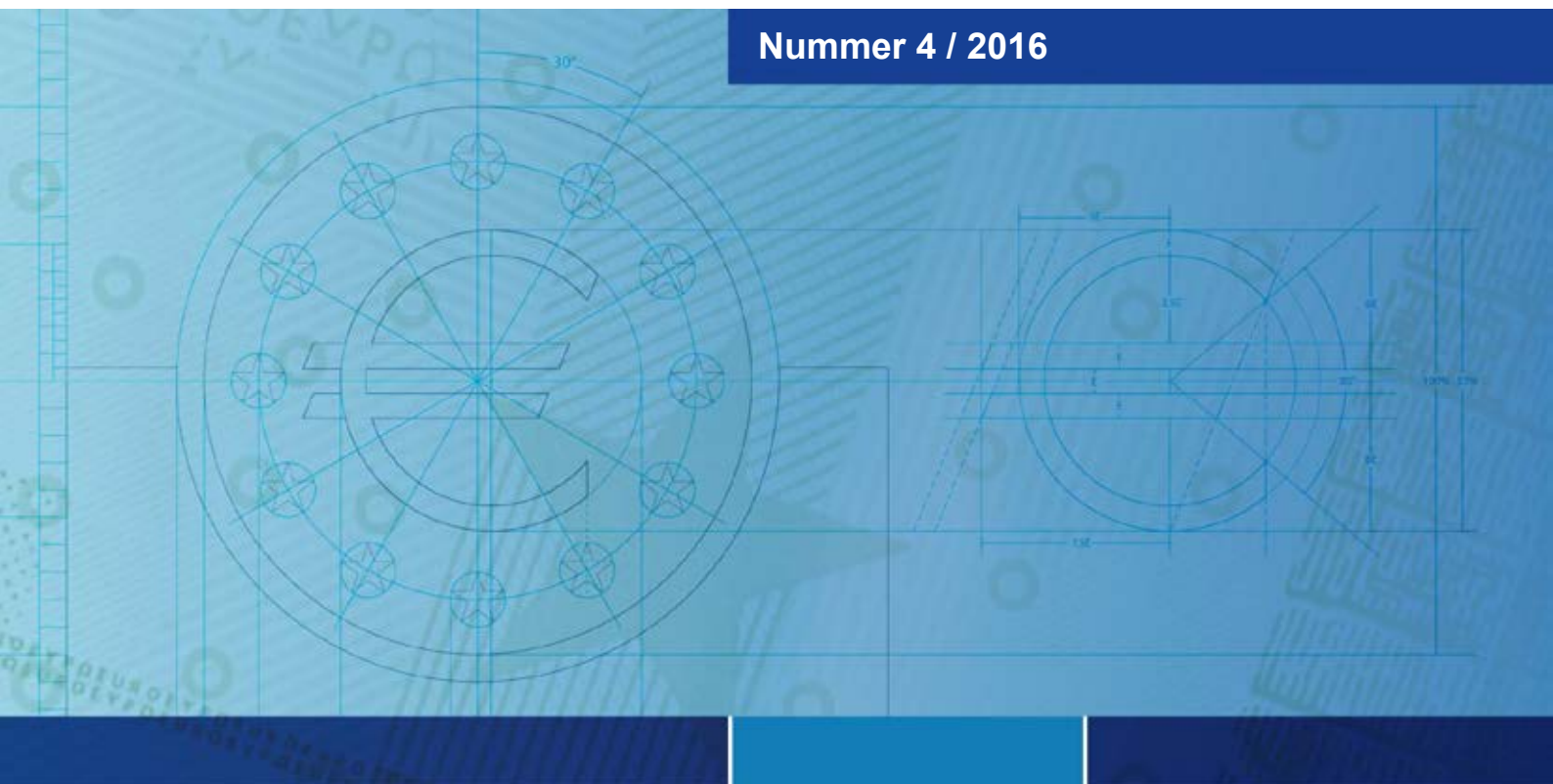




EUROPEAN CENTRAL BANK  
EUROSYSTEM

# Economisch Bulletin

Nummer 4 / 2016



# Inhoud

|                                                                                                       |            |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>Economische en monetaire ontwikkelingen</b>                                                        | <b>2</b>   |
| Overzicht                                                                                             | 2          |
| 1 Externe omgeving                                                                                    | 6          |
| 2 Financiële ontwikkelingen                                                                           | 12         |
| 3 Economische bedrijvigheid                                                                           | 16         |
| 4 Prijzen en kosten                                                                                   | 21         |
| 5 Geld en krediet                                                                                     | 25         |
| 6 Begrotingsontwikkelingen                                                                            | 31         |
| <b>Kaders</b>                                                                                         |            |
| 1 Lage olieprijs en de internationale gevolgen                                                        | 34         |
| 2 Liquiditeitsverhoudingen en monetairbeleidstransacties van 27 januari 2016 tot en met 26 april 2016 | 38         |
| 3 Lage rente en netto rente-inkomens van huishoudens                                                  | 44         |
| 4 Snellere publicatie driemaandelijkse flashraming van het bbp voor het eurogebied: eerste ervaringen | 47         |
| 5 Landspecifieke aanbevelingen voor het begrotingsbeleid in het Europees Semester 2016                | 51         |
| <b>Articles</b>                                                                                       |            |
| 1 The role of euro area non-monetary financial institutions in financial intermediation               | 56         |
| 2 The euro area fiscal stance                                                                         | 75         |
| <b>Statistieken</b>                                                                                   | <b>S 1</b> |

# Economische en monetaire ontwikkelingen

## Overzicht

**Tijdens zijn monetairbeleidsvergadering van 2 juni 2016 oordeelde de Raad van Bestuur dat het veelomvattende pakket aan begin maart genomen besluiten de kracht van het economisch herstel in het eurogebied schraagt en de terugkeer van de inflatie naar een niveau onder maar dicht bij 2% bevordert.**

De maatregelen van de ECB zorgen voor een aanhoudende daling van de kosten van krediet en dragen bij aan een versterking van de kredietschepping. Het economisch herstel in het eurogebied zet geleidelijk door. Een aanvullende stimulans, bovenop die waarmee reeds rekening is gehouden, zal naar verwachting voortvloeien uit de monetairbeleidsmaatregelen die nog ten uitvoer moeten worden gelegd, te weten het programma voor de aankoop van door de bedrijfssector uitgegeven schuldbewijzen (*corporate sector purchase programme* – CSPP) en de nieuwe reeks gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (*targeted longer-term refinancing operations* – TLTRO II), en deze zal bijdragen aan het verder in evenwicht brengen van de risico's voor de groei- en inflatievooruitzichten. In de huidige context is het van cruciaal belang ervoor te zorgen dat het klimaat van zeer lage inflatie zich niet vertaalt in tweederonde-effecten op de loon- en prijsvorming. De Raad van Bestuur zal het beloop van de vooruitzichten voor de prijsstabiliteit nauwlettend volgen en, indien nodig voor de verwezenlijking van zijn doelstelling, optreden door gebruik te maken van alle binnen zijn mandaat ter beschikking staande instrumenten.

## Economische en monetaire beoordeling ten tijde van de vergadering van de Raad van Bestuur van 2 juni 2016

**De wereldwijde groei bleef in het eerste kwartaal van 2016 gematigd.** De verwachting voor de komende tijd is dat de mondiale bedrijvigheid in een bescheiden tempo zal doorgroeien. De lage rente, de verbetering op de arbeidsmarkten en het toenemende vertrouwen ondersteunen de vooruitzichten voor de geavanceerde economieën. Hier staat tegenover dat de vooruitzichten voor de opkomende markteconomieën met grotere onzekerheid blijven omgeven, aangezien de groei in China vertraagt en de grondstoffen exporterende landen zich aan de lagere grondstoffenprijzen aanpassen.

