | -0,1 | 0,7 | -0,2 | . |
| Italië | -0,3 | 0,0 | -0,7 | -2,5 | 0,0 | -0,5 | . |
| Cyprus | 0,7 | 1,4 | -0,4 | 0,8 | 0,1 | -1,4 | . |
| Letland | 4,2 | 5,5 | 2,4 | 2,5 | 0,7 | 3,8 | . |
| Litouwen | 4,7 | 6,6 | 1,6 | 2,0 | 2,2 | 1,0 | . |
| Luxemburg | -0,3 | -0,2 | -0,4 | -3,2 | 2,5 | 1,5 | . |
| Malta | 0,6 | 1,2 | -0,3 | 0,4 | 0,2 | -0,9 | . |
| Nederland | 0,8 | 1,2 | 0,2 | -0,9 | 0,4 | 1,2 | 1,1 |
| Oostenrijk | 0,7 | 1,3 | -0,3 | -0,3 | -0,1 | -0,5 | . |
| Portugal | 1,0 | 1,2 | 0,8 | 0,1 | 1,8 | -0,5 | . |
| Slovenië | 1,9 | 3,1 | 0,1 | -1,8 | 0,3 | 2,5 | . |
| Slowakije | 3,3 | 4,4 | 1,4 | 1,5 | 2,2 | 1,1 | . |
| Finland | 0,8 | 1,7 | -0,6 | -2,3 | -0,4 | 0,4 | . |
| Eurogebied | 0,5 | 0,7 | 0,3 | -0,4 | 0,4 | 0,3 | . |
| Bulgarije | 3,0 | 3,8 | 1,8 | 2,8 | 1,7 | 1,2 | . |
| Tsjechië | 2,4 | 3,6 | 0,3 | -1,3 | -0,8 | 1,4 | . |
| Denemarken | 0,8 | 0,9 | 0,6 | 0,6 | -0,4 | 0,4 | . |
| Kroatië | 0,6 | 1,2 | -0,2 | 1,5 | 1,6 | -3,0 | . |
| Hongarije | 1,8 | 3,3 | -0,6 | -1,8 | 0,9 | -1,1 | . |
| Polen | 2,8 | 2,6 | 2,9 | 1,4 | 1,3 | 1,6 | . |
| Roemenië | 4,9 | 7,1 | 1,3 | 5,7 | 4,4 | 2,2 | . |
| Zweden | 1,4 | 1,9 | 0,4 | -1,0 | 0,3 | 0,9 | . |
| Verenigd Koninkrijk | 1,1 | 1,5 | 0,3 | 0,1 | 1,0 | 0,6 | . |
| Europese Unie | 0,8 | 1,1 | 0,4 | -0,1 | 0,6 | 0,4 | . |
| Verenigde Staten | 1,4 | 1,5 | 1,1 | 0,4 | 0,5 | 0,8 | . |
| Japan | 0,9 | 1,3 | 0,4 | 1,7 | 0,8 | -0,6 | . |

Bronnen: Eurostat, OESO (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.
1) Gegevens voor Kroatië, het eurogebied, de Europese Unie, Luxemburg en Malta beschikbaar vanaf 2001 en voor Polen vanaf 2003.
2) Waar gegevens niet beschikbaar zijn voor 2015, betreft het aangegeven gemiddelde de perioden 1999-2014 en 2009-2014.

## Grafiek 2.10 Arbeidsproductiviteit

(per werknemers; mutaties in % per jaar)




Bronnen: Eurostat, OESO (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.

# 2. Economische bedrijvigheid

## 2.11 Werkloosheid

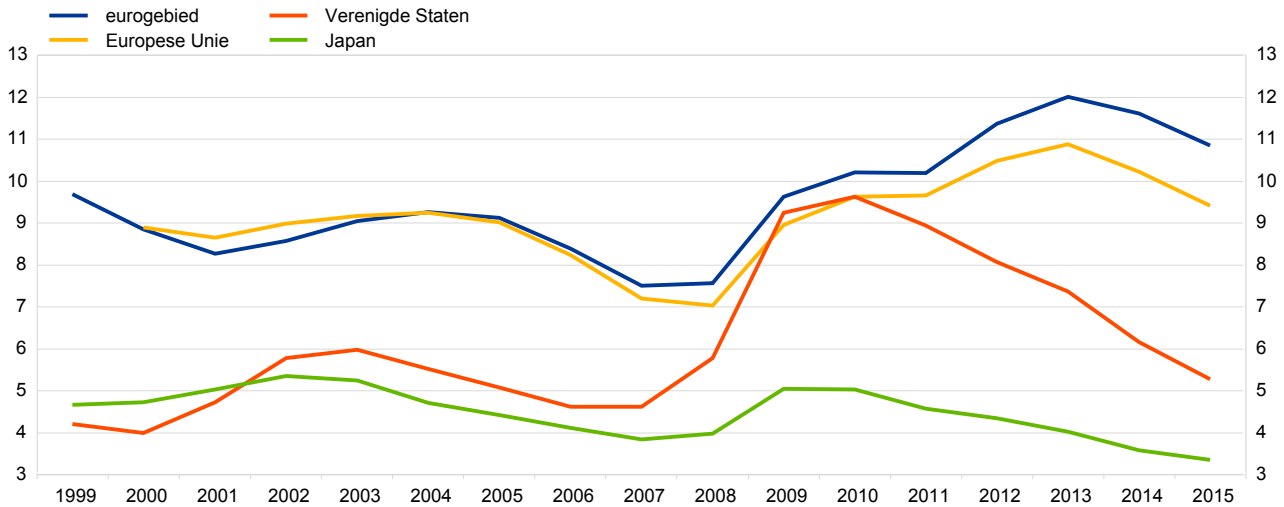
(percentage van de beroepsbevolking)

| | 1999-2015[1),2)] | 1999-2008[1)] | 2009-2015[2)] | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 7,8 | 7,7 | 8,0 | 7,6 | 8,4 | 8,5 | 8,3 |
| Duitsland | 7,7 | 9,1 | 5,8 | 5,4 | 5,2 | 5,0 | 4,6 |
| Estland | 10,1 | 9,3 | 11,4 | 10,0 | 8,6 | 7,4 | . |
| Ierland | 8,0 | 4,7 | 12,7 | 14,7 | 13,1 | 11,3 | 9,4 |
| Griekenland | 13,7 | 10,0 | 19,8 | 24,5 | 27,5 | 26,5 | . |
| Spanje | 15,5 | 10,7 | 22,4 | 24,8 | 26,1 | 24,5 | 22,1 |
| Frankrijk | 9,2 | 8,9 | 9,8 | 9,8 | 10,3 | 10,3 | 10,4 |
| Italië | 9,0 | 8,2 | 10,3 | 10,7 | 12,1 | 12,7 | 11,9 |
| Cyprus | 7,4 | 4,3 | 11,3 | 11,8 | 15,9 | 16,1 | 15,6 |
| Letland | 12,3 | 10,9 | 14,4 | 15,1 | 11,9 | 10,8 | 9,9 |
| Litouwen | 11,9 | 11,0 | 13,2 | 13,4 | 11,8 | 10,7 | 9,1 |
| Luxemburg | 4,3 | 3,6 | 5,4 | 5,1 | 5,9 | 6,0 | 6,1 |
| Malta | 6,7 | 7,0 | 6,3 | 6,3 | 6,4 | 5,8 | 5,3 |
| Nederland | 5,0 | 4,4 | 6,0 | 5,8 | 7,3 | 7,4 | 6,9 |
| Oostenrijk | 4,9 | 4,7 | 5,2 | 4,9 | 5,4 | 5,6 | 5,7 |
| Portugal | 9,8 | 7,3 | 13,5 | 15,8 | 16,4 | 14,1 | 12,6 |
| Slovenië | 7,1 | 6,1 | 8,5 | 8,9 | 10,1 | 9,7 | 9,1 |
| Slowakije | 14,9 | 16,0 | 13,3 | 14,0 | 14,2 | 13,2 | 11,5 |
| Finland | 8,4 | 8,5 | 8,3 | 7,7 | 8,2 | 8,7 | 9,4 |
| Eurogebied | 9,5 | 8,6 | 10,8 | 11,4 | 12,0 | 11,6 | 10,9 |
| Bulgarije | 11,6 | 12,4 | 10,6 | 12,3 | 13,0 | 11,4 | 9,4 |
| Tsjechië | 7,0 | 7,3 | 6,5 | 7,0 | 7,0 | 6,1 | 5,1 |
| Denemarken | 5,5 | 4,5 | 6,9 | 7,5 | 7,0 | 6,5 | 6,1 |
| Kroatië | 13,7 | 13,1 | 14,6 | 16,0 | 17,3 | 17,3 | 16,6 |
| Hongarije | 7,9 | 6,6 | 10,2 | 11,0 | 10,1 | 7,7 | . |
| Polen | 12,9 | 15,5 | 9,2 | 10,1 | 10,4 | 9,0 | 7,5 |
| Roemenië | 7,1 | 7,2 | 6,9 | 6,8 | 7,1 | 6,8 | 6,8 |
| Zweden | 7,1 | 6,5 | 8,0 | 8,0 | 8,0 | 7,9 | 7,4 |
| Verenigd Koninkrijk | 6,1 | 5,2 | 7,5 | 7,9 | 7,6 | 6,1 | . |
| Europese Unie | 9,1 | 8,5 | 9,9 | 10,5 | 10,9 | 10,2 | 9,4 |
| Verenigde Staten | 6,2 | 5,0 | 7,8 | 8,1 | 7,4 | 6,2 | 5,3 |
| Japan | 4,5 | 4,6 | 4,3 | 4,3 | 4,0 | 3,6 | 3,4 |

Bron: Eurostat.
1) Gegevens voor Bulgarije, Kroatië, Cyprus, Estland, Malta en de Europese Unie beschikbaar vanaf 2000.
2) Waar gegevens niet beschikbaar zijn voor 2015, betreft het aangegeven gemiddelde de perioden 1999-2014 en 2009-2014.

## Grafiek 2.11 Werkloosheid

(percentage van de beroepsbevolking)




Bron: Eurostat.

# 2. Economische bedrijvigheid

## 2.12 Schuld huishoudens [1)]

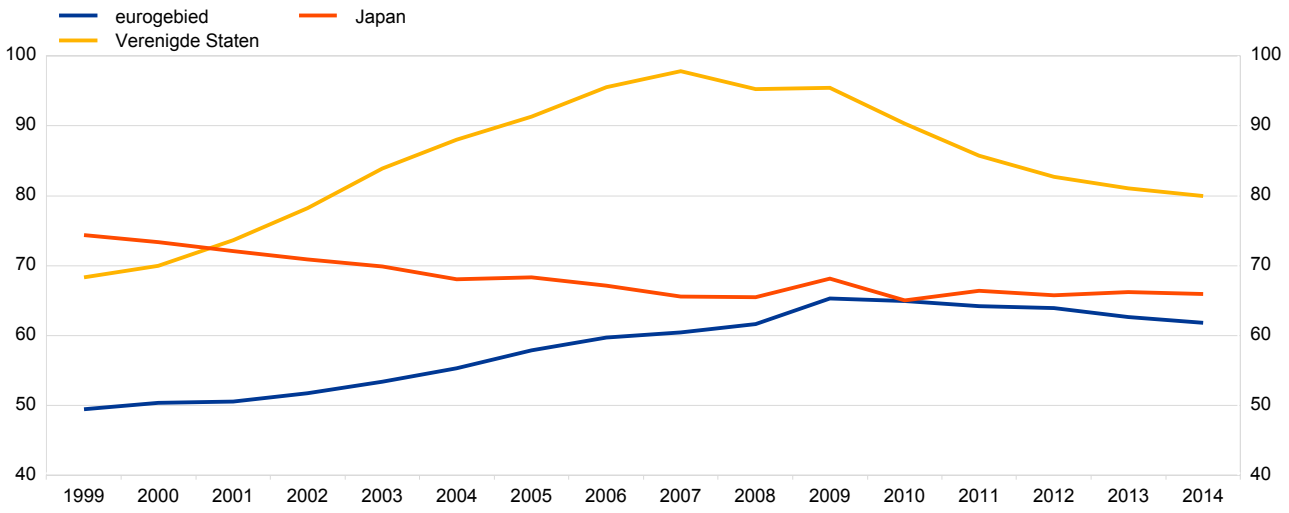
(procenten bbp)

| | 1999-2014[2)] | 1999-2008[2)] | 2009-2014 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 46,3 | 41,4 | 54,5 | 54,1 | 55,2 | 56,2 | 58,4 |
| Duitsland | 63,5 | 67,3 | 57,3 | 56,9 | 56,4 | 55,5 | 54,4 |
| Estland | 33,2 | 25,4 | 46,1 | 45,6 | 42,1 | 39,8 | 38,9 |
| Ierland | 87,2 | 76,6 | 101,3 | 102,7 | 99,3 | 93,8 | 83,8 |
| Griekenland | 40,8 | 28,3 | 61,6 | 63,7 | 64,6 | 65,2 | 63,5 |
| Spanje | 68,3 | 61,4 | 79,8 | 81,8 | 80,4 | 76,7 | 72,4 |
| Frankrijk | 45,1 | 39,4 | 54,7 | 54,8 | 55,2 | 55,6 | 56,1 |
| Italië | 34,8 | 29,7 | 43,4 | 43,8 | 43,9 | 43,5 | 42,9 |
| Cyprus | 97,8 | 83,0 | 122,4 | 122,4 | 124,8 | 125,8 | 128,6 |
| Letland | 36,7 | 34,6 | 38,4 | 40,5 | 33,3 | 29,8 | 26,6 |
| Litouwen | 23,1 | 19,6 | 25,9 | 25,8 | 23,7 | 22,4 | 21,5 |
| Luxemburg | 49,5 | 44,3 | 55,7 | 54,3 | 56,1 | 55,3 | 56,7 |
| Malta | 54,4 | 48,3 | 59,4 | 59,5 | 59,8 | 59,0 | 59,3 |
| Nederland | 106,3 | 100,0 | 116,8 | 118,3 | 118,3 | 114,8 | 112,5 |
| Oostenrijk | 50,2 | 48,6 | 52,8 | 53,5 | 52,1 | 51,2 | 51,4 |
| Portugal | 78,8 | 72,9 | 88,6 | 90,5 | 90,7 | 86,0 | 81,5 |
| Slovenië | 25,9 | 21,3 | 29,7 | 30,0 | 30,9 | 30,0 | 28,5 |
| Slowakije | 16,5 | 10,0 | 27,4 | 26,5 | 27,8 | 29,7 | 31,6 |
| Finland | 49,2 | 41,2 | 62,5 | 61,3 | 63,6 | 64,2 | 65,5 |
| Eurogebied | 58,3 | 55,1 | 63,8 | 64,2 | 63,9 | 62,7 | 61,9 |
| Bulgarije | 16,8 | 11,8 | 24,4 | 24,0 | 23,3 | 23,2 | 22,6 |
| Tsjechië | 20,4 | 14,4 | 30,3 | 30,1 | 31,1 | 31,5 | 31,3 |
| Denemarken | 117,6 | 105,9 | 137,2 | 138,8 | 136,6 | 134,6 | 132,3 |
| Kroatië | 34,1 | 29,0 | 40,9 | 41,5 | 41,2 | 40,4 | 40,4 |
| Hongarije | 24,0 | 18,3 | 33,5 | 37,6 | 31,8 | 28,2 | 25,9 |
| Polen | 26,6 | 18,8 | 34,3 | 35,1 | 34,1 | 35,1 | 35,6 |
| Roemenië | 12,7 | 7,9 | 20,7 | 21,5 | 20,6 | 19,2 | 18,1 |
| Zweden | 65,2 | 56,6 | 79,7 | 78,0 | 80,5 | 82,3 | 83,6 |
| Verenigd Koninkrijk | 86,4 | 83,2 | 91,7 | 91,7 | 90,6 | 87,8 | 86,0 |
| Europese Unie | - | - | - | - | - | - | - |
| Verenigde Staten | 84,8 | 84,2 | 85,8 | 85,7 | 82,7 | 81,0 | 80,0 |
| Japan | 68,3 | 69,5 | 66,3 | 66,4 | 65,7 | 66,2 | 66,0 |

Bronnen: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board en Bank of Japan.
1) Gedefinieerd als uitstaande bedragen aan door huishoudens ontvangen leningen.
2) Gegevens voor de Europese Unie zijn niet beschikbaar. Gegevens voor Bulgarije beschikbaar vanaf 2000, voor Griekenland vanaf 1999, voor Kroatië vanaf 2001, voor Ierland vanaf 2001, voor Litouwen vanaf 2004, voor Luxemburg vanaf 2002, voor Malta vanaf 2004, voor Letland vanaf 2004, voor Polen vanaf 2003, en voor Slovenië vanaf 2004.

## Grafiek 2.12 Schuld huishoudens

(procenten bbp)




Bronnen: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board en Bank of Japan.

# 2. Economische bedrijvigheid

## 2.13 Spaarquote huishoudens

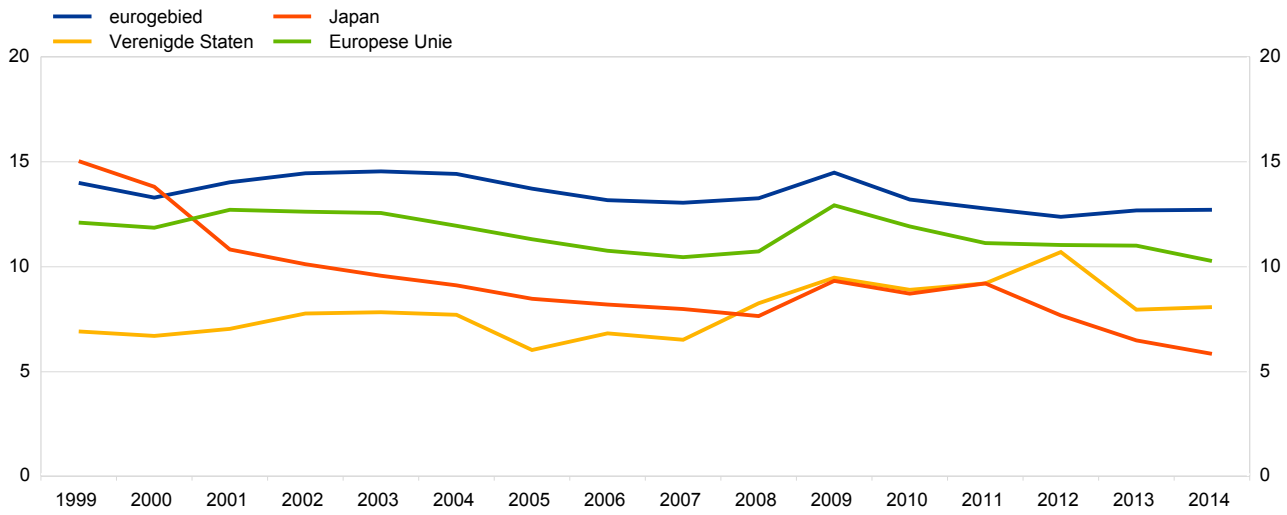
(percentages van gecorrigeerd besteedbaar inkomen [1])

| | 1999-2014[2] | 1999-2008[2] | 2009-2014 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 15,3 | 16,0 | 14,1 | 13,6 | 13,5 | 12,3 | 12,6 |
| Duitsland | 16,3 | 16,1 | 16,6 | 16,5 | 16,4 | 16,4 | 16,8 |
| Estland | 4,3 | 1,1 | 9,5 | 10,2 | 7,1 | 8,9 | 8,2 |
| Ierland | 7,5 | 6,8 | 8,8 | 8,4 | 8,3 | 6,1 | 5,0 |
| Griekenland | - | - | - | - | - | - | - |
| Spanje | 9,8 | 9,5 | 10,4 | 10,8 | 8,8 | 10,0 | 9,6 |
| Frankrijk | 15,0 | 14,9 | 15,1 | 15,2 | 14,7 | 14,3 | 14,8 |
| Italië | 13,0 | 14,2 | 11,1 | 10,7 | 9,4 | 11,3 | 10,8 |
| Cyprus | 5,4 | 7,9 | 1,3 | 5,4 | 0,6 | -4,1 | -10,8 |
| Letland | 2,0 | 2,3 | 1,6 | -3,2 | -3,8 | -3,0 | -0,8 |
| Litouwen | 3,3 | 2,8 | 3,6 | 4,8 | 1,6 | 1,8 | 0,1 |
| Luxemburg | - | - | - | - | - | - | - |
| Malta | - | - | - | - | - | - | - |
| Nederland | 13,0 | 12,4 | 13,8 | 13,1 | 13,8 | 14,2 | 14,8 |
| Oostenrijk | 15,0 | 15,6 | 14,1 | 13,3 | 14,5 | 12,9 | 13,3 |
| Portugal | 8,9 | 9,5 | 8,1 | 7,5 | 7,7 | 7,8 | 5,9 |
| Slovenië | 14,3 | 16,0 | 13,1 | 12,7 | 10,9 | 13,4 | 14,1 |
| Slowakije | 8,1 | 7,9 | 8,3 | 8,1 | 7,1 | 8,3 | 9,3 |
| Finland | 8,5 | 8,5 | 8,6 | 8,1 | 7,8 | 8,4 | 7,0 |
| Eurogebied | 13,5 | 13,8 | 13,0 | 12,8 | 12,4 | 12,7 | 12,7 |
| Bulgarije | -8,4 | -10,8 | -3,7 | -3,0 | -8,2 | -0,2 | . |
| Tsjechië | 11,4 | 11,3 | 11,6 | 11,1 | 11,3 | 10,8 | 10,9 |
| Denemarken | 6,1 | 5,3 | 7,4 | 7,8 | 7,5 | 7,9 | 4,4 |
| Kroatië | 9,6 | 7,9 | 11,6 | 11,7 | 12,1 | 10,5 | 11,8 |
| Hongarije | 9,5 | 9,6 | 9,4 | 9,7 | 8,2 | 9,3 | 10,2 |
| Polen | 5,0 | 6,8 | 3,0 | 1,5 | 1,5 | 2,5 | 1,9 |
| Roemenië | - | - | - | - | - | - | - |
| Zweden | 12,1 | 9,6 | 16,2 | 15,4 | 17,9 | 17,6 | 17,7 |
| Verenigd Koninkrijk | 8,3 | 8,2 | 8,5 | 9,1 | 8,7 | 6,3 | 5,4 |
| Europese Unie | 11,6 | 11,7 | 11,4 | 11,1 | 11,0 | 11,0 | 10,3 |
| Verenigde Staten | 7,9 | 7,2 | 9,0 | 9,2 | 10,7 | 7,9 | 8,1 |
| Japan | 9,2 | 10,1 | 7,9 | 9,2 | 7,7 | 6,5 | 5,8 |

Bronnen: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board en Bank of Japan.
1) Besteedbaar inkomen gecorrigeerd voor de mutatie in het nettovermogen van huishoudens in pensioenfondsreserves.
2) Gegevens voor Griekenland, Malta, Luxemburg en Roemenië zijn niet beschikbaar. Gegevens voor Kroatië beschikbaar vanaf 1999, voor Ierland vanaf 1999, voor Litouwen vanaf 1999, voor Polen vanaf 2002 en voor Slovenië vanaf 2005.

## Grafiek 2.13 Spaargelden huishoudens

(percentages van gecorrigeerd besteedbaar inkomen)




Bronnen: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

# 2. Economische bedrijvigheid

## 2.14 Schuld niet-financiële vennootschappen [1)]

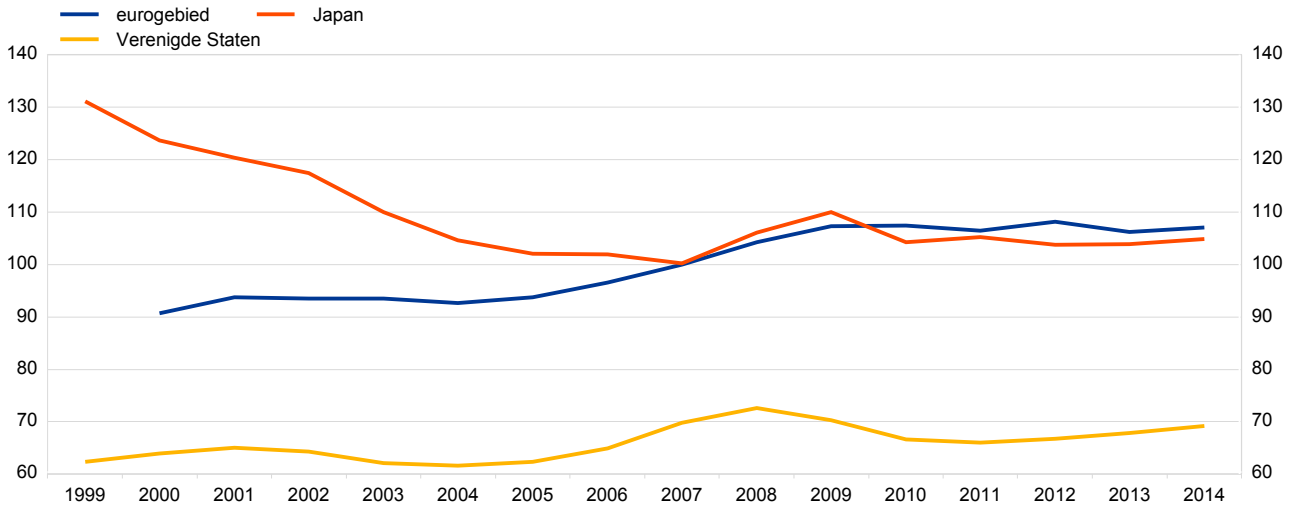
(procenten bbp)

| | 1999-2014[2)] | 1999-2008[2)] | 2009-2014 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 125,8 | 114,2 | 145,2 | 143,1 | 148,0 | 148,8 | 147,8 |
| Duitsland | 64,9 | 65,8 | 63,3 | 61,3 | 61,5 | 63,7 | 62,1 |
| Estland | 90,3 | 85,0 | 99,1 | 95,7 | 99,1 | 94,1 | 96,3 |
| Ierland | 137,2 | 97,7 | 189,8 | 194,6 | 208,4 | 197,6 | 200,4 |
| Griekenland | 55,1 | 47,9 | 67,0 | 67,4 | 68,0 | 66,0 | 67,0 |
| Spanje | 106,1 | 94,4 | 125,6 | 132,4 | 125,8 | 119,9 | 112,3 |
| Frankrijk | 107,4 | 101,1 | 117,9 | 116,8 | 120,8 | 120,5 | 124,8 |
| Italië | 76,4 | 70,5 | 86,3 | 85,4 | 87,7 | 85,5 | 84,4 |
| Cyprus | 200,2 | 195,1 | 208,7 | 207,9 | 203,5 | 215,1 | 221,2 |
| Letland | 78,2 | 66,7 | 87,8 | 91,3 | 84,9 | 79,6 | 73,9 |
| Litouwen | 43,8 | 44,2 | 43,4 | 42,7 | 41,6 | 38,3 | 35,2 |
| Luxemburg | 310,8 | 266,0 | 363,1 | 354,9 | 368,4 | 364,6 | 346,9 |
| Malta | 140,4 | 121,5 | 156,2 | 160,9 | 159,3 | 153,8 | 157,4 |
| Nederland | 121,6 | 119,2 | 125,6 | 127,0 | 125,3 | 123,8 | 128,2 |
| Oostenrijk | 93,2 | 90,9 | 97,2 | 95,8 | 96,8 | 99,1 | 98,7 |
| Portugal | 112,5 | 101,3 | 131,3 | 131,9 | 139,6 | 135,2 | 127,0 |
| Slovenië | 82,7 | 71,8 | 91,8 | 95,3 | 93,7 | 89,4 | 81,6 |
| Slowakije | 44,7 | 43,4 | 47,0 | 47,5 | 46,6 | 48,2 | 46,5 |
| Finland | 96,8 | 89,4 | 109,1 | 107,5 | 109,0 | 113,4 | 110,3 |
| Eurogebied | 100,1 | 95,4 | 107,1 | 106,4 | 108,1 | 106,2 | 107,1 |
| Bulgarije | 85,9 | 66,3 | 115,5 | 110,7 | 112,3 | 119,7 | 114,8 |
| Tsjechië | 45,6 | 44,7 | 47,3 | 44,6 | 46,2 | 52,7 | 53,8 |
| Denemarken | 86,1 | 80,5 | 95,3 | 94,8 | 98,1 | 93,4 | 92,1 |
| Kroatië | 79,6 | 63,9 | 100,6 | 101,3 | 102,0 | 103,5 | 101,8 |
| Hongarije | 74,4 | 62,2 | 94,8 | 97,0 | 94,0 | 91,9 | 90,7 |
| Polen | 37,4 | 33,1 | 41,7 | 41,5 | 42,5 | 43,7 | 45,9 |
| Roemenië | 49,6 | 44,5 | 58,2 | 52,4 | 52,1 | 48,5 | 45,1 |
| Zweden | 133,5 | 122,5 | 151,8 | 150,2 | 149,9 | 150,5 | 152,3 |
| Verenigd Koninkrijk | 117,8 | 114,9 | 122,6 | 129,1 | 130,1 | 109,8 | 123,6 |
| Europese Unie | - | - | - | - | - | - | - |
| Verenigde Staten[3)] | 66,0 | 64,9 | 67,8 | 66,1 | 66,7 | 67,8 | 69,2 |
| Japan[4)] | 109,3 | 111,7 | 105,3 | 105,2 | 103,7 | 103,9 | 104,9 |

Bronnen: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board en Bank of Japan.
1) Gedefinieerd als uitstaande bedragen aan genomen leningen, uitgegeven schuldbewijzen en pensioenfondsverplichtingen.
2) Gegevens voor de Europese Unie zijn niet beschikbaar. Gegevens voor Oostenrijk beschikbaar vanaf 1999, voor Bulgarije vanaf 2000, voor Denemarken vanaf 1999, voor Kroatië vanaf 2001, voor Ierland vanaf 2001, voor Litouwen vanaf 2004, voor Luxemburg vanaf 2002, voor Letland vanaf 2004, voor Malta vanaf 2004, voor Polen vanaf 2003 en voor Slovenië vanaf 2004.
3) De cijfers voor de Verenigde Staten hebben niet betrekking op leningen tussen bedrijven en pensioenfondsverplichtingen.
4) De cijfers voor Japan hebben niet betrekking op pensioenfondsverplichtingen.

## Grafiek 2.14 Schuld niet-financiële vennootschappen

(procenten bbp)




Bronnen: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

# 3. Prijzen en kosten

## 3.1 HICP

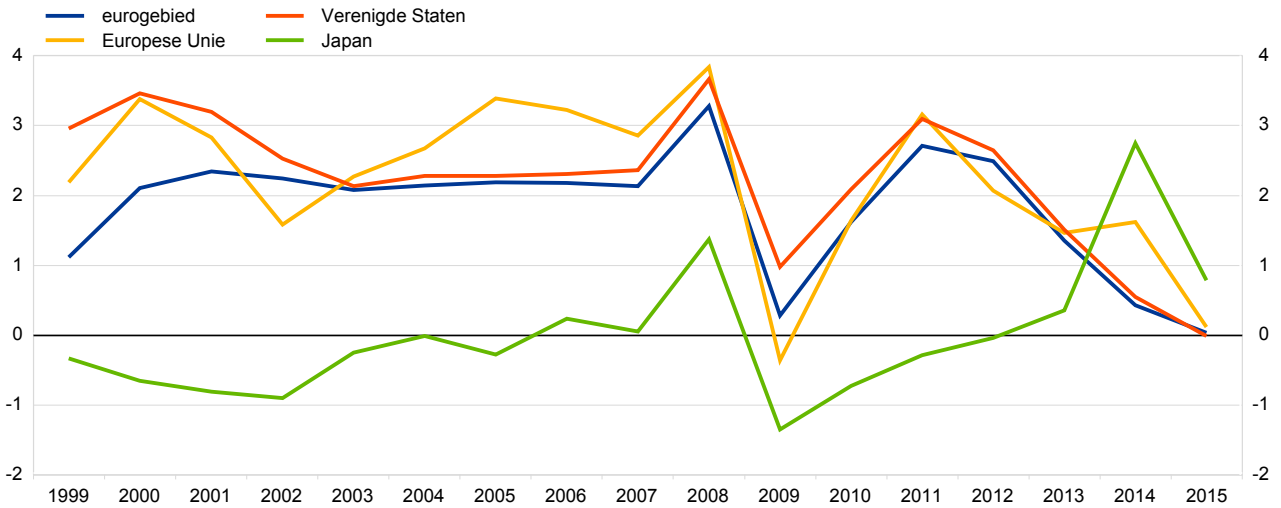
(mutaties in % per jaar)