**De wereldwijde financiële markten, inclusief die in het eurogebied, keerden tussen begin maart en begin juni terug naar meer stabiele omstandigheden.**

Beter dan verwachte mondiale economische prestaties, een verder herstel van de olieprijzen en een aanvullende monetaire stimulans in het eurogebied ondersteunden de waarderingen van risicovolle activa. Hierdoor lieten de aandelenkoersen in het eurogebied in de verslagperiode een gematigde stijging

zien, terwijl de aankondiging van de aankopen door het Eurosysteem van door de bedrijvensector uitgegeven waardepapieren voor een aanzienlijke versterking zorgde van de daling van de spreads op door niet-financiële vennootschappen uitgegeven obligaties. In lijn met de bewegingen van de mondiale langetermijnrendementen daalden de rendementen op langlopende overheidsobligaties van eurolanden enigszins. Op de valutamarkten won de euro licht aan kracht.

**Het economisch herstel in het eurogebied houdt aan.** Het bbp van het eurogebied is in het eerste kwartaal van 2016 aanzienlijk gegroeid. De groei blijft worden ondersteund door de binnenlandse vraag, terwijl deze tegelijkertijd werd getemperd door een zwakke uitvoer. De laatste gegevens duiden op doorlopende groei in het tweede kwartaal, zij het mogelijkswijs in een lager tempo dan in het eerste kwartaal.

**De Raad van Bestuur verwacht voor de komende tijd dat het economisch herstel zich in een gematigd maar gestaag tempo zal blijven voortzetten.** De binnenlandse vraag blijft steun ondervinden van de doorwerking van de monetairbeleidsmaatregelen op de reële economie. Gunstige financieringscondities en verbeteringen in de winstgevendheid van bedrijven blijven de investeringen stimuleren. Bovendien zouden aanhoudende werkgelegenheidsgroei, die tevens profiteert van in het verleden doorgevoerde structurele hervormingen, en de nog steeds relatief lage olieprijs extra steun moeten bieden aan het reëel besteedbaar inkomen van huishoudens en de particuliere consumptie. Daarnaast is de begrotingskoers van het eurogebied licht expansief. Tegelijkertijd wordt het economisch herstel in het eurogebied echter nog steeds getemperd door gematigde groeivoorzichten in de opkomende markten, de noodzakelijke balansaanpassingen in een aantal sectoren en het trage tempo van tenuitvoerlegging van structurele hervormingen.

**In de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2016 wordt een stijging van het reële bbp op jaarbasis voorzien van 1,6% in 2016, en 1,7% in 2017 en 2018.** Vergeleken met de door medewerkers van de ECB opgestelde macro-economische projecties van maart 2016 zijn de vooruitzichten voor de reële bbp-groei voor 2016 opwaarts bijgesteld en voor 2017 en 2018 globaal genomen onveranderd gebleven. Naar het oordeel van de Raad van Bestuur blijven de risico's voor de groeivoorzichten van het eurogebied voornamelijk van neerwaartse aard, maar is de balans wat betreft de risico's dankzij de reeds genomen monetairbeleidsmaatregelen en de nog komende stimulans verbeterd. De neerwaartse risico's blijven verband houden met de ontwikkelingen in de wereldeconomie, het komende Britse referendum over EU-lidmaatschap en met andere geopolitieke risico's.

**Volgens de voorlopige raming van Eurostat bedroeg de HICP-inflatie op jaarbasis in het eurogebied in mei 2016 -0,1%.** Dit lage inflatieniveau weerspiegelt eerdere dalingen van de energieprijzen. Op basis van de huidige prijzen van oliefutures zal de inflatie de komende paar maanden waarschijnlijk zeer laag of negatief blijven alvorens in de tweede helft van 2016 aan te trekken, grotendeels ten gevolge van basiseffecten bij het groeicijfer op jaarbasis van de energieprijzen. De

inflatie zou zich, ondersteund door de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB en het verwachte economisch herstel, in 2017 en 2018 verder moeten herstellen.

**In de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2016 wordt een HICP-inflatie op jaarbasis voorzien van 0,2% in 2016, 1,3% in 2017 en 1,6% in 2018.**

Vergeleken met de door medewerkers van de ECB opgestelde macro-economische projecties van maart 2016 zijn de vooruitzichten voor de HICP-inflatie voor 2016, op grond van recente olieprijsstijgingen, licht opwaarts bijgesteld en voor 2017 en 2018 onveranderd gebleven.

**De door de ECB sinds juni 2014 genomen monetairbeleidsmaatregelen hebben de kredietstromen in het eurogebied duidelijk verbeterd.** De groei van het ruime monetaire aggregaat is in april enigszins gedaald, maar bleef robuust. Het geleidelijke herstel van de groei van de kredietverlening hield aan. Binnenlandse bronnen van geldschepping waren wederom de belangrijkste motor van de groei van het ruime monetaire aggregaat. Lage rentetarieven, evenals de effecten van de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (*targeted longer-term refinancing operations* – TLTRO's) van de ECB en het uitgebreide activa-aankoopprogramma (*expanded asset purchase programme* – APP), blijven de geld- en kredietdynamiek ondersteunen. Banken hebben hun gunstige financieringscondities doorgegeven in de vorm van lagere debetrentes, en het herstel van de kredietgroei wint nog steeds aan kracht dankzij de verbeterde kredietvoorwaarden. De totale jaarlijkse externe financiering van niet-financiële vennootschappen is, zo wordt geschat, in het eerste kwartaal van 2016 gematigd gestegen. Over het geheel genomen hebben de sinds juni 2014 genomen monetairbeleidsmaatregelen gezorgd voor een aanzienlijke verbetering van de leenvoorwaarden voor bedrijven en huishoudens, en het in maart van dit jaar aangenomen veelomvattende pakket aan nieuwe monetairbeleidsmaatregelen schraagt het verdergaande herstel van de kredietgroei en ondersteunt aldus het herstel van de reële economie.

## Monetairbeleidsbeslissingen

**De Raad van Bestuur oordeelde dat een toetsing van de uitkomsten van de economische analyse aan die van de monetaire analyse de noodzaak bevestigde van het handhaven van een passende mate van accommoderend monetair beleid, teneinde zonder onnodige vertraging te zorgen voor een terugkeer van de inflatie naar niveaus onder maar dicht bij 2%.** De Raad van Bestuur besloot de basisrentetarieven van de ECB ongewijzigd te laten en handhaafde zijn verwachting dat deze tarieven zich voor langere tijd, en ruim voorbij de periode van de netto activa-aankopen van het Eurosysteem, op het huidige of een lager niveau zullen bevinden. Wat de bijzondere monetairbeleidsmaatregelen betreft, bevestigde de Raad van Bestuur dat het de bedoeling is dat de maandelijkse activa-aankopen ten bedrage van €80 miljard tot eind maart 2017 of zo nodig langer zullen lopen, 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 inflatiedoelstelling. Op 8 juni is het Eurosysteem begonnen aankopen te verrichten uit hoofde van het CSPP. Bovendien zal het Eurosysteem op 22 juni de eerste TLTRO II-transactie uitvoeren.

## Externe omgeving

*De zwakke groei die zich tegen eind vorig jaar wereldwijd voordeed, hield in het eerste kwartaal van 2016 aan. Naar verwachting blijft de mondiale bedrijvigheid in de komende periode in een bescheiden tempo toenemen. De vooruitzichten voor de ontwikkelde economieën worden gesteund door de lage rente, een aantrekkende arbeidsmarkt en een toenemend vertrouwen. De vooruitzichten voor de opkomende economieën daarentegen blijven onzekerder door een vertraging van de groei in China en doordat grondstoffenexporterende landen zich aanpassen aan lagere grondstoffenprijzen.*

## Mondiale economische bedrijvigheid en handel

**De wereldeconomie blijft in een gematigd tempo groeien.** De indicatoren voor de bedrijvigheid zijn gestabiliseerd, wat wijst op een gestage verdere ontwikkeling van de wereldeconomie. Het sentiment op de financiële markten heeft zich hersteld. Toch is er nog steeds sprake van onzekerheden, doordat landen moeten inspelen op het effect van een aantal ontwikkelingen die op dit moment bepalend zijn voor de internationale situatie, zoals: de negatieve gevolgen van lage grondstoffenprijzen voor landen die grondstoffen uitvoeren; krappere wordende financiële omstandigheden, vooral in opkomende markteconomieën, die deels voortkomen uit de normalisering van het Amerikaanse monetaire beleid; de geleidelijke herijking van de Chinese economie; en geopolitieke risico's, met inbegrip van het aanstaande Britse referendum.

**Grondstoffenprijzen hebben zich in de laatste drie maanden hersteld.** De prijs van ruwe Brent-olie is over het dieptepunt heen, nadat in januari de laagste prijs sinds twaalf jaar werd genoteerd. De prijzen van grondstoffen exclusief olie zijn in deze periode eveneens gestegen. De recente stijging van de olieprijs komt voort uit de combinatie van een zwakker aanbod en een sterkere vraag. Het wereldwijde olieaanbod ontwikkelde zich in maart en april vrij vlak, doordat de OPEC-productie toenam maar de productie in niet-OPEC-landen, met name de Verenigde Staten, daalde. Tevens heeft het Internationaal Energie Agentschap de prognose voor de groei van de wereldwijde vraag naar olie in het eerste kwartaal van 2016 verhoogd, maar de groeiprognoze voor 2016 ongewijzigd gelaten. Beschouwd over een langere periode bevindt de olieprijs zich nog steeds ruim onder de in 2014 bereikte piekniveaus. Zoals besproken in Kader 1, heeft de sterke inzinking van de olieprijs een minder groot positief effect gehad op de mondiale bedrijvigheid dan verwacht. Dit is onder meer te wijten aan het feit dat de factoren die verantwoordelijk waren voor de daling van de olieprijs in de loop der tijd wijzigden. De olieprijsdaling die zich in eerste instantie voordeed in 2014 was grotendeels toe te schrijven aan de sterke toename van het olieaanbod, maar latere dalingen lijken te zijn voortgekomen uit een verzwakking van de wereldwijde vraag.

**Monetair beleid in ontwikkelde economieën is nog steeds sterk verruimend.** Na een afvlakking in januari is de curve voor Federal Funds futurescontracten opwaarts verschoven. Doordat de rente in andere grote economieën naar verwachting

gedurende een langere periode laag blijft, is de kans op beleidsdivergentie tussen ontwikkelde economieën toegenomen.

**De zwakke groei die tegen eind vorig jaar wereldwijd optrad, hield begin 2016 aan.** De bbp-groei vertoonde in het eerste kwartaal een afzwakking in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. In Japan was evenwel sprake van een licht herstel. De bedrijvigheid in andere Europese economieën buiten het eurogebied liet over het geheel genomen eveneens een afzwakking zien. De cijfers voor opkomende markteconomieën lopen meer uiteen. In China zijn de macro-economische cijfers nog steeds in overeenstemming met een geleidelijke vertraging, waarbij de bedrijvigheid wordt gesteund door een herstel binnen de vastgoedsector en een krachtige ontwikkeling van de uitgaven aan infrastructuur in het eerste kwartaal. Rusland bevindt zich nog steeds in een diepe recessie, maar er zijn wel tekenen die aangeven dat de economie het dieptepunt is gepasseerd dankzij de oplopende olieprijs. In Brazilië daarentegen houdt de sterke neergang nog aan als gevolg van grote politieke onzekerheid.

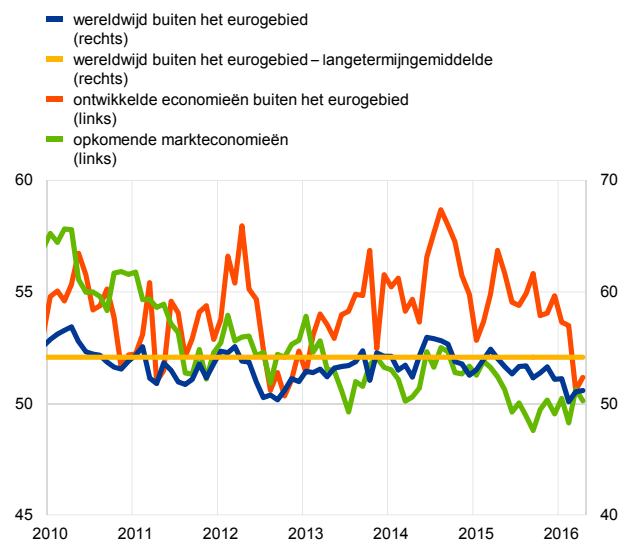
**De enquête-indicatoren voor de mondiale economische bedrijvigheid zijn gestabiliseerd, maar de groei van de handel is sterk afgenomen.** Nadat in februari het laagste niveau in ruim vier jaar werd bereikt, herstelde de mondiale samengestelde inkoopmanagersindex (PMI) voor de productie (exclusief het eurogebied) zich in april licht (zie Grafiek 1). De samengestelde voorlopige indicatoren van de OESO wijzen echter ook op een verzwakking van de groei in ontwikkelde en opkomende economieën. De groei van de wereldhandel werd aan het begin van 2016 weer negatief. Het volume van de wereldwijde invoer van goederen daalde in het eerste kwartaal van het jaar met 1,8%. Ramingen van het handelsvolume werden voor januari en februari sterk neerwaarts bijgesteld (zie Grafiek 2). Hoewel in de opkomende economieën de groei van de invoer nog steeds positief was, ontwikkelde de handel in opkomende markteconomieën, met name opkomende Aziatische landen, zich uiterst zwak. De negatieve uitkomst voor het eerste kwartaal van 2016 volgde op twee kwartalen op rij met een relatief sterke groei van de invoer. Basiseffecten die verband houden met een uitgesproken zwakke uitkomst voor januari wijzen mogelijk op een aantrekkende groei in de komende maanden, maar uit enquêtes blijken nog steeds zwakke vooruitzichten voor de wereldhandel, getuige de daling van de wereldwijde PMI voor nieuwe uitvoerorders in april.



## Grafiek 1

### Mondiale PMI voor de totale productie

(spreidingsindex)



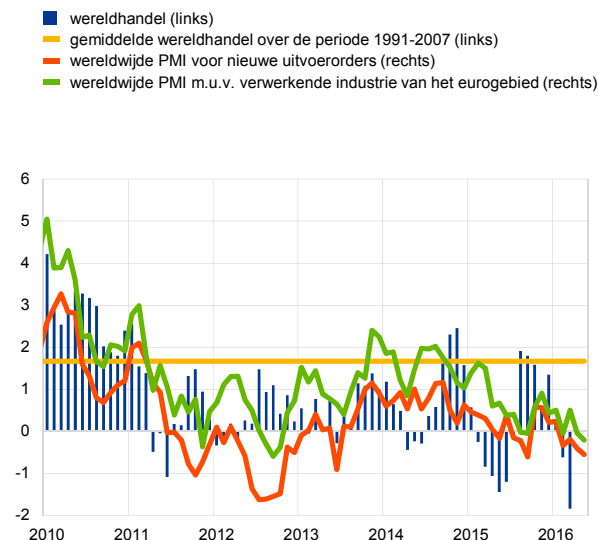
Bronnen: Markit en ECB-berekeningen.

Toelichting: De meest recente waarneming betreft april 2016.

## Grafiek 2

### Wereldhandel in goederen

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



Bronnen: Markit en berekeningen van het CPB en de ECB.

Toelichting: De meest recente waarneming voor de PMI's betreft april 2016 en voor de wereldhandel maart 2016.

**De toename van de mondiale economische bedrijvigheid zet zich in de toekomst naar verwachting in een bescheiden tempo voort, dankzij aanhoudend veerkrachtige groeivoorzichten in de meeste ontwikkelde landen en een allengs sneller herstel van de diepe recessie in een aantal belangrijke opkomende markteconomieën.** De vooruitzichten voor de ontwikkelde economieën worden naar verwachting gesteund door de aanhoudend lage rente, een aantrekkende arbeidsmarkt en een toenemend consumentenvertrouwen. Daarentegen blijven de vooruitzichten voor de opkomende markteconomieën meer onzeker. De geleidelijke vertraging van de Chinese economie zal waarschijnlijk een negatief effect hebben op de groei van andere opkomende markteconomieën, met name opkomende markteconomieën in Azië. Daarentegen zou het geleidelijke herstel van Rusland en Brazilië van een diepe recessie steun moeten bieden aan de wereldwijde groei.