| | 1999-2015 | 1999-2008 | 2009-2015 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 1,9 | 2,2 | 1,5 | 2,6 | 1,2 | 0,5 | 0,6 |
| Duitsland | 1,5 | 1,7 | 1,2 | 2,1 | 1,6 | 0,8 | 0,1 |
| Estland | 3,7 | 4,6 | 2,3 | 4,2 | 3,2 | 0,5 | 0,1 |
| Ierland | 2,0 | 3,4 | 0,1 | 1,9 | 0,5 | 0,3 | 0,0 |
| Griekenland | 2,3 | 3,3 | 1,0 | 1,0 | -0,9 | -1,4 | -1,1 |
| Spanje | 2,4 | 3,2 | 1,1 | 2,4 | 1,5 | -0,2 | -0,6 |
| Frankrijk | 1,6 | 1,9 | 1,1 | 2,2 | 1,0 | 0,6 | 0,1 |
| Italië | 2,0 | 2,4 | 1,5 | 3,3 | 1,3 | 0,2 | 0,1 |
| Cyprus | 2,1 | 2,7 | 1,1 | 3,1 | 0,4 | -0,3 | -1,6 |
| Letland | 3,8 | 5,6 | 1,3 | 2,3 | 0,0 | 0,7 | 0,2 |
| Litouwen | 2,4 | 2,7 | 1,9 | 3,2 | 1,2 | 0,2 | -0,7 |
| Luxemburg | 2,4 | 2,8 | 1,7 | 2,9 | 1,7 | 0,7 | 0,1 |
| Malta | 2,2 | 2,6 | 1,8 | 3,2 | 1,0 | 0,8 | 1,2 |
| Nederland | 2,0 | 2,4 | 1,5 | 2,8 | 2,6 | 0,3 | 0,2 |
| Oostenrijk | 1,9 | 1,9 | 1,8 | 2,6 | 2,1 | 1,5 | 0,8 |
| Portugal | 2,1 | 2,9 | 1,1 | 2,8 | 0,4 | -0,2 | 0,5 |
| Slovenië | 3,7 | 5,4 | 1,3 | 2,8 | 1,9 | 0,4 | -0,8 |
| Slowakije | 4,2 | 6,2 | 1,5 | 3,7 | 1,5 | -0,1 | -0,3 |
| Finland | 1,8 | 1,8 | 1,9 | 3,2 | 2,2 | 1,2 | -0,2 |
| Eurogebied | 1,8 | 2,2 | 1,3 | 2,5 | 1,4 | 0,4 | 0,0 |
| Bulgarije | 4,4 | 6,7 | 1,3 | 2,4 | 0,4 | -1,6 | -1,1 |
| Tsjechië | 2,1 | 2,7 | 1,4 | 3,5 | 1,4 | 0,4 | 0,3 |
| Denemarken | 1,8 | 2,1 | 1,3 | 2,4 | 0,5 | 0,3 | 0,2 |
| Kroatië | 2,7 | 3,4 | 1,6 | 3,4 | 2,3 | 0,2 | -0,3 |
| Hongarije | 5,1 | 6,7 | 2,9 | 5,7 | 1,7 | 0,0 | 0,1 |
| Polen | 3,1 | 3,9 | 2,0 | 3,7 | 0,8 | 0,1 | -0,7 |
| Roemenië | 12,7 | 19,5 | 3,6 | 3,4 | 3,2 | 1,4 | -0,4 |
| Zweden | 1,4 | 1,7 | 1,1 | 0,9 | 0,4 | 0,2 | 0,7 |
| Verenigd Koninkrijk | 2,0 | 1,8 | 2,4 | 2,8 | 2,6 | 1,5 | 0,0 |
| Europese Unie | 2,2 | 2,7 | 1,5 | 2,6 | 1,5 | 0,5 | 0,0 |
| Verenigde Staten[1)] | 2,2 | 2,8 | 1,4 | 2,1 | 1,5 | 1,6 | 0,1 |
| Japan[1)] | 0,0 | -0,2 | 0,2 | 0,0 | 0,4 | 2,7 | 0,8 |

Bronnen: Eurostat, BIB (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.
1) Gegevens hebben betrekking op de consumptieprijsindex.

## Grafiek 3.1 HICP [1)]

(mutaties in % per jaar)




Bronnen: Eurostat, BIB (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.
1) De gegevens voor Japan en de Verenigde Staten hebben betrekking op de consumptieprijsindex.

# 3. Prijzen en kosten

## 3.2 HICP met uitzondering van voedingsmiddelen en energie

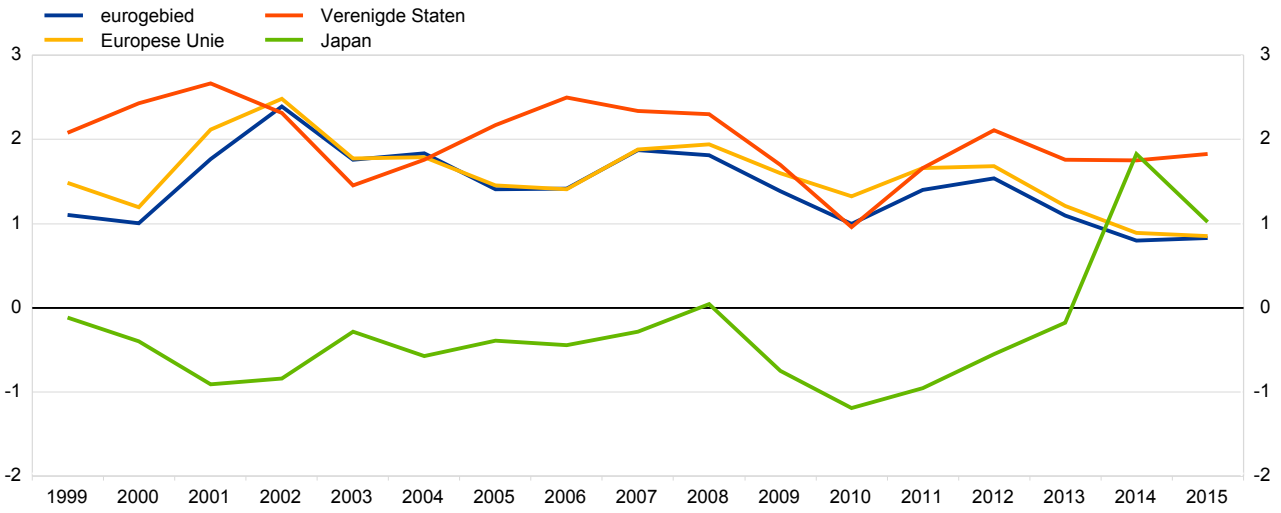
(mutaties in % per jaar)

| | 1999-2015[1] | 1999-2008[1] | 2009-2015 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 1,6 | 1,5 | 1,6 | 1,9 | 1,5 | 1,5 | 1,6 |
| Duitsland | 1,0 | 1,0 | 1,1 | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 1,1 |
| Estland | 2,9 | 3,8 | 1,5 | 2,8 | 1,9 | 1,3 | 1,2 |
| Ierland | 1,7 | 3,0 | -0,1 | 0,7 | 0,1 | 0,7 | 1,6 |
| Griekenland | 1,8 | 2,9 | 0,2 | -0,3 | -2,4 | -1,5 | -0,4 |
| Spanje | 1,9 | 2,7 | 0,8 | 1,3 | 1,3 | -0,1 | 0,3 |
| Frankrijk | 1,3 | 1,4 | 1,0 | 1,5 | 0,7 | 1,0 | 0,6 |
| Italië | 1,8 | 2,1 | 1,4 | 2,0 | 1,3 | 0,7 | 0,7 |
| Cyprus | 1,0 | 1,3 | 0,6 | 1,7 | -0,3 | 0,1 | -0,4 |
| Letland | 2,6 | 4,3 | 0,2 | 0,3 | -0,1 | 1,7 | 1,5 |
| Litouwen | 1,4 | 1,7 | 1,0 | 2,0 | 1,4 | 0,7 | 1,9 |
| Luxemburg | 1,9 | 1,9 | 1,8 | 2,1 | 2,0 | 1,3 | 1,7 |
| Malta | 1,7 | 2,1 | 1,2 | 2,5 | 0,1 | 1,5 | 1,5 |
| Nederland | 1,7 | 1,9 | 1,5 | 2,2 | 2,5 | 0,6 | 0,9 |
| Oostenrijk | 1,7 | 1,5 | 1,9 | 2,2 | 2,2 | 1,7 | 1,8 |
| Portugal | 1,9 | 2,7 | 0,7 | 1,2 | 0,1 | 0,2 | 0,6 |
| Slovenië | 2,5 | 4,3 | 0,5 | 0,7 | 0,9 | 0,6 | 0,3 |
| Slowakije | 3,5 | 5,1 | 1,4 | 3,0 | 1,4 | 0,5 | 0,5 |
| Finland | 1,6 | 1,5 | 1,7 | 2,1 | 1,8 | 1,6 | 0,8 |
| Eurogebied | 1,4 | 1,6 | 1,1 | 1,5 | 1,1 | 0,8 | 0,8 |
| Bulgarije | 4,1 | 6,5 | 0,8 | 1,0 | 0,0 | -1,6 | -0,6 |
| Tsjechië | 1,3 | 1,9 | 0,5 | 1,6 | 0,3 | 0,5 | 0,7 |
| Denemarken | 1,5 | 1,8 | 1,2 | 1,6 | 0,6 | 0,6 | 1,2 |
| Kroatië | 1,6 | 3,2 | 0,9 | 1,1 | 0,9 | 0,5 | 0,8 |
| Hongarije | 3,4 | 4,3 | 2,5 | 3,5 | 2,3 | 1,4 | 1,7 |
| Polen | 2,6 | 3,5 | 1,3 | 2,2 | 0,7 | 0,2 | 0,4 |
| Roemenië | 6,2 | 9,3 | 3,2 | 3,2 | 2,3 | 2,3 | 1,6 |
| Zweden | 1,1 | 1,1 | 1,0 | 0,7 | 0,3 | 0,4 | 0,9 |
| Verenigd Koninkrijk | 1,5 | 1,1 | 2,0 | 2,2 | 2,0 | 1,6 | 1,0 |
| Europese Unie | 1,6 | 1,8 | 1,3 | 1,7 | 1,2 | 0,9 | 0,9 |
| Verenigde Staten[2] | 2,0 | 2,2 | 1,7 | 2,1 | 1,8 | 1,7 | 1,8 |
| Japan[2] | -0,3 | -0,4 | -0,1 | -0,6 | -0,2 | 1,8 | 1,0 |

Bronnen: Eurostat, BIB (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.
1) Gegevens voor Tsjechië en Slovenië beschikbaar vanaf 2000, voor Hongarije en Roemenië vanaf 2002, en voor Kroatië vanaf 2006.
2) Gegevens hebben betrekking op de consumptieprijsindex.

## Grafiek 3.2 HICP met uitzondering van voedingsmiddelen en energie [1]

(mutaties in % per jaar)




Bronnen: Eurostat, BIB (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.
1) De gegevens voor Japan en de Verenigde Staten hebben betrekking op de consumptieprijsindex.

# 3. Prijzen en kosten

## 3.3 Bbp-deflator

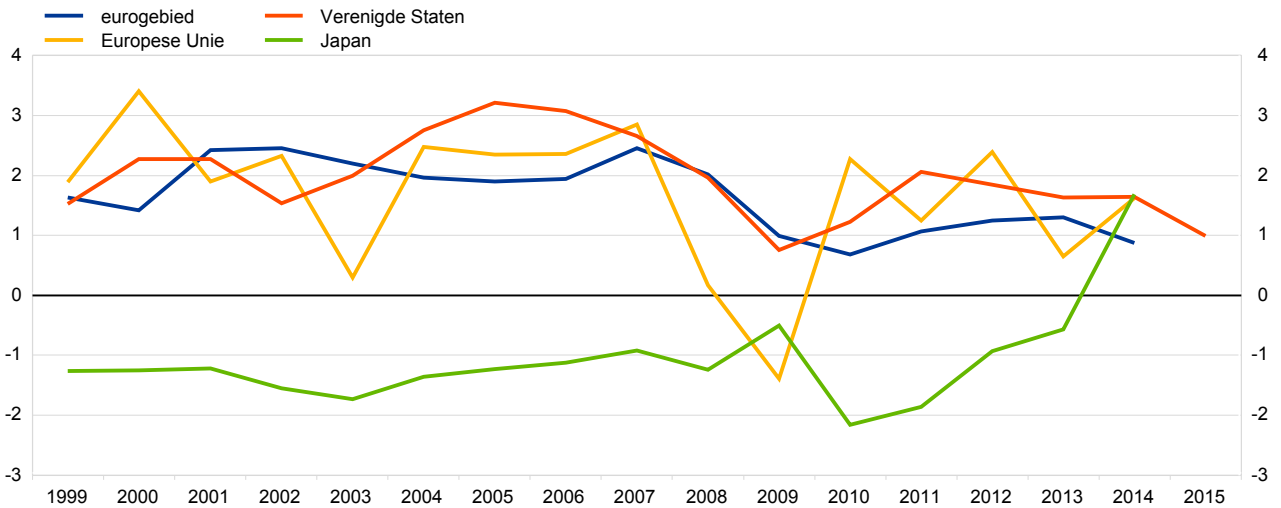
(mutaties in % per jaar)

| | 1999-2015[1),2)] | 1999-2008[1)] | 2009-2015[2)] | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 1,7 | 1,9 | 1,5 | 2,0 | 1,3 | 0,7 | . |
| Duitsland | 1,1 | 0,8 | 1,6 | 1,5 | 2,1 | 1,7 | 2,1 |
| Estland | 5,1 | 6,6 | 2,6 | 2,7 | 4,0 | 2,0 | . |
| Ierland | 1,7 | 3,0 | -0,5 | 0,4 | 1,2 | 0,1 | . |
| Griekenland | 1,9 | 3,2 | -0,2 | -0,4 | -2,5 | -2,3 | . |
| Spanje | 2,3 | 3,6 | 0,1 | 0,1 | 0,6 | -0,4 | . |
| Frankrijk | 1,4 | 1,8 | 0,8 | 1,2 | 0,8 | 0,6 | 1,2 |
| Italië | 2,0 | 2,4 | 1,2 | 1,4 | 1,3 | 0,9 | . |
| Cyprus | 2,3 | 3,3 | 0,6 | 2,1 | -1,4 | -1,3 | . |
| Letland | 4,9 | 7,8 | 0,2 | 3,5 | 1,3 | 1,2 | . |
| Litouwen | 2,5 | 3,3 | 1,4 | 2,8 | 1,2 | 1,2 | 0,5 |
| Luxemburg | 2,7 | 2,8 | 2,7 | 4,0 | 2,4 | 0,9 | . |
| Malta | 2,5 | 2,5 | 2,4 | 2,0 | 1,8 | 1,7 | . |
| Nederland | 1,8 | 2,5 | 0,8 | 1,4 | 1,4 | 0,8 | 0,3 |
| Oostenrijk | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 2,0 | 1,5 | 1,6 | 1,5 |
| Portugal | 2,2 | 3,2 | 0,7 | -0,4 | 2,2 | 0,9 | . |
| Slovenië | 3,4 | 5,0 | 0,9 | 0,3 | 0,8 | 0,8 | . |
| Slowakije | 3,0 | 4,6 | 0,4 | 1,3 | 0,5 | -0,2 | . |
| Finland | 1,7 | 1,5 | 2,0 | 3,0 | 2,6 | 1,6 | . |
| Eurogebied | 1,7 | 2,0 | 1,0 | 1,2 | 1,3 | 0,9 | . |
| Bulgarije | 4,5 | 5,9 | 2,2 | 1,2 | -0,5 | 0,2 | . |
| Tsjechië | 1,9 | 2,4 | 1,0 | 1,4 | 1,4 | 2,5 | . |
| Denemarken | 2,1 | 2,5 | 1,6 | 2,8 | 1,4 | 0,8 | . |
| Kroatië | 2,9 | 4,1 | 1,3 | 1,6 | 0,8 | 0,0 | . |
| Hongarije | 5,1 | 6,4 | 3,0 | 3,5 | 3,1 | 3,2 | . |
| Polen | 2,5 | 2,8 | 2,1 | 2,4 | 0,4 | 0,5 | . |
| Roemenië | 16,0 | 23,7 | 4,2 | 4,8 | 3,5 | 1,9 | . |
| Zweden | 1,6 | 1,8 | 1,4 | 1,1 | 1,1 | 1,6 | . |
| Verenigd Koninkrijk | 2,3 | 2,4 | 2,1 | 1,6 | 2,0 | 1,8 | . |
| Europese Unie | 1,7 | 2,0 | 1,1 | 2,4 | 0,6 | 1,6 | . |
| Verenigde Staten | 2,0 | 2,3 | 1,4 | 1,8 | 1,6 | 1,6 | 1,0 |
| Japan | -1,1 | -1,3 | -0,7 | -0,9 | -0,6 | 1,7 | . |

Bronnen: Eurostat, OESO (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.
1) Gegevens voor Luxemburg, Kroatië en Malta beschikbaar vanaf 2001, en voor Polen vanaf 1999.
2) Waar gegevens niet beschikbaar zijn voor 2015, betreft het aangegeven gemiddelde de perioden 1999-2014 en 2009-2014.

## Grafiek 3.3 Bbp-deflator

(mutaties in % per jaar)




Bronnen: Eurostat, OESO (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.