**Kijken we in meer detail naar afzonderlijke landen, dan lijkt een herstel van de economische bedrijvigheid in de Verenigde Staten, na een afzwakking in het eerste kwartaal van het jaar, waarschijnlijk.** De binnenlandse fundamentele factoren blijven gunstig – wat tot uiting komt in een sterke banengroei, stijging van de nominale lonen en hogere reëel besteedbare inkomens – en de binnenlandse vraag blijft naar verwachting de belangrijkste aanjager voor de groei in de Verenigde Staten. De bedrijvigheid zou geleidelijk aan kracht moeten winnen, mede dankzij een toename van de consumptie en doordat de aanpassing binnen de energiesector ten einde komt. Anderzijds blijft de netto-uitvoer de bedrijvigheid waarschijnlijk afremmen, doordat de Amerikaanse dollar in de afgelopen periode sterker is geworden en door de zwakke groei van de buitenlandse vraag. Tegelijkertijd is de rente ondanks licht afgenomen credit spreads gestegen.

### **In het Verenigd Koninkrijk blijft de economische bedrijvigheid gestaag**

**groeien.** Er wordt een matig herstel van de bedrijvigheid verwacht, vooral dankzij de ontwikkeling van de consumptie, doordat de lage energieprijzen blijven zorgen voor een stijging van reëel besteedbare inkomens. De investeringsgroei is weliswaar lager dan in voorgaande jaren, maar blijft positief dankzij soepeler wordende kredietvoorwaarden. De groei kan echter worden gedrukt door de onzekerheid omtrent het referendum over het EU-lidmaatschap.

**Vooruitzichten voor Japan blijven matig.** Na de vertraging van de bedrijvigheid in het laatste kwartaal van 2015 vertoonde het bbp in het eerste kwartaal van dit jaar een herstel. De bedrijvigheid ondervindt de komende tijd naar verwachting een positief effect van een accommoderend monetair beleid en de impuls die de lagere olieprijs geeft aan de inkomens. Verwacht wordt dat een geleidelijke stijging van de reële lonen als gevolg van een krappere wordende arbeidsmarkt eveneens een positief effect heeft op de bestedingen van huishoudens. Naar verwachting heeft een geleidelijk herstel van de buitenlandse vraag een positief effect op de uitvoer, maar dit wordt getemperd door het recente herstel van de yen. Bovendien wordt de vraag gedrukt door begrotingsconsolidatie.

### **In Midden- en Oost-Europa blijft de reële economische bedrijvigheid naar verwachting krachtig, maar niet in alle landen in gelijke mate.**

De dynamische particuliere consumptie, dankzij hogere reëel besteedbare inkomens en een lage inflatie, en de sterke groei van de investeringen met steun van de Europese structuurfondsen blijven de belangrijkste aanjagers van de groei in deze regio.

**De Chinese economie gaat op middellange termijn waarschijnlijk vertragen.** De bedrijvigheid wordt nog steeds gesteund door de lage olieprijs, krachtige consumptie en een duidelijk aantrekkende huizenmarkt. Toegenomen stabiliteit van de financiële markten en de (effectieve) wisselkoers van de renminbi hebben de onzekerheid, die vooral aan het begin van het jaar aanzienlijk was, deels helpen verminderen. Op korte termijn bieden monetaire accommodatie en stimulerende begrotingsmaatregelen naar verwachting enige steun aan de economie. Een grotere nadruk op verlaging van de overcapaciteit in sommige zware-industriesectoren en de aanpak van de daarmee samenhangende probleemkredieten kunnen op middellange termijn echter een rem op de groei zetten.

### **Landen die grondstoffen uitvoeren blijven zich aanpassen aan de verdere daling van grondstoffenprijzen.**

In Rusland, dat zich nog steeds midden in een diepe recessie bevindt, blijven de financieringskosten hoog, ondanks de versoepeling van de financieringsomstandigheden in 2015. De onzekerheid is groot, het ondernemersvertrouwen is zwak en de lagere inkomsten uit olie dempen de overheidsuitgaven nog altijd. Naar verwachting wordt de groei pas in de tweede helft van 2016 weer licht positief en bereikt de groei van de economie in 2017 ongeveer het potentiële niveau. In Brazilië remmen politieke onzekerheid, de verslechterende handelscondities en het krappere monetaire en financiële klimaat de economische bedrijvigheid sterk af. Verwacht wordt dat de groei zich enigszins herstelt van de diepe recessie, doordat grondstoffenprijzen stabiliseren en het afremmende effect op investeringen in grondstoffensectoren afneemt.

**Over het algemeen wordt nog steeds verwacht dat de mondiale groei geleidelijk aantrekt, zij het niet overal in gelijke mate.**

Volgens de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2016 versnelt de wereldwijde reële bbp-groei ongerekend het eurogebied van 3,1% in 2016 naar 3,7% in 2017 en 3,8% in 2018. De buitenlandse vraag in het eurogebied groeit naar verwachting van 2,0% in 2016 naar 3,5% in 2017 en 4,0% in 2018. Het bescheiden herstel van de bedrijvigheid en de handel waarvan het basisscenario uitgaat, is te danken aan de veerkrachtige groei in ontwikkelde economieën en een steeds verdere afname van de diepe recessie in grote opkomende markteconomieën, te weten Rusland en Brazilië, gedurende de projectieperiode, en biedt tegenwicht aan de geleidelijke vertraging van de Chinese economie. Vergeleken met de projecties van maart zijn de vooruitzichten voor de mondiale groei iets neerwaarts bijgesteld. De bijstelling van de projecties voor de buitenlandse vraag in het eurogebied is globaal in lijn met die voor de mondiale groei.

**De risicobalans voor de vooruitzichten voor de mondiale bedrijvigheid helt nog steeds over naar neerwaartse zijde, met name in de opkomende markteconomieën.**

Een belangrijk neerwaarts risico betreft een sterkere groeivertraging in opkomende markteconomieën, met inbegrip van China. Een krasser financieel klimaat en grotere politieke onzekerheid kunnen de macro-economische onevenwichtigheden verder vergroten, waardoor het vertrouwen wordt beschadigd en de groei meer terugvalt dan verwacht. De politieke onzekerheid over de economische transitie in China kan resulteren in een toename van de wereldwijde financiële volatiliteit. Ook geopolitieke risico's, met inbegrip van het aanstaande Britse referendum, blijven de vooruitzichten drukken. Tot slot kunnen de hardnekkig lage olieprijsen zorgen voor een toename van de begrotings- of financiële onevenwichtigheden in sommige grote olie-exporterende landen.

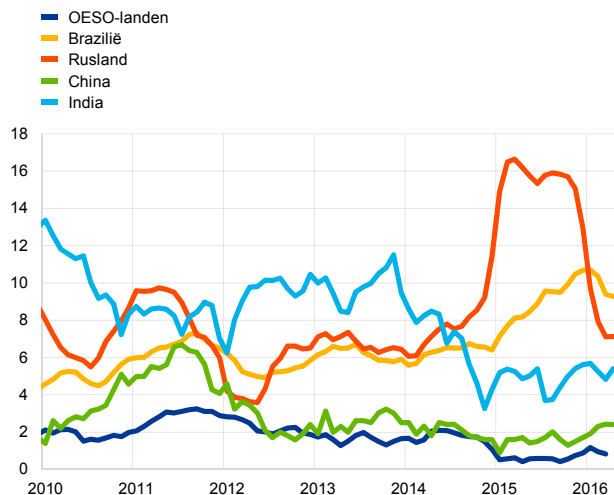
## Mondiale prijsontwikkelingen

**De effecten van eerdere olieprijsdalingen blijven de mondiale totale inflatie drukken.**

De twaalfmaands consumptieprijsinflatie in het OESO-gebied daalde in maart naar 0,8%, ten opzichte van 1,0% in februari, doordat het afremmende effect van de dalende energieprijzen toenam (zie Grafiek 3). Uitgezonderd voedingsmiddelen en energie bleef de twaalfmaands inflatie in de OESO-landen sinds december stabiel op 1,9%. Wat de grote opkomende markteconomieën betreft, blijft de inflatie hoog in Brazilië, maar is in Rusland sprake van een lagere inflatie doordat het effect van de eerdere waardedaling van de roebel is afgenomen. In China is de inflatie licht toegenomen als gevolg van een tijdelijke stijging van de prijzen van voedingsmiddelen.