# 3. Prijzen en kosten

## 3.4 Industriële producentenprijzen

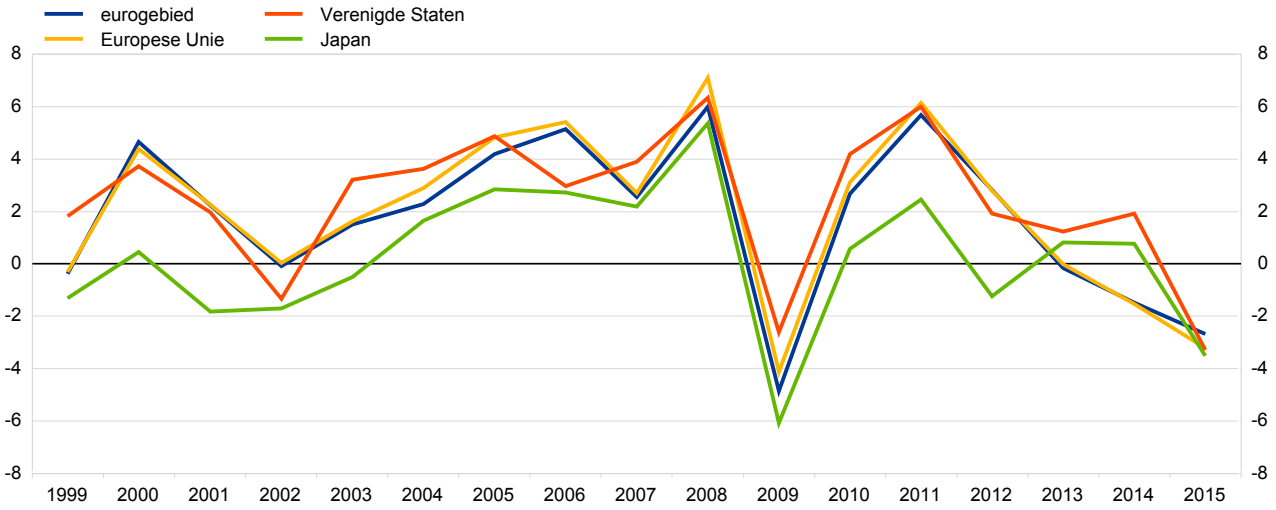
(mutaties in % per jaar)

| | 1999-2015[1), 2)] | 1999-2008[1)] | 2009-2015[2)] | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 2,0 | 3,4 | 0,1 | 3,5 | 0,6 | -4,6 | -4,2 |
| Duitsland | 1,5 | 2,4 | 0,2 | 1,7 | 0,0 | -0,9 | -1,8 |
| Estland | 3,2 | 4,7 | 1,9 | 3,4 | 9,9 | -2,3 | -2,8 |
| Ierland | 1,6 | 4,0 | 0,6 | 3,1 | 1,5 | -0,3 | -4,4 |
| Griekenland | 3,0 | 4,7 | 0,6 | 4,9 | -0,7 | -0,8 | -5,8 |
| Spanje | 2,4 | 3,3 | 1,1 | 3,8 | 0,6 | -1,3 | -2,1 |
| Frankrijk | 1,5 | 2,4 | 0,3 | 2,8 | 0,3 | -1,3 | -2,2 |
| Italië | 1,8 | 3,0 | 0,0 | 4,1 | -1,2 | -1,8 | -3,4 |
| Cyprus | 2,8 | 4,8 | 0,6 | 8,1 | -2,1 | -3,1 | -5,7 |
| Letland | 5,0 | 8,4 | 1,7 | 5,3 | 1,1 | 0,1 | -1,4 |
| Litouwen | 2,6 | 4,8 | -0,4 | 5,6 | -0,3 | -5,1 | -9,2 |
| Luxemburg | 2,9 | 5,5 | -0,6 | 3,6 | 1,3 | -4,8 | -0,5 |
| Malta | 4,2 | 5,2 | 3,0 | 2,3 | 0,9 | -1,2 | -3,2 |
| Nederland | 2,4 | 4,7 | -0,9 | 3,8 | -1,3 | -3,2 | -7,4 |
| Oostenrijk | 1,3 | 1,8 | 0,4 | 0,9 | -1,0 | -1,5 | -2,1 |
| Portugal | 2,6 | 4,1 | 0,5 | 2,9 | 0,1 | -1,2 | -3,0 |
| Slovenië | 3,0 | 4,7 | 0,7 | 1,0 | 0,3 | -1,1 | -0,5 |
| Slowakije | 2,5 | 5,1 | -1,1 | 3,8 | -0,2 | -3,6 | -4,3 |
| Finland | 1,8 | 2,6 | 0,8 | 2,3 | 0,9 | -0,9 | -2,2 |
| Eurogebied | 1,7 | 2,8 | 0,2 | 2,8 | -0,2 | -1,5 | -2,7 |
| Bulgarije | 4,2 | 6,3 | 1,7 | 5,3 | -1,3 | -0,9 | -1,7 |
| Tsjechië | 1,7 | 2,6 | 0,3 | 2,1 | 0,8 | -0,8 | -3,2 |
| Denemarken | 3,3 | 5,3 | 0,4 | 2,5 | 2,2 | -2,3 | -6,5 |
| Kroatië | 2,8 | 3,8 | 1,5 | 7,0 | 0,4 | -2,7 | -3,9 |
| Hongarije | 5,5 | 8,0 | 2,0 | 5,3 | -0,5 | -2,1 | -3,0 |
| Polen | 2,6 | 3,5 | 1,7 | 3,6 | -1,2 | -1,4 | -2,4 |
| Roemenië | 10,6 | 18,0 | 2,8 | 4,8 | 3,7 | 0,2 | -1,8 |
| Zweden | 1,9 | 3,1 | 0,2 | -0,3 | -0,7 | 0,1 | -1,1 |
| Verenigd Koninkrijk | 2,8 | 4,3 | 0,7 | 2,2 | 1,0 | -2,3 | -7,5 |
| Europese Unie | 2,0 | 3,1 | 0,4 | 2,8 | 0,0 | -1,5 | -3,2 |
| Verenigde Staten[3)] | 2,3 | 3,1 | 1,3 | 1,9 | 1,2 | 1,9 | -3,3 |
| Japan[4)] | 0,2 | 1,0 | -0,9 | -1,2 | 0,8 | 0,8 | -3,5 |

Bronnen: Eurostat, BIB (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.
1) Gegevens voor Bulgarije, Cyprus, Polen, Malta en Roemenië beschikbaar vanaf 2001, voor Letland vanaf 2002, voor Estland vanaf 2003 en voor Ierland vanaf 2006.
2) Waar gegevens niet beschikbaar zijn voor 2015, betreft het aangegeven gemiddelde de perioden 1999-2014 en 2009-2014.
3) Gegevens hebben betrekking op eindproducten.
4) Gegevens hebben betrekking op de productieprijsindex in de verwerkende industrie.

## Grafiek 3.4 Industriële producentenprijzen [1)]

(mutaties in % per jaar)




Bronnen: Eurostat, BIB (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.
1) De gegevens voor Japan hebben betrekking op de productieprijsindex in de verwerkende industrie; de gegevens voor de Verenigde Staten hebben betrekking op eindproducten.

# 3. Prijzen en kosten

## 3.5 Arbeidskosten per eenheid product

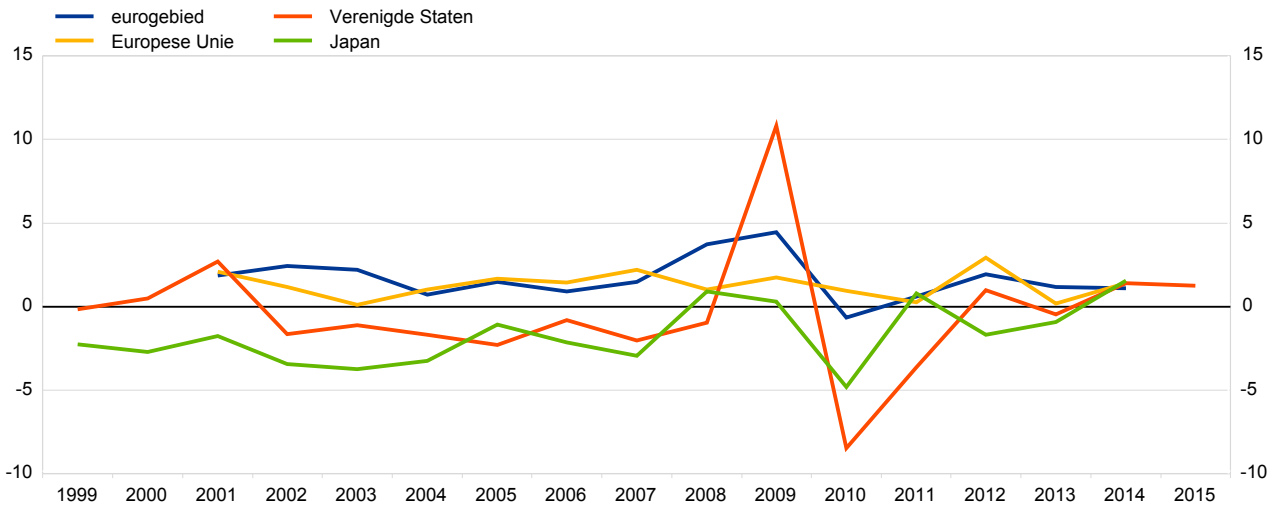
(mutaties in % per jaar)

| | 1999-2015[1),2)] | 1999-2008[1)] | 2009-2015[2)] | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 3,4 | 2,2 | -0,1 | . |
| Duitsland | 1,0 | 0,2 | 2,1 | 3,3 | 2,2 | 1,9 | 1,8 |
| Estland | 4,9 | 7,0 | 1,6 | 3,3 | 5,5 | 3,7 | . |
| Ierland | 1,0 | 3,4 | -3,0 | -0,8 | 0,2 | -1,6 | . |
| Griekenland | 1,9 | 3,6 | -1,0 | -2,0 | -7,4 | -2,6 | . |
| Spanje | 1,7 | 3,3 | -0,9 | -2,9 | -0,4 | -0,9 | . |
| Frankrijk | 1,8 | 1,9 | 1,7 | 2,3 | 0,9 | 1,5 | . |
| Italië | 2,2 | 2,7 | 1,5 | 1,4 | 0,9 | 1,3 | . |
| Cyprus | 2,0 | 3,1 | 0,1 | 0,0 | -3,4 | -3,3 | . |
| Letland | 5,0 | 10,3 | -1,6 | 3,5 | 4,3 | 4,6 | . |
| Litouwen | 1,7 | 2,8 | 0,0 | 2,2 | 3,1 | 2,8 | . |
| Luxemburg | 3,2 | 3,6 | 2,7 | 4,9 | 1,1 | 1,4 | . |
| Malta | 2,6 | 2,6 | 2,6 | 3,2 | 1,1 | 1,5 | . |
| Nederland | 1,9 | 2,0 | 1,7 | 3,0 | 1,5 | 0,8 | . |
| Oostenrijk | 1,5 | 1,0 | 2,2 | 3,0 | 2,3 | 2,3 | . |
| Portugal | 1,4 | 2,6 | -0,5 | -3,2 | 1,8 | -0,9 | . |
| Slovenië | 3,4 | 4,6 | 1,3 | 0,8 | 0,2 | -1,3 | . |
| Slowakije | 2,8 | 3,6 | 1,4 | 1,1 | 0,3 | 0,7 | . |
| Finland | 2,0 | 1,6 | 2,8 | 5,2 | 1,8 | 0,9 | . |
| Eurogebied | 1,7 | 1,8 | 1,4 | 1,9 | 1,2 | 1,1 | . |
| Bulgarije | 5,4 | 5,1 | 5,9 | 4,8 | 7,0 | 4,4 | . |
| Tsjechië | 2,2 | 2,8 | 1,1 | 3,1 | 0,6 | 0,1 | . |
| Denemarken | 2,2 | 2,7 | 1,4 | 1,2 | 1,5 | 1,3 | . |
| Kroatië | 2,4 | 4,0 | 0,2 | -1,3 | -2,2 | -2,4 | . |
| Hongarije | 4,4 | 6,1 | 1,6 | 4,0 | 0,9 | 2,0 | . |
| Polen | 1,1 | 0,9 | 1,3 | 2,1 | 0,3 | 0,0 | . |
| Roemenië | 13,1 | 21,6 | 0,3 | 3,5 | -1,3 | 0,1 | . |
| Zweden | 2,1 | 2,2 | 2,1 | 4,1 | 1,7 | 1,3 | . |
| Verenigd Koninkrijk | 2,2 | 2,8 | 1,3 | 1,6 | 0,4 | -0,6 | . |
| Europese Unie | 1,2 | 1,3 | 1,2 | 2,9 | 0,2 | 1,4 | . |
| Verenigde Staten | -0,4 | -0,8 | 0,1 | 1,0 | -0,5 | 1,4 | 1,3 |
| Japan | -1,9 | -2,2 | -1,3 | -1,7 | -0,9 | 1,5 | . |

Bronnen: Eurostat, BIB (voor de Verenigde Staten) en ECB-berekeningen.
1) Gegevens voor Kroatië, het eurogebied,de Europese Unie, Luxemburg en Malta beschikbaar vanaf 2001 en voor Polen vanaf 2003.
2) Waar gegevens niet beschikbaar zijn voor 2015, betreft het aangegeven gemiddelde de perioden 1999-2014 en 2009-2014.

## Grafiek 3.5 Arbeidskosten per eenheid product

(mutaties in % per jaar)




Bronnen: Eurostat, BIB (voor de Verenigde Staten) en ECB-berekeningen.

# 3. Prijzen en kosten

## 3.6 Loonsom per werknemer

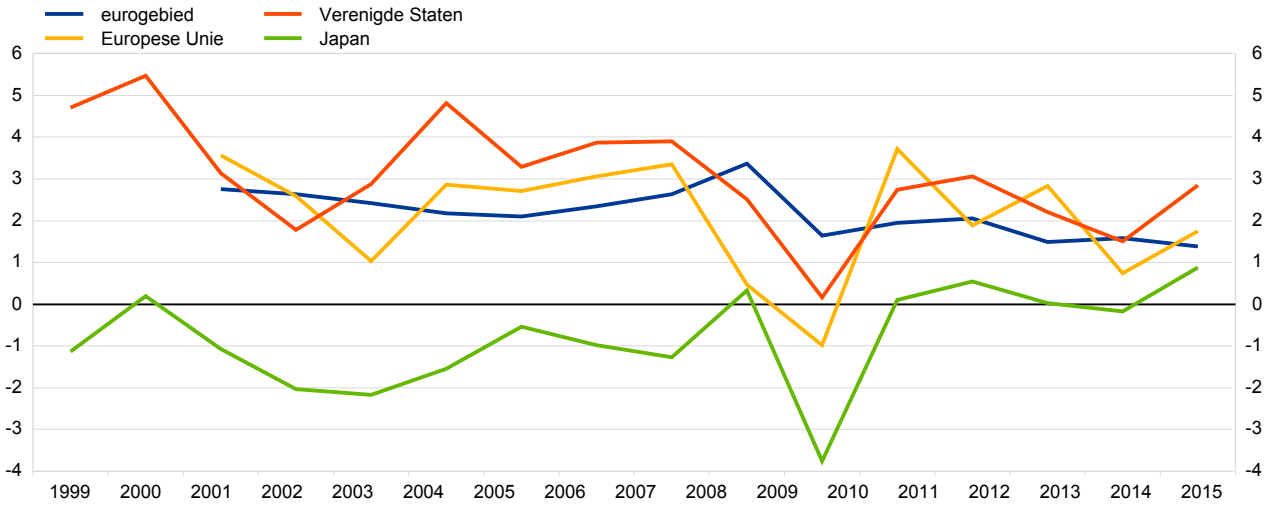
(mutaties in % per jaar)

| | 1999-2015[1),2)] | 1999-2008[1)] | 2009-2015[2)] | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 2,6 | 2,9 | 2,1 | 3,2 | 2,6 | 0,9 | . |
| Duitsland | 1,6 | 1,2 | 2,2 | 2,5 | 1,8 | 2,6 | 2,7 |
| Estland | 8,9 | 12,4 | 3,1 | 6,8 | 5,9 | 5,9 | . |
| Ierland | 3,3 | 5,7 | -0,6 | 0,0 | -0,7 | 1,8 | . |
| Griekenland | 2,7 | 6,0 | -2,5 | -3,0 | -7,0 | -2,1 | . |
| Spanje | 2,4 | 3,5 | 0,7 | -1,5 | 0,9 | -0,4 | . |
| Frankrijk | 2,5 | 2,8 | 2,0 | 2,2 | 1,6 | 1,3 | . |
| Italië | 1,9 | 2,6 | 0,7 | -1,1 | 0,9 | 0,8 | . |
| Cyprus | 2,7 | 4,6 | -0,3 | 0,8 | -3,3 | -4,7 | . |
| Letland | 9,4 | 16,4 | 0,8 | 6,1 | 5,0 | 8,5 | . |
| Litouwen | 6,5 | 9,6 | 1,6 | 4,2 | 5,4 | 3,9 | . |
| Luxemburg | 3,0 | 3,5 | 2,3 | 1,6 | 3,6 | 2,9 | . |
| Malta | 3,2 | 3,9 | 2,3 | 3,7 | 1,3 | 0,6 | . |
| Nederland | 2,7 | 3,2 | 1,8 | 2,1 | 2,0 | 2,0 | . |
| Oostenrijk | 2,2 | 2,3 | 1,9 | 2,7 | 2,2 | 1,7 | . |
| Portugal | 2,4 | 3,8 | 0,3 | -3,1 | 3,6 | -1,4 | . |
| Slovenië | 5,4 | 7,9 | 1,3 | -1,0 | 0,6 | 1,1 | . |
| Slowakije | 6,2 | 8,2 | 2,8 | 2,6 | 2,6 | 1,8 | . |
| Finland | 2,9 | 3,3 | 2,2 | 2,8 | 1,3 | 1,4 | . |
| Eurogebied | 2,2 | 2,6 | 1,7 | 1,5 | 1,6 | 1,4 | . |
| Bulgarije | 8,6 | 9,1 | 7,8 | 7,7 | 8,8 | 5,6 | . |
| Tsjechië | 4,6 | 6,5 | 1,4 | 1,7 | -0,3 | 1,5 | . |
| Denemarken | 3,0 | 3,7 | 2,0 | 1,7 | 1,2 | 1,8 | . |
| Kroatië | 3,0 | 5,3 | 0,0 | 0,2 | -0,7 | -5,3 | . |
| Hongarije | 6,3 | 9,6 | 1,0 | 2,1 | 1,8 | 0,9 | . |
| Polen | 3,9 | 3,5 | 4,2 | 3,6 | 1,7 | 1,6 | . |
| Roemenië | 18,6 | 30,2 | 1,6 | 9,4 | 3,0 | 2,3 | . |
| Zweden | 3,5 | 4,1 | 2,5 | 3,1 | 2,0 | 2,2 | . |
| Verenigd Koninkrijk | 3,3 | 4,4 | 1,6 | 1,7 | 1,4 | -0,1 | . |
| Europese Unie | 2,1 | 2,5 | 1,6 | 2,8 | 0,7 | 1,8 | . |
| Verenigde Staten | 3,0 | 3,6 | 2,1 | 2,2 | 1,5 | 2,8 | . |
| Japan | -0,9 | -1,0 | -0,5 | 0,0 | -0,2 | 0,9 | . |

Bronnen: Eurostat, OESO (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.
1) Gegevens voor Kroatië, het eurogebied,de Europese Unie, Luxemburg en Malta beschikbaar vanaf 2001 en voor Polen vanaf 2003.
2) Waar gegevens niet beschikbaar zijn voor 2015, betreft het aangegeven gemiddelde de perioden 1999-2014 en 2009-2014.

## Grafiek 3.6 Loonsom per werknemer

(mutaties in % per jaar)




Bronnen: Eurostat, OESO (voor de Verenigde Staten en Japan) en ECB-berekeningen.

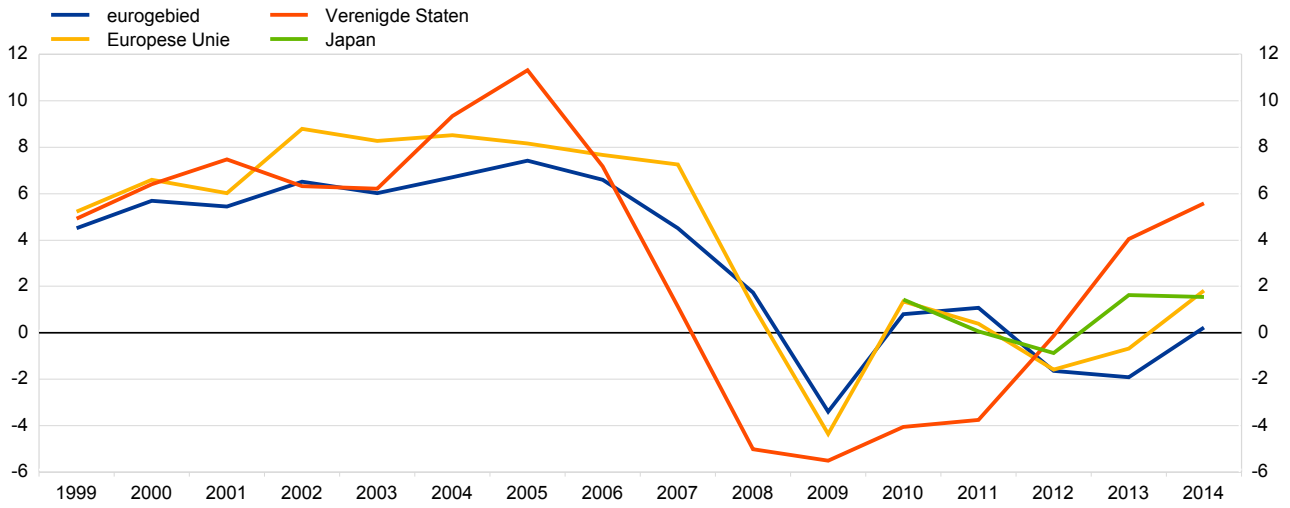
# 3. Prijzen en kosten

## 3.7 Huizenprijzen
(mutaties in % per jaar)

| | 1999-2014[1)] | 1999-2008[1)] | 2009-2014 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 5,6 | 7,8 | 2,1 | 3,1 | 2,5 | 1,7 | 0,6 |
| Duitsland | 1,7 | 1,4 | 2,0 | 2,6 | 3,0 | 3,2 | 3,1 |
| Estland | 6,2 | 18,1 | -1,1 | 9,9 | 8,0 | 10,7 | 11,0 |
| Ierland | 3,5 | 10,8 | -7,5 | -13,9 | -11,4 | 2,1 | 13,0 |
| Griekenland | 2,3 | 8,6 | -7,4 | -5,5 | -11,7 | -10,8 | -7,5 |
| Spanje | 3,7 | 10,5 | -6,8 | -7,4 | -13,7 | -10,6 | 0,3 |
| Frankrijk | 5,7 | 9,3 | -0,2 | 5,9 | -0,5 | -2,1 | -1,8 |
| Italië | 2,5 | 5,6 | -2,4 | 0,8 | -2,8 | -5,7 | -4,4 |
| Cyprus | 0,4 | 19,5 | -5,2 | -4,1 | -5,3 | -6,8 | -9,0 |
| Letland | -0,1 | 17,4 | -5,4 | 10,4 | 3,0 | 6,8 | 6,0 |
| Litouwen | 8,8 | 20,6 | -6,8 | 1,3 | -3,3 | 3,6 | 7,6 |
| Luxemburg | 3,5 | 3,3 | 3,6 | 3,7 | 4,2 | 5,0 | 4,4 |
| Malta | 4,7 | 6,9 | 1,1 | 1,3 | 0,4 | 2,1 | 7,0 |
| Nederland | 3,2 | 7,4 | -3,4 | -2,4 | -6,5 | -6,5 | 0,9 |
| Oostenrijk | 2,8 | 1,0 | 5,8 | 4,2 | 12,4 | 4,7 | 3,4 |
| Portugal | -1,7 | - | -1,7 | -4,9 | -7,1 | -1,9 | 4,3 |
| Slovenië | 1,6 | 14,4 | -4,3 | 2,7 | -6,9 | -5,2 | -6,6 |
| Slowakije | 3,0 | 9,9 | -3,6 | -3,1 | -1,1 | -0,9 | -0,8 |
| Finland | 4,3 | 5,5 | 2,2 | 2,7 | 1,6 | 1,6 | -0,6 |
| Eurogebied | 3,1 | 5,5 | -0,8 | 1,1 | -1,6 | -1,9 | 0,2 |
| Bulgarije | -3,8 | - | -3,8 | -5,5 | -1,9 | -2,2 | 1,4 |
| Tsjechië | -0,8 | - | -0,8 | 0,0 | -1,4 | 0,0 | 2,6 |
| Denemarken | 3,8 | 10,0 | -1,1 | -1,7 | -2,7 | 3,9 | 3,7 |
| Kroatië | -3,1 | - | -3,1 | 0,2 | -1,6 | -4,0 | -1,6 |
| Hongarije | -1,6 | 2,3 | -2,2 | -3,4 | -3,8 | -2,6 | 4,3 |
| Polen | -1,6 | 1,9 | -2,2 | -1,3 | -4,4 | -5,5 | 1,8 |
| Roemenië | -6,3 | - | -6,3 | -14,2 | -6,5 | -0,2 | -2,3 |
| Zweden | 7,2 | 8,5 | 4,9 | 2,5 | 1,2 | 5,5 | 9,4 |
| Verenigd Koninkrijk | 6,9 | 9,8 | 2,1 | -1,0 | 1,7 | 3,5 | 10,0 |
| Europese Unie | 4,0 | 6,7 | -0,5 | 0,4 | -1,6 | -0,7 | 1,8 |
| Verenigde Staten | 3,1 | 5,4 | -0,7 | -3,8 | -0,1 | 4,0 | 5,6 |
| Japan | 0,8 | - | 0,8 | 0,1 | -0,9 | 1,6 | 1,6 |

Bronnen: Nationale bronnen en ECB.
1) Gegevens voor Litouwen beschikbaar vanaf 2000, voor Slowakije vanaf 2003, voor Duitsland en Denemarken vanaf 2004, voor Estland vanaf 2005, voor Slovenië vanaf 2006, voor Cyprus, Letland en Polen vanaf 2007, voor Hongarije en Luxemburg vanaf 2008, voor Kroatië, Tsjechië, Japan en Portugal vanaf 2009, en voor Bulgarije en Roemenië vanaf 2010.

## Grafiek 3.7 Huizenprijzen
(mutaties in % per jaar)




Bronnen: Nationale bronnen en ECB.

# 4. Wisselkoersen en betalingsbalans

## 4.1 Effectieve wisselkoersen

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

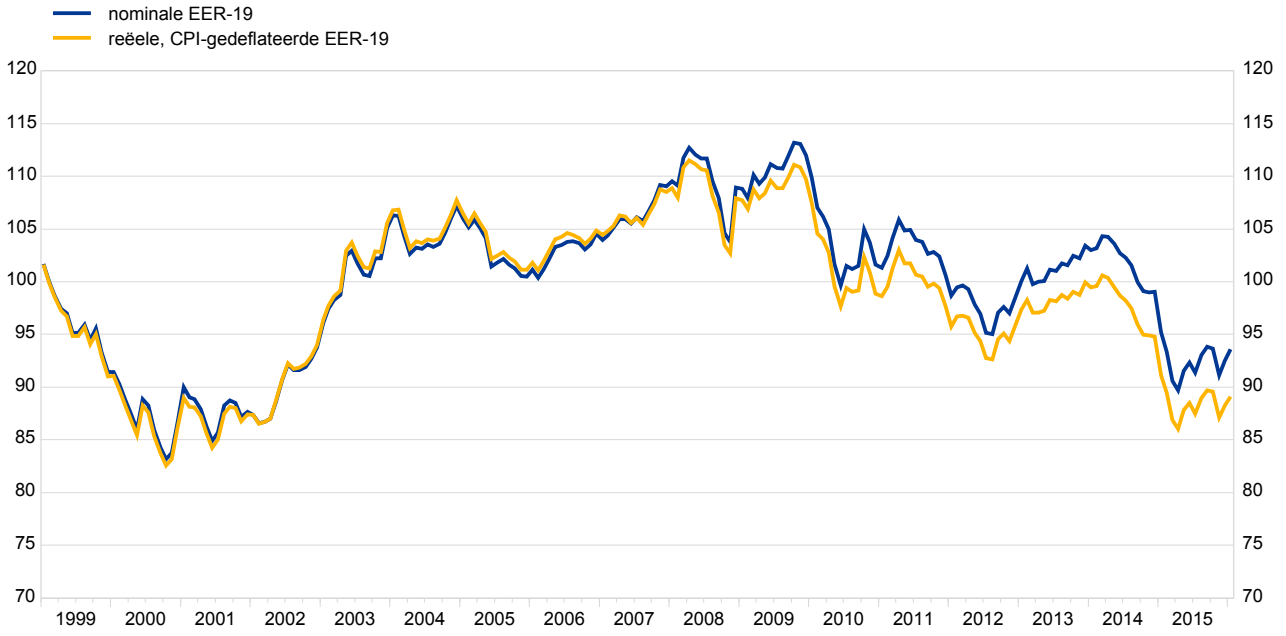
| | 1999-2015 | 1999-2008 | 2009-2015 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **EER-19** | | | | | | | |
| Nominaal | 99,9 | 98,8 | 101,5 | 97,6 | 101,2 | 101,8 | 92,4 |
| Reële CPI | 98,7 | 98,8 | 98,6 | 95,0 | 98,2 | 97,9 | 88,4 |
| Reële PPI | 97,7 | 98,4 | 96,7 | 93,3 | 96,7 | 96,7 | 89,2 |
| Reële bbp-deflator | 95,6 | 96,7 | 93,9 | 88,0 | 91,1 | 91,3 | |
| Reële AEPVI [1)] | 102,3 | 99,4 | 107,0 | 99,8 | 102,0 | 102,2 | |
| Reële AEPGE | 99,0 | 97,3 | 101,8 | 95,6 | 98,8 | 100,4 | |
| **EER-38** | | | | | | | |
| Nominaal | 107,1 | 103,7 | 112,0 | 107,0 | 111,9 | 114,7 | 106,5 |
| Reële CPI | 97,3 | 98,0 | 96,3 | 92,5 | 95,6 | 96,1 | 87,9 |

Bron: ECB.

1) AEPVI-gedeflateerde reeksen zijn alleen beschikbaar voor de groep van 18 handelspartners (EER-18). 'AEPVI' staat voor: arbeidskosten per eenheid product verwerkende industrie, en 'AEPGE' staat voor: arbeidskosten per eenheid product gehele economie.

## Grafiek 4.1 Effectieve wisselkoersen

(maandgemiddelden; index: 1999-I = 100)




Bron: ECB.

# 4. Wisselkoersen en betalingsbalans

## 4.2 Bilaterale wisselkoersen

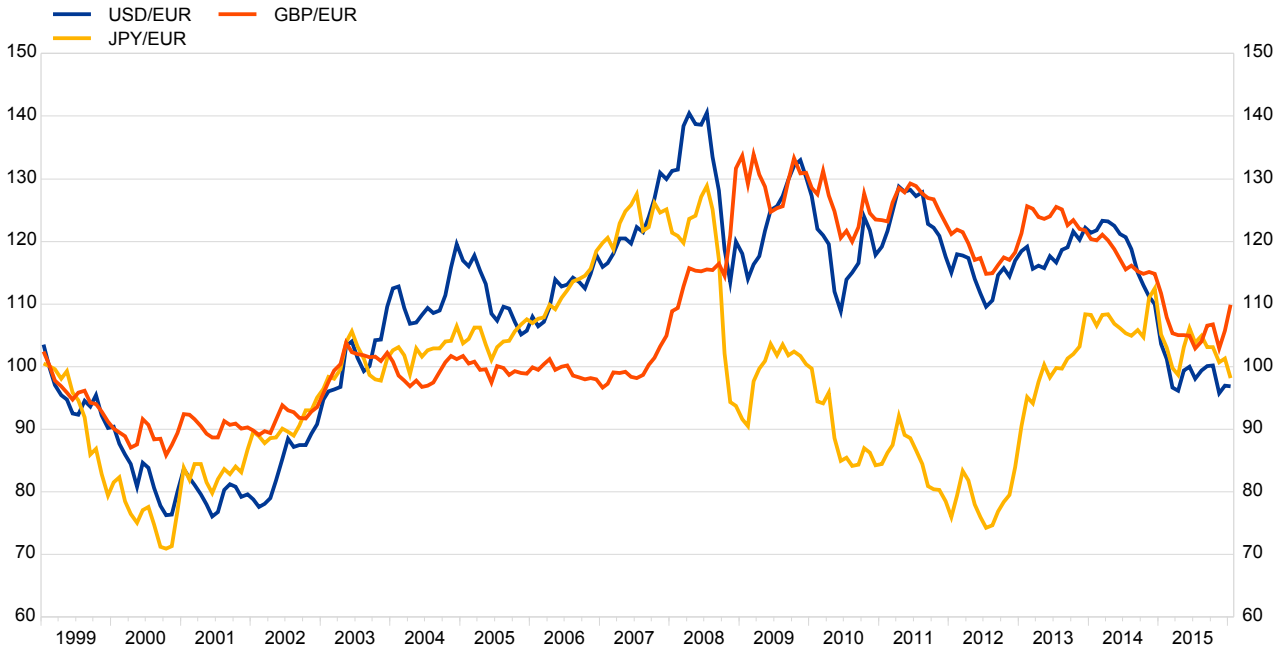
(eenheden van de nationale valuta per euro; gemiddelden per periode)

| | 1999-2015[1)] | 1999-2008[1)] | 2009-2015 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Chinese renminbi | 8,978 | 9,468 | 8,418 | 8,105 | 8,165 | 8,186 | 6,973 |
| Kroatische kuna | 7,444 | 7,406 | 7,488 | 7,522 | 7,579 | 7,634 | 7,614 |
| Tsjechische koruna | 29,069 | 31,193 | 26,036 | 25,149 | 25,980 | 27,536 | 27,279 |
| Deense krone | 7,448 | 7,446 | 7,451 | 7,444 | 7,458 | 7,455 | 7,459 |
| Hongaarse forint | 268,989 | 253,282 | 291,429 | 289,249 | 296,873 | 308,706 | 309,996 |
| Japanse yen | 127,872 | 130,952 | 123,473 | 102,492 | 129,663 | 140,306 | 134,314 |
| Poolse zloty | 4,065 | 3,991 | 4,170 | 4,185 | 4,197 | 4,184 | 4,184 |
| Britse pond | 0,738 | 0,674 | 0,830 | 0,811 | 0,849 | 0,806 | 0,726 |
| Roemeense leu | 3,634 | 3,132 | 4,351 | 4,459 | 4,419 | 4,444 | 4,445 |
| Zweedse krona | 9,195 | 9,132 | 9,285 | 8,704 | 8,652 | 9,099 | 9,353 |
| Zwitserse franc | 1,435 | 1,555 | 1,263 | 1,205 | 1,231 | 1,215 | 1,068 |
| Amerikaanse dollar | 1,218 | 1,155 | 1,309 | 1,285 | 1,328 | 1,329 | 1,110 |

Bron: ECB.
1) Gegevens voor Chinese renminbi en Kroatische kuna beschikbaar vanaf 2001.