**Grafiek 3**  
**CPI-inflatie**

(mutaties in procenten op jaarbasis)



Bronnen: Nationale bronnen en de OESO.

Toelichting: De meest recente waarneming voor individuele landen betreft april 2016 en voor de OESO-landen maart 2016.

**De mondiale inflatie blijft op korte termijn naar verwachting zwak, gevolgd door een langzame stijging vanaf de tweede helft van 2016.** De

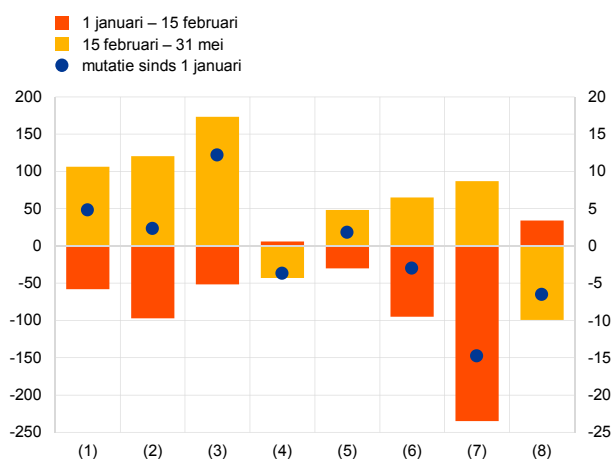
prijzdaling voor olie en andere grondstoffen die zich aan het begin van het jaar voordeed – ondanks het recente herstel – zou de inflatie op korte termijn verder moeten blijven afremmen. De opwaartse helling van de futurescurve voor olie wijst op een stijging van de olieprijs gedurende de projectieperiode. Tegelijkertijd zal de wereldwijd overvloedige overcapaciteit naar verwachting de onderliggende inflatie op middellange termijn drukken.

Tussen begin maart en begin juni was er zowel in het eurogebied als op de mondiale financiële markten sprake van een terugkeer naar stabielere omstandigheden dan aan het begin van 2016. Beter dan verwachte internationale economische omstandigheden, een verder herstel van de olieprijs en aanvullende monetaire stimuleringsmaatregelen in het eurogebied legden een bodem onder de marktwaarderingen van risicobeleggingen. Het gevolg was dat de aandelenkoersen in het eurogebied in de verslagperiode van 9 maart tot 1 juni 2016 gematigd stegen, terwijl de aankondiging dat het Eurosysteem ook bedrijfsobligaties gaat opkopen de daling van het rendementsverschil op door niet-financiële instellingen (NFI's) uitgegeven papier aanzienlijk versterkte. Het rendement op langlopende staatsobligaties in het eurogebied daalde licht en bleef daarmee dicht in de buurt van de ontwikkeling van de langetermijnrente wereldwijd. Op de valutamarkten trok de euro enigszins aan.

#### Grafiek 4

##### Ontwikkelingen financiële markten

(links: mutatie in basispunten voor 4, 6, 7 en 8; rechts: mutatie in procenten voor 1, 2, 3 en 5)



Bronnen: S&P, Financial Times, JP Morgan, Haver Analytics, Merrill Lynch  
 Toelichting: (1) S&P 500; (2) FTSE All World-index, excl. VS; (3) aardolieprijs (Brent) in Amerikaanse dollars; (4) rente op 10-jaars Amerikaans overheidspapier; (5) Naar koopkrachtpariteit gewogen gemiddelde mutatie in procenten in de wisselkoers van opkomende markteconomieën ten opzichte van de Amerikaanse dollar; (6) JP Morgan Emerging Market Bond Index (EMBI) spread op staatsobligaties, basispunten; (7) Rendement op Amerikaanse high-yield bedrijfsobligaties; (8) Chicago Board Options Exchange (CBOE) Volatiliteit Index (VIX).

**De financiële markten (mondiaal en in het eurogebied) kenmerkten zich, in tegenstelling tot de eerste maanden van het jaar, door relatieve rust in de periode van begin maart tot begin juni 2016, na een verbetering van de mondiale economie en een verdere stijging van de olieprijs.** Die verbetering was een voortzetting van de trend die medio februari was ingezet: positieve economische cijfers in de Verenigde Staten, een herstel van de olieprijs en verwachte verdere monetaire stimuleringsmaatregelen in het eurogebied. De hiermee samenhangende verbetering van het sentiment op de mondiale financiële markten en de afname van de volatiliteit op diezelfde markten hielden aan nadat de Raad van Bestuur bij de vergadering van maart inderdaad die aanvullende versoepeling aankondigde. Al met al hebben de aandelenmarkten in de meeste geavanceerde economieën de ontwikkelingen gebruikt om de verliezen van het begin van het jaar goed te maken, terwijl het rendementsverschil op bedrijfsobligaties afnam. De meeste landen kregen meer in het algemeen te maken met een verbetering van het externe

financieringsklimaat (zie ook Grafiek 4).

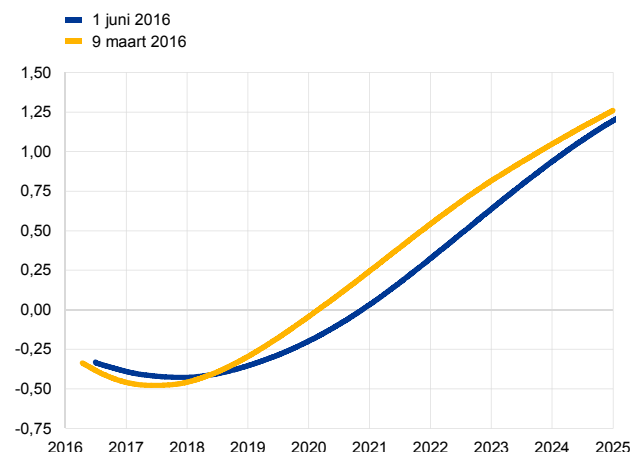
**De EONIA-termijncurve is in de verslagperiode gedaald nadat de Raad van Bestuur op 10 maart had besloten om de rente op de depositofaciliteit met 10 basispunten te verlagen naar -0,40%.** De EONIA-termijnrente is in diezelfde periode (van 9 maart tot 1 juni) met 9,7 basispunten gedaald, een teken dat de verlaging van de rente van de depositofaciliteit volledig is doorberekend. Sinds het begin van de tweede reserveaanhoudingsperiode van 2016 (toen de verlaging inging) beweegt de EONIA zich in een bandbreedte van -32 tot -36 basispunten, behalve aan het einde van het eerste kwartaal, toen de termijnrente tijdelijk steeg tot

-30 basispunten. Het liquiditeitsoverschot is tegen de achtergrond van de aankopen door het Eurosysteem in het kader van het uitgebreide programma voor de aankoop van activa met € 144 miljard gestegen naar circa € 845 miljard (zie ook Kader 2).

### Grafiek 5

#### EONIA-termijnrente

(procenten per jaar)

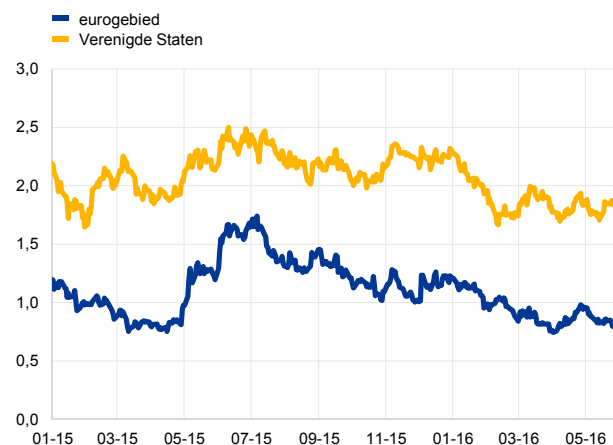


Bronnen: Thomson Reuters en ECB-berekeningen.

### Grafiek 6

#### Tienjaarsrente op overheidsobligaties in het eurogebied en in de Verenigde Staten

(procenten per jaar)



Bron: Thomson Reuters.

Toelichting: Onder 'eurogebied' wordt verstaan het bbp-gewogen gemiddelde rendement op tienjaars overheidsobligaties. 'Verenigde Staten' verwijst naar het rendement op tienjaars Treasuries. De meest recente waarneming betreft 1 juni 2016.

#### Bij deze per saldo lage volatiliteit waren de veranderingen in de EONIA-termijncurve beperkt: hier en daar iets lager in het midden van de curve.

Aan de korte kant was in de verslagperiode sprake van een licht opwaartse beweging, vooral dankzij de opwaartse bijstelling door de financiële markten van de kortlopende termijnrente in het eurogebied de dag van de bijeenkomst van de Raad van Bestuur in maart. In het middensegment ging de curve iets omlaag, een indicatie dat marktpartijen voorzagen dat de basisrentetarieven van de ECB langer lager zouden blijven. De lange EONIA-termijnrente bleef in de periode van begin maart tot begin juni (zie ook Grafiek 5) daarentegen vrijwel onveranderd.

#### Het rendement op staatsobligaties in het eurogebied daalde gedurende de verslagperiode licht, in overeenstemming met de ontwikkeling van de mondiale lange rente.

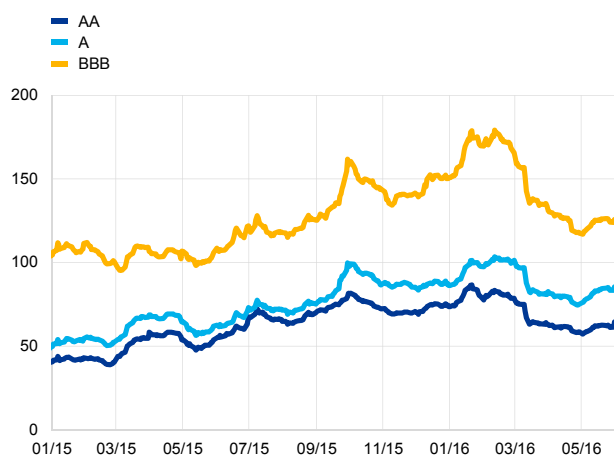
In maart liet het rendement op overheidsobligaties een neerwaartse trend zien. Het bbp-gewogen gemiddelde van de tienjaars rendementen op staatsobligaties in het eurogebied bereikte op 1 april 2016 een dieptepunt van 0,75%. Daarna ging de lange rente in het eurogebied weer omhoog, maar vanaf eind april was herhaaldelijk sprake van een terugval. Die lagere lange contantkoers kwam overeen met de daling van de EONIA-termijnrente voor de middellange termijn. Het bbp-gewogen gemiddelde van de tienjaars rendementen sloot de verslagperiode af met 11 basispunten onder het niveau van 9 maart (zie ook Grafiek 6). De rendementsdaling was iets uitgesprokener in eurolanden met een hogere rating maar ook in Griekenland, waar de rente op Griekse staatsobligaties aanzienlijk daalde als gevolg van de verlenging van de leningen van de Eurogroep aan het land. Hoewel de lange rente in het eurogebied over het geheel genomen dicht in de buurt

van de internationale ontwikkeling bleef, is de ecart tussen het rendement op langlopende obligaties tussen de Verenigde Staten en het eurogebied gegroeid. Dit weerspiegelde vooral de perceptie van de markt op de toenemende divergentie van het monetaire beleid van de twee economieën.

### Grafiek 7

Rendementsverschil investment-grade niet-financiële bedrijfsobligaties in het eurogebied, naar rating

(basispunten)



Bron: Thomson Reuters.

Toelichting: De meest recente waarneming betreft 1 juni 2016.

**Na de aankondiging door de Raad van Bestuur van een aankoopprogramma voor bedrijfsobligaties (corporate sector purchase programme – CSPP) is het rendementsverschil op door niet-financiële ondernemingen uitgegeven obligaties aanzienlijk gedaald.**

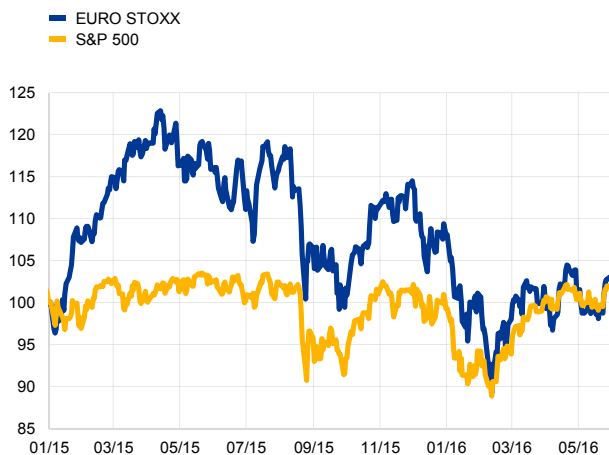
De aankondiging van het CSPP in maart versterkte de afname van de obligatiespreads op 'niet-financiële vennootschappen die vanaf medio februari was ingezet onder invloed van de verbetering van het internationale marktsentiment. Het rendementsverschil daalde geleidelijk verder, ook na de bekendmaking van nadere informatie over de invoering van het CSPP bij de vergadering van de Raad van Bestuur medio april, totdat zich in de loop van mei weer een lichte opwaartse ontwikkeling aftekende. Per saldo was het rendementsverschil op 'niet-financiële vennootschappen begin juni aanzienlijk lager dan begin maart (zie ook Grafiek 7). De ecarts op bankobligaties vertoonden een vergelijkbaar patroon, zij het dat de daling relatief gedempter was.

**Aandelen eurogebied boeken gematigd winst bij lage marktvolatiliteit.** De brede EURO STOXX-index is tussen 9 maart en 1 juni 2016 met circa 2% gestegen. Ter vergelijking: in de Verenigde Staten noteerde de S&P 500-index een terreinwinst van circa 6% (zie ook Grafiek 8). De aandelenkoersen van banken in het eurogebied daalden met circa 2%. Deze aandelen vertoonden uitgesprokener schommelingen dan de markt als geheel, en dat in beide richtingen. De sector wordt, naast land- en bankspecifieke gebeurtenissen, immers nog altijd geplaagd door zorgen over de winstgevendheid.

### Grafiek 8

#### Aandelenkoersindices in het eurogebied en de VS

(1 januari 2015 = 100)

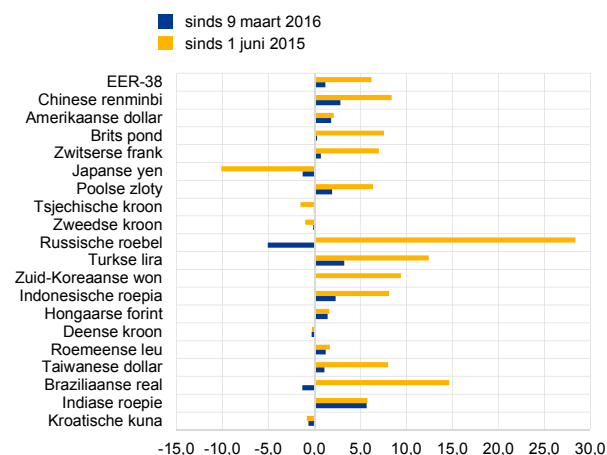


Bronnen: Thomson Reuters en ECB-berekeningen.  
Toelichting: De meest recente waarneming betreft 1 juni 2016.

### Grafiek 9

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

(percentages)



Bron: ECB.  
Toelichting: Mutaties in procenten ten opzichte van 1 juni 2016. EER-38 is de nominaal effectieve wisselkoers van de euro ten opzichte van de valuta's van 38 van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied.