## Grafiek 4.2 Bilaterale wisselkoersen

(maandgemiddelden; index: 1999-I = 100)




Bron: ECB.

# 4. Wisselkoersen en betalingsbalans

## 4.3 Reëel-effectieve wisselkoersen [1)]

(gedeflateerd met consumptieprijsindices; gemiddelden per periode; index: 1999-I = 100)

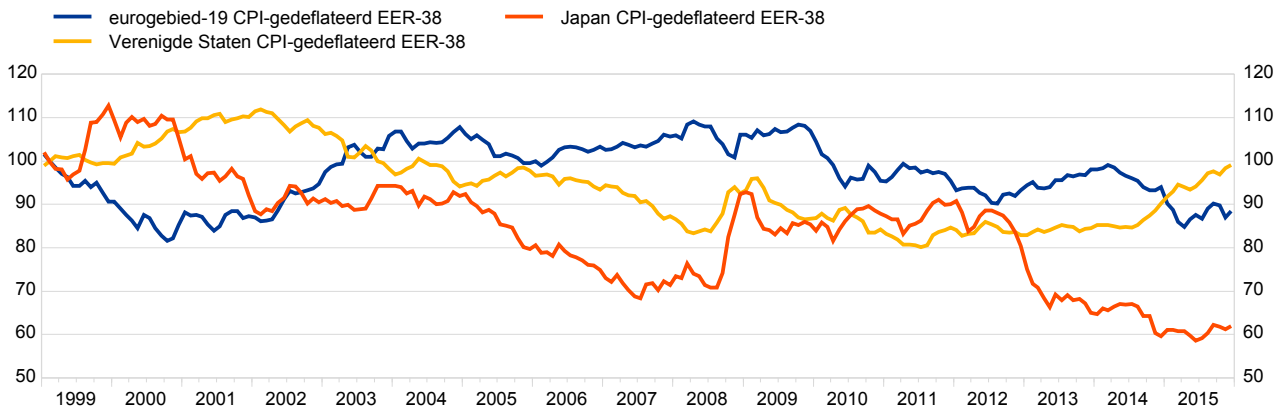
| | 1999-2015 | 1999-2008 | 2009-2015 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 99,7 | 99,2 | 100,5 | 98,9 | 100,5 | 100,7 | 96,6 |
| Duitsland | 93,5 | 95,3 | 95,3 | 88,3 | 90,3 | 91,0 | 86,3 |
| Estland | 113,5 | 106,5 | 123,4 | 121,1 | 124,5 | 126,4 | 125,1 |
| Ierland | 108,7 | 108,9 | 108,4 | 105,1 | 106,8 | 106,0 | 97,9 |
| Griekenland | 101,4 | 99,7 | 103,9 | 103,7 | 102,5 | 100,8 | 95,7 |
| Spanje | 106,3 | 104,8 | 108,4 | 107,0 | 108,7 | 108,1 | 102,8 |
| Frankrijk | 96,6 | 97,6 | 95,2 | 93,3 | 94,4 | 94,7 | 90,5 |
| Italië | 100,1 | 100,2 | 99,8 | 98,3 | 99,8 | 99,9 | 95,1 |
| Cyprus | 104,8 | 104,0 | 106,0 | 105,8 | 106,3 | 105,6 | 100,0 |
| Letland | 109,0 | 104,7 | 115,0 | 113,9 | 112,5 | 113,9 | 113,2 |
| Litouwen | 121,5 | 115,7 | 129,7 | 127,6 | 128,7 | 130,1 | 127,5 |
| Luxemburg | 106,1 | 104,4 | 108,5 | 107,6 | 109,0 | 109,2 | 104,7 |
| Malta | 105,9 | 105,1 | 107,1 | 104,9 | 106,7 | 106,7 | 101,4 |
| Nederland | 101,7 | 102,5 | 100,4 | 97,6 | 100,7 | 100,7 | 95,3 |
| Oostenrijk | 96,5 | 97,0 | 95,6 | 93,8 | 95,7 | 97,0 | 94,5 |
| Portugal | 102,9 | 103,1 | 102,5 | 102,2 | 102,2 | 101,6 | 99,2 |
| Slovenië | 100,1 | 99,4 | 101,1 | 99,6 | 101,1 | 101,4 | 97,7 |
| Slowakije | 161,1 | 139,4 | 192,1 | 190,7 | 193,2 | 193,4 | 187,2 |
| Finland | 96,3 | 96,9 | 95,3 | 92,6 | 94,8 | 96,6 | 93,3 |
| Eurogebied | 97,3 | 98,0 | 96,3 | 92,5 | 95,6 | 96,1 | 87,9 |
| Bulgarije | 132,4 | 120,8 | 148,8 | 148,5 | 148,7 | 146,8 | 140,7 |
| Tsjechië | 132,3 | 122,4 | 146,5 | 149,1 | 146,2 | 138,1 | 134,5 |
| Denemarken | 99,1 | 99,4 | 98,5 | 96,5 | 97,1 | 97,7 | 93,8 |
| Kroatië | 104,9 | 103,7 | 106,6 | 103,9 | 105,5 | 105,0 | 100,6 |
| Hongarije | 129,2 | 125,3 | 134,8 | 135,7 | 134,4 | 129,1 | 123,5 |
| Polen | 117,7 | 117,4 | 118,1 | 117,1 | 117,6 | 118,1 | 113,3 |
| Roemenië | 132,8 | 127,4 | 140,5 | 135,9 | 141,4 | 142,8 | 137,7 |
| Zweden | 93,7 | 95,2 | 91,5 | 94,5 | 96,1 | 91,6 | 85,8 |
| Verenigd Koninkrijk | 90,9 | 97,9 | 81,0 | 80,6 | 79,4 | 84,9 | 88,8 |
| Europese Unie | - | - | - | - | - | - | - |
| Verenigde Staten | 94,3 | 99,3 | 87,0 | 84,0 | 84,2 | 86,1 | 95,5 |
| Japan | 84,4 | 89,4 | 77,3 | 86,4 | 68,9 | 64,9 | 60,7 |

Bron: ECB.

1) Voor het eurogebied als geheel wordt de reëel-effectieve wisselkoers van de euro ten opzichte van 38 handelspartners getoond. Voor individuele landen van het eurogebied toont de tabel de geharmoniseerde concurrentiekrachtindicatoren berekend ten opzichte van dezelfde handelspartners plus de andere landen van het eurogebied. Voor de landen buiten het eurogebied wordt de reëel-effectieve wisselkoers van de euro ten opzichte van 38 handelspartners getoond. Een positieve mutatie wijst op een daling van de prijsconcurrentiekracht.

## Grafiek 4.3 Reël-effectieve wisselkoersen

(gedeflateerd met consumptieprijsindices; maandgemiddelden; index: 1999-I = 100)




Bron: ECB.

# 4. Wisselkoersen en betalingsbalans

## 4.4 Betalingsbalans: netto lopende rekening

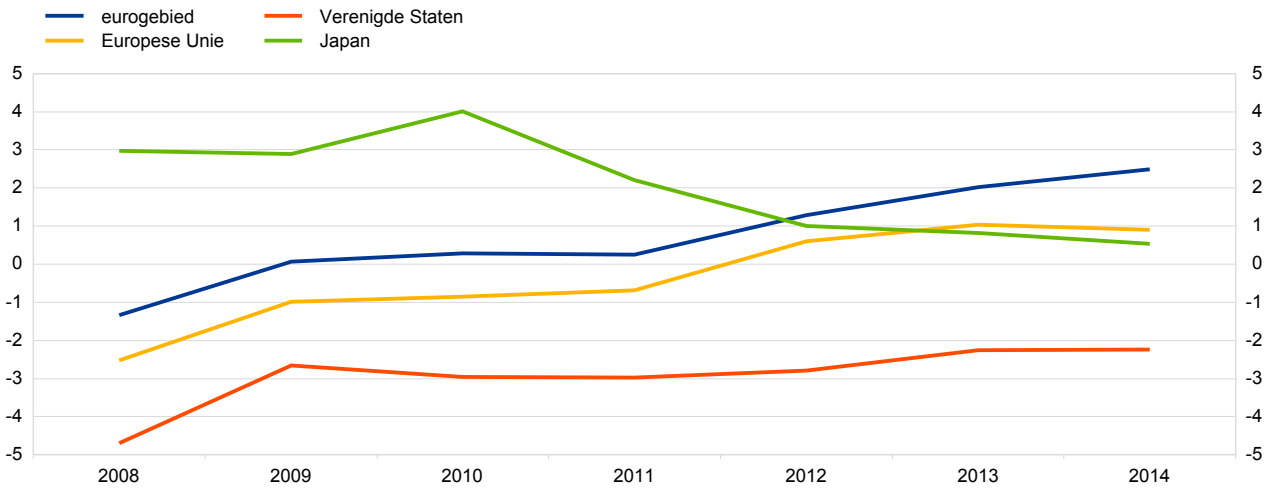
(procenten bbp; gemiddelden per periode; niet voor werkdagen en niet voor seizoen gecorrigeerd)

| | 2008-2014 | 2008-2011 | 2012-2014 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | -0,3 | -0,3 | -0,2 | -1,1 | -0,1 | -0,2 | -0,2 |
| Duitsland | 6,3 | 5,7 | 7,1 | 6,2 | 7,0 | 6,7 | 7,8 |
| Estland | -0,6 | -0,7 | -0,5 | 1,4 | -2,6 | -0,1 | 1,2 |
| Ierland | -0,3 | -1,8 | 1,8 | 0,9 | -1,6 | 3,2 | 3,8 |
| Griekenland | -7,3 | -11,2 | -2,2 | -10,0 | -2,4 | -2,0 | -2,0 |
| Spanje | -2,6 | -5,1 | 0,8 | -3,2 | -0,2 | 1,5 | 1,0 |
| Frankrijk | -0,9 | -0,9 | -1,0 | -1,0 | -1,2 | -0,8 | -1,0 |
| Italië | -1,3 | -2,8 | 0,8 | -3,1 | -0,4 | 0,9 | 2,0 |
| Cyprus | -7,5 | -9,4 | -5,0 | -4,0 | -5,9 | -4,6 | -4,6 |
| Letland | -2,1 | -1,6 | -2,9 | -3,0 | -3,7 | -2,7 | -2,3 |
| Litouwen | -1,6 | -4,0 | 1,5 | -4,1 | -1,3 | 1,7 | 4,0 |
| Luxemburg | 6,7 | 6,9 | 6,3 | 6,4 | 6,6 | 6,3 | 6,2 |
| Malta | -0,7 | -3,6 | 3,1 | -2,4 | 1,4 | 3,8 | 4,2 |
| Nederland | 8,5 | 6,6 | 11,1 | 9,1 | 11,0 | 11,3 | 11,0 |
| Oostenrijk | 2,5 | 2,9 | 1,9 | 1,7 | 1,5 | 2,1 | 2,1 |
| Portugal | -5,5 | -9,6 | 0,0 | -6,0 | -2,0 | 1,4 | 0,6 |
| Slovenië | 1,4 | -1,4 | 5,2 | 0,2 | 2,6 | 5,8 | 7,2 |
| Slowakije | -2,4 | -4,9 | 0,9 | -5,0 | 1,0 | 1,6 | 0,1 |
| Finland | -0,2 | 0,9 | -1,6 | -1,8 | -2,0 | -1,8 | -1,0 |
| Eurogebied | 0,7 | -0,2 | 1,9 | 0,2 | 1,3 | 2,0 | 2,5 |
| Bulgarije | -3,7 | -7,2 | 1,0 | 1,0 | -0,3 | 2,0 | 1,3 |
| Tsjechië | -1,6 | -2,5 | -0,5 | -2,2 | -1,6 | -0,5 | 0,6 |
| Denemarken | 5,5 | 4,3 | 7,2 | 5,8 | 5,9 | 7,5 | 8,2 |
| Kroatië | -2,0 | -3,9 | 0,4 | -0,8 | -0,2 | 0,9 | 0,6 |
| Hongarije | 0,2 | -1,7 | 2,7 | 0,8 | 1,8 | 4,0 | 2,2 |
| Polen | -4,0 | -5,3 | -2,4 | -5,2 | -3,7 | -1,3 | -2,1 |
| Roemenië | -4,6 | -6,4 | -2,1 | -4,8 | -4,7 | -1,2 | -0,5 |
| Zweden | 6,9 | 6,7 | 7,1 | 7,4 | 7,4 | 7,6 | 6,3 |
| Verenigd Koninkrijk | -3,6 | -2,8 | -4,8 | -1,7 | -3,6 | -4,8 | -5,9 |
| Europese Unie | -0,4 | -1,3 | 0,8 | -0,7 | 0,6 | 1,0 | 0,9 |
| Verenigde Staten | -2,9 | -3,3 | -2,4 | -3,0 | -2,8 | -2,3 | -2,2 |
| Japan | 2,1 | 3,0 | 0,8 | 2,2 | 1,0 | 0,8 | 0,5 |

Bronnen: ECB, BIB en Eurostat.

## Grafiek 4.4 Betalingsbalans: netto lopende rekening

(procenten bbp; niet voor werkdagen en niet voor seizoen gecorrigeerd)




Bronnen: ECB, BIB en Eurostat.

# 4. Wisselkoersen en betalingsbalans

## 4.5 Netto internationale investeringspositie

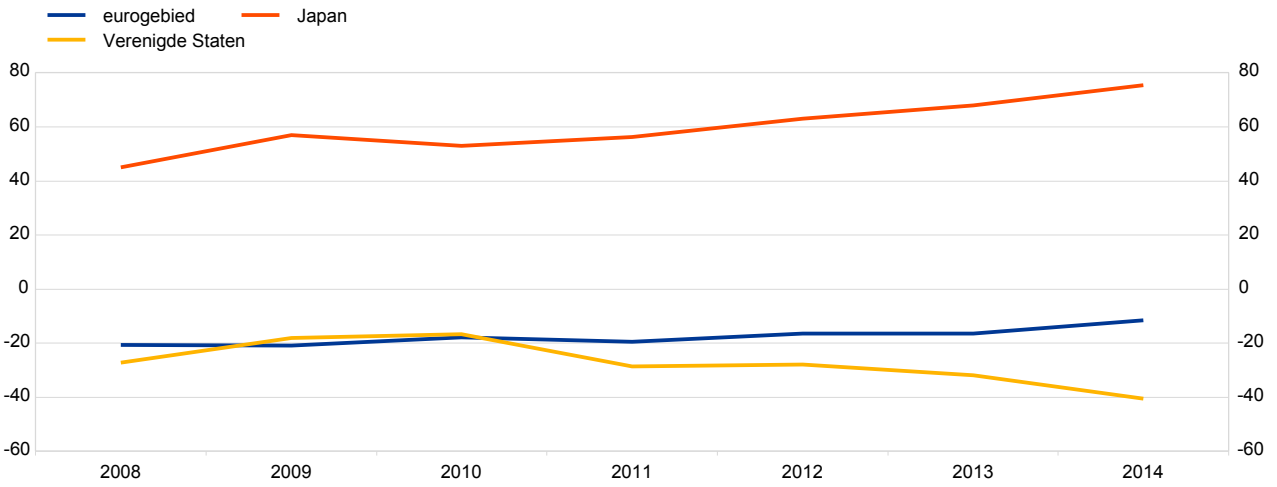
(procenten bbp; gemiddelden per einde periode)