#### Op de valutamarkten is de effectieve wisselkoers van de euro licht gestegen.

De euro nam van begin maart tot eind april toe, hoofdzakelijk onder invloed van de ontwikkelende marktverwachtingen over het monetaire beleid in de belangrijkste economieën. De euro werd eveneens ondersteund door de verbeterde marktstemming ten opzichte van de euro na de publicatie van meevallende cijfers over de economische bedrijvigheid in het eurogebied. Vanaf begin mei verzwakte de euro, zowel effectief als ten opzichte van de Amerikaanse dollar. De aanleiding: het oplopende rendementsverschil op langlopende obligaties tussen de Verenigde Staten en het eurogebied. Per saldo is de euro tussen 9 maart en 1 juni met 1,2% gestegen op handelsbasis (zie ook Grafiek 9). Bilateraal is de Europese munt gestegen ten opzichte van de Amerikaanse dollar, de Chinese renminbi, de Zwitserse frank, de valuta's van veel opkomende markteconomieën alsook de valuta's van de meeste Centraal- en Oost-Europese landen. De euro verzwakte ten opzichte van de Russische roebel, de Japanse yen en de valuta's van een aantal grondstoffenexporterende landen.

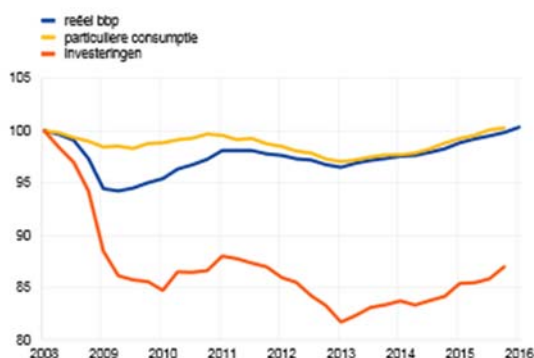


Het reëel bbp van het eurogebied is in het eerste kwartaal van 2016 aanzienlijk toegenomen. De groei wordt nog steeds geschraagd door de binnenlandse vraag, maar gedrukt door de zwakke uitvoer. De meest recente gegevens wijzen op aanhoudende groei in het tweede kwartaal, hoewel mogelijk in een trager tempo dan in het eerste kwartaal. Verwacht wordt dat het tempo van het economisch herstel gematigd, maar gestaag zal blijven. De binnenlandse vraag wordt nog steeds ondersteund door de doorwerking van de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB in de reële economie. De gunstige financieringsvoorwaarden en de verbetering van de winstgevendheid van de ondernemingen blijven de investeringen stimuleren. Bovendien worden het reëel beschikbaar inkomen van de huishoudens en de particuliere consumptie aanvullend ondersteund door de aanhoudende werkgelegenheidsverbeteringen, die tevens profiteren van eerdere structurele hervormingen, en door de nog steeds lage olieprijs. Daarnaast is de begrotingskoers van het eurogebied licht expansief. Het economisch herstel in het eurogebied wordt echter nog steeds getemperd door de zwakke groeivoorzichten in de opkomende markten, de noodzakelijke balansaanpassingen in een aantal sectoren en de trage tenuitvoerlegging van structurele hervormingen. In de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2016 wordt een groei van het reëel bbp voor het eurogebied verwacht van 1,6% in 2016 en 1,7% in 2017 en 2018.

#### Grafiek 10

Reëel bbp, particuliere consumptie en investeringen in het eurogebied

(index; 2008-I = 100)



Bron: Eurostat.

Toelichting: De meest recente waarneming betreft het eerste kwartaal van 2016 voor het reëel bbp en het vierde kwartaal van 2015 voor de componenten.

**De economische groei in het eurogebied trok in het eerste kwartaal van 2016 aan en het reëel bbp ligt nu boven het recordniveau van 2008 (zie Grafiek 10).**

De reële bbp-groei was in veel landen van het eurogebied krachtiger dan in het voorgaande kwartaal en lijkt te zijn geschraagd door aanhoudend positieve bijdragen van de particuliere consumptie en ook van de investeringen. Deze laatste blijven wel ver onder het recordniveau van voor de crisis. De netto-uitvoer heeft wellicht ook in het eerste kwartaal van 2016 een rem gezet op de groei, vanwege de gematigde groei van de wereldhandel.

**De dynamiek van de particuliere consumptie lijkt in het eerste kwartaal van 2016 stand te hebben gehouden, en die component blijft de belangrijkste motor van het aanhoudende herstel.**

Ondanks een daling in maart stegen de detailhandelsverkopen en registraties van nieuwe personenauto's in het eerste kwartaal met 1% van kwartaal op kwartaal. Dat volgde

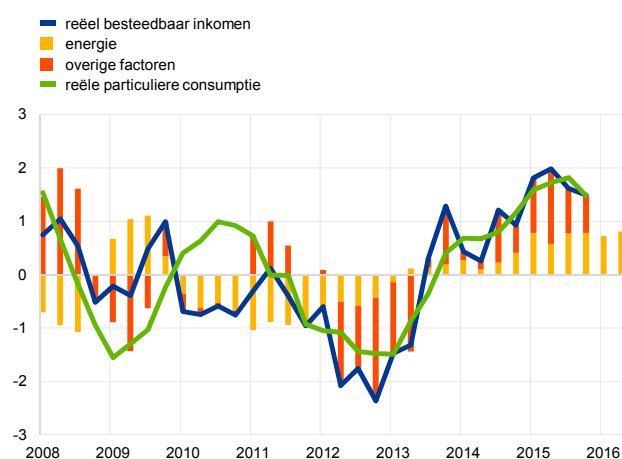
op een tijdelijke vertraging in het vierde kwartaal van 2015 als gevolg van de geringere verkoop van seizoensgebonden kleding en een lager energieverbruik dankzij de zachte winter, en van de negatieve effecten van de terroristische aanslagen van november in Parijs. Over een langere periode beschouwd, trokken de consumptieve bestedingen profijt van een toename van het reëel beschikbaar

inkomen van de huishoudens, die op haar beurt voornamelijk de afspiegeling was van een stijging van de werkgelegenheid, maar ook van lagere olieprijs (zie Grafiek 11) en een vrij stabiele spaarquote. En hoewel de rente-inkomens van de huishoudens in het eurogebied sinds 2008 zijn afgenomen, zijn hun netto rente-inkomens vrij stabiel gebleven. Door de herverdeling van nettospaarders naar nettoleners, zouden de rente-inkomens per saldo de particuliere consumptie moeten blijven ondersteunen (zie Kader 3 “Lage rente en netto rente-inkomens van huishoudens”). Bovendien stonden de balansen van de huishoudens geleidelijk minder onder druk en nam het consumentenvertrouwen weer toe dankzij de aanhoudende daling van de werkloosheidsgraad.

### Grafiek 11

#### Reëel beschikbaar inkomen en particuliere consumptie

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarneming betreft het vierde kwartaal van 2015 voor het reëel beschikbaar inkomen en de particuliere consumptie. Het tweede kwartaal voor de energiebijdrage is gebaseerd op maandgegevens (geraamd) tot mei 2016.

#### De verder verbeterende arbeidsmarktsituatie in het eurogebied ondersteunt de particuliere consumptie via het totale arbeidsinkomen.

De werkgelegenheid nam verder toe en steeg in het vierde kwartaal van 2015 met 0,3% van kwartaal op kwartaal. Als gevolg daarvan kwam de werkgelegenheid 1,2% hoger uit dan het niveau van een jaar eerder, de hoogste toename op jaarbasis sinds het tweede kwartaal van 2008. Het werkloosheidscijfer bedroeg in april 10,2%, het laagste peil sinds augustus 2011. De werkloosheid is sinds medio 2013 onafgebroken aan het dalen. Meer recente informatie, zoals die afkomstig van enquêtes, wijst op een aanhoudende gematigde verbetering van de arbeidsmarktsituatie in het eurogebied. Ondanks die positieve ontwikkelingen blijven de bredere indicatoren voor de werkloosheid – waarin ook rekening wordt gehouden met de arbeidspopulatie die ongewild in deeltijd werkt of die zich uit de arbeidsmarkt heeft teruggetrokken – echter op een hoog niveau. Ongeveer 4% van de beroepsbevolking werkt momenteel

onvrijwillig in deeltijd vanwege een gebrek aan voltijdbanen en een vergelijkbaar percentage is ontmoedigd en niet actief op zoek naar werk. De arbeidsmarkt van het eurogebied vertoont daarom wellicht aanzienlijk meer overcapaciteit dan het werkloosheidspercentage doet vermoeden.