| | 2008-2014[1)] | 2008-2011[1)] | 2012-2014 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 58,0 | 58,5 | 57,2 | 62,1 | 53,9 | 54,7 | 63,0 |
| Duitsland | 29,0 | 23,0 | 36,9 | 23,6 | 29,5 | 36,4 | 44,9 |
| Estland | -62,6 | -70,4 | -52,2 | -57,6 | -55,1 | -52,7 | -48,9 |
| Ierland | -104,2 | -89,8 | -123,5 | -107,0 | -133,1 | -128,8 | -108,6 |
| Griekenland | -98,7 | -84,8 | -117,3 | -85,9 | -111,1 | -120,9 | -119,8 |
| Spanje | -90,9 | -88,5 | -94,3 | -92,0 | -90,1 | -96,8 | -95,9 |
| Frankrijk | -13,5 | -10,8 | -17,1 | -7,6 | -13,2 | -18,0 | -20,3 |
| Italië | -25,8 | -23,3 | -29,1 | -22,2 | -27,6 | -30,3 | -29,4 |
| Cyprus | -120,2 | -106,2 | -138,7 | -134,6 | -133,4 | -140,3 | -142,5 |
| Letland | -78,8 | -82,6 | -73,8 | -79,7 | -75,6 | -74,9 | -70,8 |
| Litouwen | -54,4 | -55,1 | -53,4 | -55,3 | -57,7 | -51,4 | -51,2 |
| Luxemburg | 16,5 | -0,7 | 39,5 | 30,8 | 38,7 | 39,0 | 40,7 |
| Malta | 16,5 | 8,6 | 27,1 | 8,9 | 22,1 | 21,7 | 37,4 |
| Nederland | 21,4 | 5,7 | 42,2 | 19,8 | 31,4 | 32,8 | 62,4 |
| Oostenrijk | -3,1 | -5,5 | 0,2 | -2,0 | -3,2 | 1,4 | 2,3 |
| Portugal | -107,6 | -101,4 | -115,9 | -100,5 | -113,5 | -118,2 | -115,9 |
| Slovenië | -45,4 | -43,8 | -47,6 | -45,7 | -50,6 | -47,2 | -44,9 |
| Slowakije | -64,5 | -62,7 | -67,0 | -65,7 | -63,9 | -65,8 | -71,3 |
| Finland | 6,5 | 7,7 | 5,0 | 15,5 | 12,4 | 5,8 | -3,3 |
| Eurogebied | -17,7 | -19,8 | -14,9 | -19,5 | -16,5 | -16,6 | -11,6 |
| Bulgarije | -84,9 | -91,2 | -80,8 | -89,2 | -85,1 | -79,2 | -78,0 |
| Tsjechië | -41,3 | -42,3 | -40,1 | -44,3 | -46,9 | -39,3 | -34,2 |
| Denemarken | 23,3 | 9,3 | 42,1 | 28,2 | 37,6 | 39,6 | 49,0 |
| Kroatië | -87,1 | -85,8 | -88,7 | -90,7 | -90,0 | -88,7 | -87,5 |
| Hongarije | -95,4 | -104,5 | -83,4 | -95,2 | -93,9 | -84,4 | -71,9 |
| Polen | -62,2 | -57,2 | -68,8 | -57,7 | -67,7 | -70,4 | -68,2 |
| Roemenië | -62,4 | -59,4 | -66,4 | -66,7 | -70,1 | -66,9 | -62,2 |
| Zweden | -6,9 | -2,2 | -13,1 | -11,1 | -16,2 | -16,8 | -6,3 |
| Verenigd Koninkrijk | -13,2 | -6,5 | -22,1 | -7,9 | -22,8 | -15,3 | -28,2 |
| Europese Unie | - | - | - | - | - | - | - |
| Verenigde Staten | -27,3 | -22,7 | -33,5 | -28,7 | -28,0 | -32,0 | -40,5 |
| Japan | 59,7 | 52,8 | 68,8 | 56,4 | 63,0 | 68,0 | 75,3 |

Bronnen: ECB en BIB.
1) Gegevens voor Bulgarije beschikbaar vanaf 2010.

## Grafiek 4.5 Netto internationale investeringspositie

(procenten bbp)




Bronnen: ECB en BIB.

# 5. Begrotingsontwikkelingen

## 5.1 Overheidssaldo

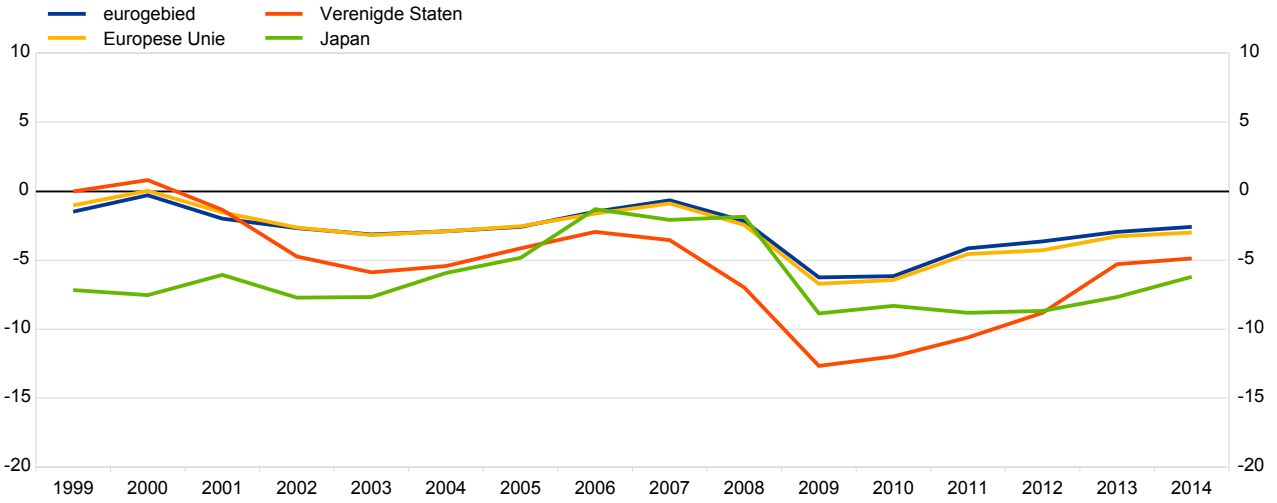
(procenten bbp)

| | 1999-2014[1)] | 1999-2008[1)] | 2009-2014 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | -1,8 | -0,6 | -3,9 | -4,1 | -4,1 | -2,9 | -3,1 |
| Duitsland | -1,8 | -2,1 | -1,4 | -1,0 | -0,1 | -0,1 | 0,3 |
| Estland | 0,3 | 0,6 | -0,1 | 1,2 | -0,3 | -0,1 | 0,7 |
| Ierland | -7,0 | -0,2 | -12,7 | -12,5 | -8,0 | -5,7 | -3,9 |
| Griekenland | -9,4 | -7,6 | -10,2 | -10,2 | -8,8 | -12,4 | -3,6 |
| Spanje | -3,5 | -0,3 | -8,8 | -9,5 | -10,4 | -6,9 | -5,9 |
| Frankrijk | -3,6 | -2,6 | -5,3 | -5,1 | -4,8 | -4,1 | -3,9 |
| Italië | -3,2 | -2,9 | -3,7 | -3,5 | -3,0 | -2,9 | -3,0 |
| Cyprus | -3,5 | -2,1 | -5,9 | -5,7 | -5,8 | -4,9 | -8,9 |
| Letland | -2,7 | -1,9 | -4,0 | -3,4 | -0,8 | -0,9 | -1,6 |
| Litouwen | -3,1 | -1,9 | -5,2 | -8,9 | -3,1 | -2,6 | -0,7 |
| Luxemburg | 0,9 | 1,6 | 0,3 | 0,5 | 0,2 | 0,7 | 1,4 |
| Malta | -3,0 | -3,2 | -2,9 | -2,6 | -3,6 | -2,6 | -2,1 |
| Nederland | -1,7 | -0,5 | -3,9 | -4,3 | -3,9 | -2,4 | -2,4 |
| Oostenrijk | -2,5 | -2,1 | -3,1 | -2,6 | -2,2 | -1,3 | -2,7 |
| Portugal | -5,5 | -4,2 | -7,7 | -7,4 | -5,7 | -4,8 | -7,2 |
| Slovenië | -4,0 | -2,2 | -7,0 | -6,6 | -4,1 | -15,0 | -5,0 |
| Slowakije | -4,9 | -4,9 | -4,8 | -4,1 | -4,2 | -2,6 | -2,8 |
| Finland | 1,5 | 3,8 | -2,4 | -1,0 | -2,1 | -2,5 | -3,3 |
| Eurogebied | -2,8 | -1,9 | -4,3 | -4,2 | -3,7 | -3,0 | -2,6 |
| Bulgarije | -0,6 | 0,6 | -2,7 | -2,0 | -0,6 | -0,8 | -5,8 |
| Tsjechië | -3,5 | -3,6 | -3,3 | -2,7 | -4,0 | -1,3 | -1,9 |
| Denemarken | 0,8 | 2,4 | -1,8 | -2,1 | -3,6 | -1,3 | 1,5 |
| Kroatië | -4,7 | -3,6 | -6,0 | -7,8 | -5,3 | -5,4 | -5,6 |
| Hongarije | -5,1 | -6,0 | -3,7 | -5,5 | -2,3 | -2,5 | -2,5 |
| Polen | -4,4 | -3,9 | -5,1 | -4,9 | -3,7 | -4,0 | -3,3 |
| Roemenië | -3,6 | -2,9 | -4,7 | -5,4 | -3,2 | -2,2 | -1,4 |
| Zweden | 0,5 | 1,2 | -0,8 | -0,1 | -0,9 | -1,4 | -1,7 |
| Verenigd Koninkrijk | -4,3 | -2,1 | -8,0 | -7,7 | -8,3 | -5,7 | -5,7 |
| Europese Unie | -2,9 | -1,9 | -4,7 | -4,5 | -4,3 | -3,3 | -3,0 |
| Verenigde Staten | -5,5 | -3,4 | -9,0 | -10,6 | -8,8 | -5,3 | -4,9 |
| Japan | -6,3 | -5,2 | -8,1 | -8,8 | -8,7 | -7,7 | -6,2 |

Bronnen: ESCB en OESO.
1) Gegevens voor Griekenland beschikbaar vanaf 2006, voor Kroatië vanaf 2002 en voor Luxemburg vanaf 2000.

## Grafiek 5.1 Overheidssaldo

(procenten bbp)




Bronnen: ESCB en OESO.

# 5. Begrotingsontwikkelingen

## 5.2 Primair overheidssaldo [1)]

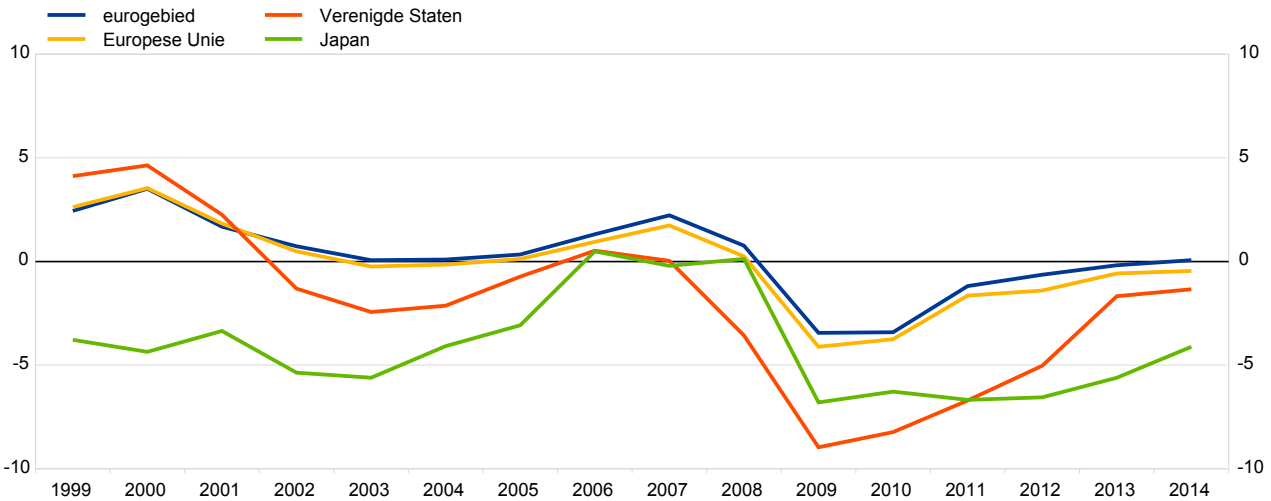
(procenten bbp)

| | 1999-2014[2)] | 1999-2008[2)] | 2009-2014 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 2,8 | 4,7 | -0,4 | -0,5 | -0,6 | 0,4 | 0,0 |
| Duitsland | 0,8 | 0,8 | 0,9 | 1,5 | 2,2 | 1,9 | 2,1 |
| Estland | 0,5 | 0,8 | 0,1 | 1,3 | -0,1 | 0,0 | 0,8 |
| Ierland | -2,2 | 2,1 | -9,3 | -9,1 | -4,0 | -1,4 | 0,1 |
| Griekenland | -4,4 | -3,0 | -5,0 | -3,0 | -3,7 | -8,4 | 0,4 |
| Spanje | -1,1 | 2,0 | -6,2 | -7,0 | -7,5 | -3,5 | -2,5 |
| Frankrijk | -1,0 | 0,1 | -2,9 | -2,5 | -2,2 | -1,8 | -1,8 |
| Italië | 1,9 | 2,4 | 1,0 | 1,2 | 2,2 | 1,9 | 1,6 |
| Cyprus | -0,7 | 0,9 | -3,4 | -3,5 | -2,9 | -1,8 | -6,0 |
| Letland | -1,7 | -1,3 | -2,4 | -1,6 | 0,8 | 0,6 | -0,1 |
| Litouwen | -1,8 | -0,8 | -3,5 | -7,1 | -1,2 | -0,9 | 0,9 |
| Luxemburg | 1,9 | 2,8 | 0,7 | 1,0 | 0,6 | 1,1 | 1,8 |
| Malta | -0,7 | -1,2 | 0,2 | 0,6 | -0,6 | 0,3 | 0,8 |
| Nederland | 0,5 | 2,1 | -2,2 | -2,5 | -2,2 | -0,9 | -0,9 |
| Oostenrijk | 0,6 | 1,2 | -0,3 | 0,2 | 0,5 | 1,3 | -0,2 |
| Portugal | -2,2 | -1,4 | -3,5 | -3,1 | -0,8 | 0,0 | -2,3 |
| Slovenië | -2,1 | -0,4 | -4,9 | -4,7 | -2,1 | -12,4 | -1,9 |
| Slowakije | -2,7 | -2,4 | -3,2 | -2,6 | -2,4 | -0,8 | -0,9 |
| Finland | 3,2 | 5,8 | -1,0 | 0,4 | -0,7 | -1,3 | -2,1 |
| Eurogebied | 0,3 | 1,3 | -1,5 | -1,2 | -0,6 | -0,2 | 0,1 |
| Bulgarije | 1,1 | 2,9 | -2,0 | -1,3 | 0,2 | 0,0 | -4,9 |
| Tsjechië | -2,4 | -2,6 | -2,0 | -1,4 | -2,5 | 0,1 | -0,6 |
| Denemarken | 3,2 | 5,0 | 0,0 | -0,1 | -1,8 | 0,5 | 3,1 |
| Kroatië | -2,3 | -1,7 | -2,9 | -4,7 | -2,0 | -1,9 | -2,1 |
| Hongarije | -0,7 | -1,5 | 0,7 | -1,3 | 2,3 | 2,0 | 1,5 |
| Polen | -1,8 | -1,2 | -2,7 | -2,3 | -1,0 | -1,5 | -1,4 |
| Roemenië | -1,6 | -0,8 | -3,1 | -3,8 | -1,4 | -0,4 | 0,3 |
| Zweden | 2,3 | 3,5 | 0,2 | 1,0 | 0,0 | -0,6 | -1,0 |
| Verenigd Koninkrijk | -1,9 | 0,1 | -5,2 | -4,5 | -5,4 | -2,8 | -3,0 |
| Europese Unie | 0,0 | 1,1 | -2,0 | -1,6 | -1,4 | -0,6 | -0,5 |
| Verenigde Staten | -1,9 | 0,1 | -5,3 | -6,7 | -5,0 | -1,7 | -1,4 |
| Japan | -4,1 | -2,9 | -6,0 | -6,7 | -6,6 | -5,6 | -4,1 |

Bronnen: ESCB en OESO.
1) Overheidssaldo met uitzondering van rentelasten.
2) Gegevens voor Griekenland beschikbaar vanaf 2006, voor Luxemburg vanaf 2000 en voor Kroatië vanaf 2002.

## Grafiek 5.2 Primair overheidssaldo

(procenten bbp)




Bronnen: ESCB en OESO.

# 5. Begrotingsontwikkelingen

## 5.3 Overheidsuitgaven

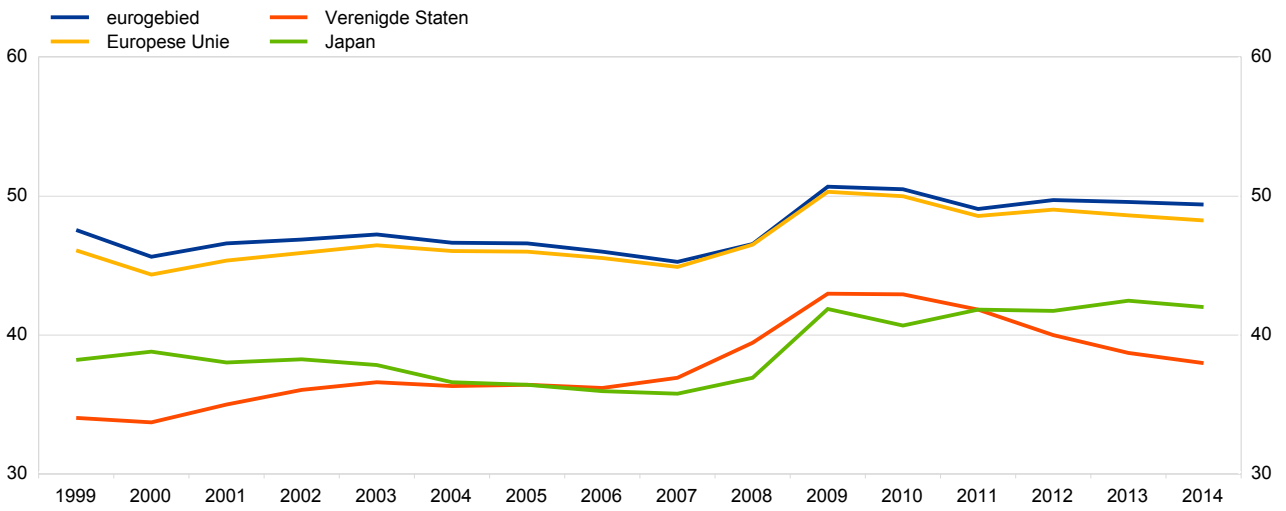
(procenten bbp)

| | 1999-2014[1)] | 1999-2008[1)] | 2009-2014 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 51,5 | 49,6 | 54,7 | 54,4 | 55,8 | 55,6 | 55,1 |
| Duitsland | 45,7 | 45,8 | 45,5 | 44,7 | 44,4 | 44,5 | 44,3 |
| Estland | 37,4 | 35,9 | 39,9 | 37,4 | 39,1 | 38,3 | 38,0 |
| Ierland | 38,7 | 34,1 | 46,3 | 45,5 | 41,8 | 39,7 | 38,2 |
| Griekenland | 52,2 | 47,7 | 54,4 | 54,2 | 55,2 | 60,8 | 49,9 |
| Spanje | 41,5 | 39,0 | 45,8 | 45,6 | 48,0 | 45,1 | 44,5 |
| Frankrijk | 53,9 | 52,3 | 56,8 | 55,9 | 56,8 | 57,0 | 57,5 |
| Italië | 48,3 | 47,0 | 50,5 | 49,1 | 50,8 | 51,0 | 51,2 |
| Cyprus | 39,7 | 37,5 | 43,3 | 42,5 | 41,9 | 41,4 | 49,3 |
| Letland | 37,3 | 35,8 | 39,7 | 39,0 | 37,0 | 36,9 | 37,3 |
| Litouwen | 37,4 | 36,2 | 39,4 | 42,5 | 36,1 | 35,6 | 34,8 |
| Luxemburg | 41,3 | 39,7 | 43,7 | 43,3 | 44,6 | 43,3 | 42,4 |
| Malta | 42,1 | 42,1 | 42,2 | 40,9 | 42,5 | 42,6 | 44,0 |
| Nederland | 44,7 | 43,2 | 47,2 | 47,0 | 47,1 | 46,4 | 46,2 |
| Oostenrijk | 51,3 | 50,8 | 52,1 | 50,8 | 51,1 | 50,9 | 52,7 |
| Portugal | 46,8 | 44,6 | 50,4 | 50,0 | 48,5 | 49,9 | 51,7 |
| Slovenië | 47,3 | 45,1 | 51,0 | 50,0 | 48,6 | 60,3 | 49,8 |
| Slowakije | 41,7 | 41,8 | 41,5 | 40,5 | 40,1 | 41,0 | 41,6 |
| Finland | 51,4 | 48,6 | 56,0 | 54,4 | 56,1 | 57,6 | 58,3 |
| Eurogebied | 47,7 | 46,5 | 49,8 | 49,1 | 49,7 | 49,6 | 49,4 |
| Bulgarije | 37,9 | 38,2 | 37,4 | 34,1 | 34,7 | 37,6 | 42,1 |
| Tsjechië | 42,5 | 42,2 | 43,2 | 42,9 | 44,5 | 42,6 | 42,6 |
| Denemarken | 54,0 | 52,1 | 57,2 | 56,8 | 58,8 | 57,1 | 56,9 |
| Kroatië | 46,7 | 45,9 | 47,7 | 48,8 | 47,1 | 47,8 | 48,2 |
| Hongarije | 49,4 | 49,2 | 49,7 | 49,7 | 48,6 | 49,5 | 49,9 |
| Polen | 43,9 | 44,2 | 43,6 | 43,6 | 42,6 | 42,4 | 42,1 |
| Roemenië | 36,7 | 36,1 | 37,6 | 39,1 | 36,5 | 35,2 | 34,9 |
| Zweden | 52,5 | 52,9 | 51,8 | 50,5 | 51,7 | 52,4 | 51,8 |
| Verenigd Koninkrijk | 43,4 | 41,3 | 46,8 | 46,9 | 46,8 | 44,9 | 43,9 |
| Europese Unie | 47,0 | 45,7 | 49,1 | 48,6 | 49,0 | 48,6 | 48,2 |
| Verenigde Staten | 37,8 | 36,1 | 40,7 | 41,8 | 40,0 | 38,7 | 38,0 |
| Japan | 39,0 | 37,3 | 41,8 | 41,8 | 41,8 | 42,5 | 42,0 |

Bronnen: ESCB en OESO.
1) Gegevens voor Griekenland beschikbaar vanaf 2006, voor Luxemburg vanaf 2000 en voor Kroatië vanaf 2002.

## Grafiek 5.3 Overheidsuitgaven

(procenten bbp)




Bronnen: ESCB en OESO.

# 5. Begrotingsontwikkelingen

## 5.4 Overheidsschuld [1)]

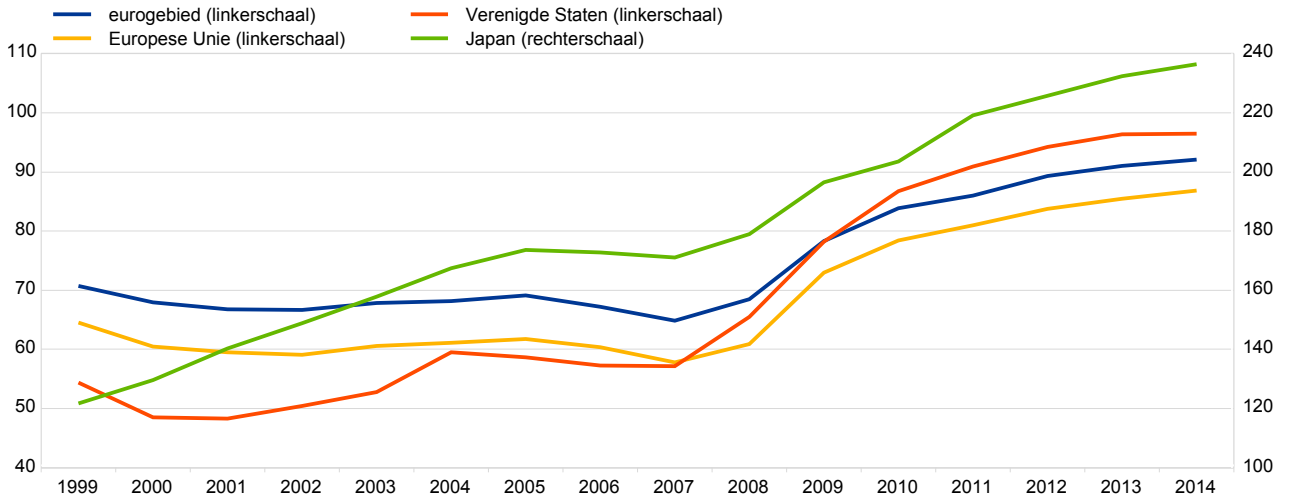
(procenten bbp)

| | 1999-2014[2)] | 1999-2008[2)] | 2009-2014 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| België | 100,9 | 99,8 | 102,8 | 102,2 | 104,1 | 105,1 | 106,7 |
| Duitsland | 68,1 | 62,5 | 77,3 | 78,4 | 79,7 | 77,4 | 74,9 |
| Estland | 6,2 | 5,0 | 8,2 | 5,9 | 9,5 | 9,9 | 10,4 |
| Ierland | 58,0 | 32,2 | 100,9 | 109,3 | 120,2 | 120,0 | 107,5 |
| Griekenland | 146,5 | 106,2 | 160,0 | 172,0 | 159,4 | 177,0 | 178,6 |
| Spanje | 58,4 | 47,3 | 76,8 | 69,5 | 85,4 | 93,7 | 99,3 |
| Frankrijk | 72,2 | 63,1 | 87,2 | 85,2 | 89,6 | 92,3 | 95,6 |
| Italië | 109,8 | 102,8 | 121,4 | 116,4 | 123,2 | 128,8 | 132,3 |
| Cyprus | 65,2 | 57,8 | 77,7 | 65,8 | 79,3 | 102,5 | 108,2 |
| Letland | 23,5 | 12,8 | 41,4 | 42,8 | 41,4 | 39,1 | 40,8 |
| Litouwen | 26,1 | 19,6 | 36,9 | 37,2 | 39,8 | 38,8 | 40,7 |
| Luxemburg | 12,6 | 7,4 | 20,4 | 19,2 | 22,1 | 23,4 | 23,0 |
| Malta | 66,5 | 65,3 | 68,5 | 69,8 | 67,6 | 69,6 | 68,3 |
| Nederland | 54,7 | 49,6 | 63,3 | 61,7 | 66,4 | 67,9 | 68,2 |
| Oostenrijk | 72,2 | 66,4 | 81,8 | 82,2 | 81,6 | 80,8 | 84,2 |
| Portugal | 80,3 | 60,8 | 112,8 | 111,4 | 126,2 | 129,0 | 130,2 |
| Slovenië | 36,1 | 25,3 | 54,1 | 46,4 | 53,7 | 70,8 | 80,8 |
| Slowakije | 42,1 | 39,3 | 46,7 | 43,3 | 51,9 | 54,6 | 53,5 |
| Finland | 44,0 | 39,8 | 50,9 | 48,5 | 52,9 | 55,6 | 59,3 |
| Eurogebied | 74,9 | 67,8 | 86,8 | 86,0 | 89,3 | 91,1 | 92,1 |
| Bulgarije | 30,0 | 38,1 | 17,9 | 15,3 | 17,6 | 18,0 | 27,0 |
| Tsjechië | 30,9 | 25,0 | 40,8 | 39,9 | 44,7 | 45,2 | 42,7 |
| Denemarken | 43,3 | 42,7 | 44,2 | 46,4 | 45,6 | 45,0 | 45,1 |
| Kroatië | 51,7 | 38,4 | 67,3 | 63,7 | 69,2 | 80,8 | 85,1 |
| Hongarije | 66,9 | 60,0 | 78,4 | 80,8 | 78,3 | 76,8 | 76,2 |
| Polen | 46,8 | 43,1 | 53,0 | 54,4 | 54,0 | 55,9 | 50,4 |
| Roemenië | 24,4 | 18,8 | 33,8 | 34,2 | 37,4 | 38,0 | 39,9 |
| Zweden | 44,6 | 47,7 | 39,5 | 36,9 | 37,2 | 39,8 | 44,9 |
| Verenigd Koninkrijk | 55,8 | 40,9 | 80,6 | 81,8 | 85,3 | 86,2 | 88,2 |
| Europese Unie | 68,4 | 60,6 | 81,4 | 81,0 | 83,8 | 85,5 | 86,8 |
| Verenigde Staten | 68,5 | 55,3 | 90,5 | 90,9 | 94,3 | 96,4 | 96,5 |
| Japan | 179,8 | 156,2 | 219,0 | 219,1 | 225,8 | 232,5 | 236,4 |

Bronnen: ESCB en OESO.
1) Bruto schuld (met inbegrip van chartaal geld, deposito's, schuldbewijzen en leningen). De gegevens worden geconsolideerd tussen de subsectoren van overheid, behalve voor Japan.
2) Gegevens voor Griekenland beschikbaar vanaf 2007, voor Luxemburg en Bulgarije vanaf 2000 en voor Kroatië vanaf 2002.

## Grafiek 5.4 Overheidsschuld

(procenten bbp)




Bronnen: ESCB en OESO.

## Afkortingen

**EU-lidstaten**

| | |
|---|---|
| BE | België |
| BG | Bulgarije |
| CZ | Tsjechië |
| DK | Denemarken |
| DE | Duitsland |
| EE | Estland |
| IE | Ierland |
| GR | Griekenland |
| ES | Spanje |
| FR | Frankrijk |
| HR | Kroatië |
| IT | Italië |
| CY | Cyprus |
| LV | Letland |
| LT | Litouwen |
| LU | Luxemburg |
| HU | Hongarije |
| MT | Malta |
| NL | Nederland |
| AT | Oostenrijk |
| PL | Polen |
| PT | Portugal |
| RO | Roemenië |
| SI | Slovenië |
| SK | Slowakije |
| FI | Finland |
| SE | Zweden |
| VK | Verenigd Koninkrijk |

**Andere landen**

| | |
|---|---|
| BR | Brazilië |
| CN | China |
| IN | India |
| ID | Indonesië |
| JP | Japan |
| MY | Maleisië |
| MX | Mexico |
| RU | Rusland |
| ZA | Zuid-Afrika |
| KR | Zuid-Korea |
| TH | Thailand |
| TR | Turkije |
| US | Verenigde Staten |

Conform het binnen de EU bestaande gebruik worden de EU-lidstaten in dit verslag gerangschikt in alfabetische volgorde van de landennamen in de nationale talen.

**© Europese Centrale Bank, 2016**

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

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

De afsluitingsdatum voor de in dit verslag voorkomende gegevens was 12 februari 2016.

Foto's Andreas Böttcher
Thorsten Jansen

ISSN 1725-2911 (epub)
ISSN 1725-2911 (html)
ISSN 1725-2911 (online)
ISBN 978-92-899-2020-9 (epub)
ISBN 978-92-899-2120-6 (html)
ISBN 978-92-899-2009-4 (online)
DOI 10.2866/563302 (epub)
DOI 10.2866/962533 (html)
DOI 10.2866/651819 (online)
EU catalogue No QB-AA-16-001-NL-E (epub)
EU catalogue No QB-AA-16-001-NL-Q (html)
EU catalogue No QB-AA-16-001-NL-N (online)

## Afkortingen

### EU-lidstaten

| | |
|---|---|
| BE | België |
| BG | Bulgarije |
| CZ | Tsjechië |
| DK | Denemarken |
| DE | Duitsland |
| EE | Estland |
| IE | Ierland |
| GR | Griekenland |
| ES | Spanje |
| FR | Frankrijk |
| HR | Kroatië |
| IT | Italië |
| CY | Cyprus |
| LV | Letland |
| LT | Litouwen |
| LU | Luxemburg |
| HU | Hongarije |
| MT | Malta |
| NL | Nederland |
| AT | Oostenrijk |
| PL | Polen |
| PT | Portugal |
| RO | Roemenië |
| SI | Slovenië |
| SK | Slowakije |
| FI | Finland |
| SE | Zweden |
| VK | Verenigd Koninkrijk |

### Andere landen

| | |
|---|---|
| BR | Brazilië |
| CN | China |
| IN | India |
| ID | Indonesië |
| JP | Japan |
| MY | Maleisië |
| MX | Mexico |
| RU | Rusland |
| ZA | Zuid-Afrika |
| KR | Zuid-Korea |
| TH | Thailand |
| TR | Turkije |
| US | Verenigde Staten |

Conform het binnen de EU bestaande gebruik worden de EU-lidstaten in dit verslag gerangschikt in alfabetische volgorde van de landennamen in de nationale talen.

**© Europese Centrale Bank, 2016**

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

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

De afsluitingsdatum voor de in dit verslag voorkomende gegevens was 12 februari 2016.

Foto's Andreas Böttcher
Thorsten Jansen

ISSN 1725-2911 (epub)
ISSN 1725-2911 (html)
ISSN 1725-2911 (online)
ISBN 978-92-899-2020-9 (epub)
ISBN 978-92-899-2120-6 (html)
ISBN 978-92-899-2009-4 (online)
DOI 10.2866/563302 (epub)
DOI 10.2866/962533 (html)
DOI 10.2866/651819 (online)
EU catalogue No QB-AA-16-001-NL-E (epub)
EU catalogue No QB-AA-16-001-NL-Q (html)
EU catalogue No QB-AA-16-001-NL-N (online)