#### Na een toename van de bezettingsgraad in de verwerkende industrie en de over het geheel genomen forse groei van de productie van investeringsgoederen heeft de groei van de investeringen zich waarschijnlijk in hetzelfde krachtige tempo voortgezet als rond de jaarwisseling.

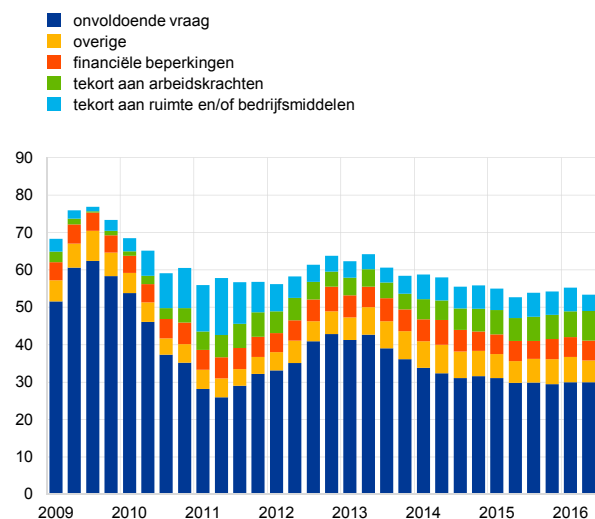
Ook de vraagvoorwaarden zijn verbeterd en ondersteunen daarmee de bedrijfsinvesteringen. Sinds 2013 wordt in de enquêtes van de Europese Commissie bijvoorbeeld minder vaak verwezen naar de vraag als een productiebeperkende factor (zie Grafiek 12). De investeringen in woningen van hun kant werden waarschijnlijk geschraagd door de gunstige weersomstandigheden in het eerste kwartaal, maar meer algemeen ook door het aantrekken van de huizenmarkt, zoals blijkt uit de stijging van het aantal aanvragen voor bouwvergunningen en van de vraag naar hypotheeklen. Wat de toekomst betreft, zou de vraag naar woningen

verder moeten worden versterkt door de lage hypotheekrente en de groei van het beschikbaar inkomen van de huishoudens, alsmede door een zoektocht naar een hoger rendement in een klimaat waarin het rendement op alternatieve activa laag is. Verder zullen de verbeterende financieringsvoorwaarden, de stijgende winsten en de aanzienlijke liquiditeiten bij ondernemingen in het eurogebied, in combinatie met de geleidelijk aantrekkende binnenlandse en buitenlandse vraag, naar verwachting ook de bedrijfsinvesteringen blijven ondersteunen. Het herstel van de totale investeringen zou echter kunnen worden afgeremd door de noodzaak van verdere schuldafbouw bij de ondernemingen in bepaalde landen, neerwaarts bijgestelde groeiverwachtingen van investeerders voor de lange termijn en gematigde groeivoorzichten in de opkomende economieën.

**Grafiek 12**

Productiebeperkende factoren

(in procentuele aandelen)



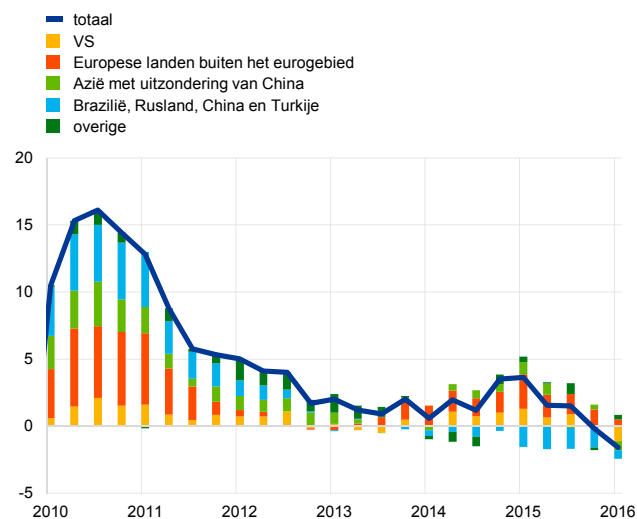
Bron: Europese Commissie.

Toelichting: De meest recente waarneming betreft het tweede kwartaal van 2016.

**Grafiek 13**

Uitvoer van goederen vanuit het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar en bijdragen in procentpunten jaar-op-jaar)



Bron: Eurostat.

Toelichting: De meest recente waarneming betreft het eerste kwartaal van 2016 en is gebaseerd op de maandgegevens tot en met februari 2016 voor de EU-landen en maart 2016 voor alle andere landen.

**De neerwaartse trend in de groei van de goederenuitvoer lijkt zich in het eerste kwartaal van 2016 te hebben voortgezet als gevolg van het gematigd verloop van de wereldhandel (zie Grafiek 13).** Belangrijke uitvoerbestemmingen zoals de Verenigde Staten, maar ook Zwitserland en Japan, droegen negatief bij aan de groei van de uitvoer, en de uitvoer naar het Verenigd Koninkrijk groeide minder sterk dan in het laatste kwartaal van 2015. Onder de grote opkomende markteconomieën bleef de zwakke vraag in Brazilië en Rusland de groei van de goederenexport afremmen, terwijl de bijdrage van China overwegend neutraal was, na in 2015 negatief te zijn geweest.

**De groei van de uitvoer zal op korte termijn naar verwachting slechts gematigd toenemen, tegen de achtergrond van een aanhoudend zwakke dynamiek van de wereldhandel.** De uitvoerorders en het sentiment onder exporteurs wijzen voor de korte termijn op een aanhoudend gematigd verloop van de buitenlandse handel en het recente beloop van de effectieve wisselkoers van de euro werkt niet

ondersteunend. Het aandeel in de exportmarkten zal naar verwachting wel hoog blijven dankzij de vertraagde effecten van eerdere verbeteringen van het concurrentievermogen. Verder vooruitblikkend wordt verwacht dat de uitvoer vanuit het eurogebied geleidelijk zal aantrekken in overeenstemming met de buitenlandse vraag van het eurogebied.

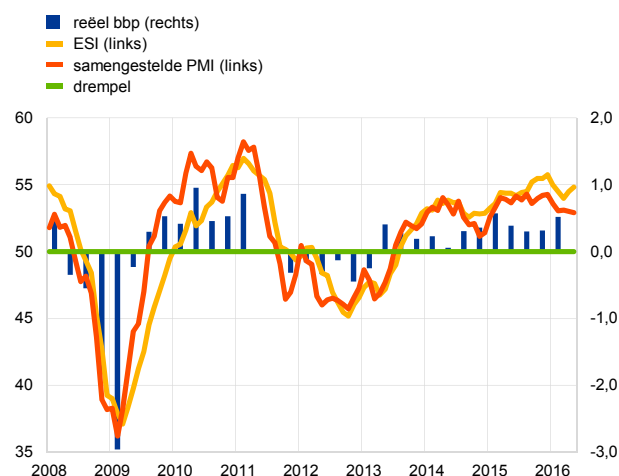
**Over het geheel genomen, wijzen de beschikbare kortetermijnindicatoren op een aanhoudende gematigde groei in het tweede kwartaal van 2016.**

De Economic Sentiment Indicator (ESI) van de Europese Commissie steeg in april en mei, terwijl de samengestelde Purchasing Managers' Index (PMI) licht daalde (zie Grafiek 14), waarbij beide indicatoren boven hun respectieve langetermijngemiddelden bleven. De industriële productie (ongerekend de bouwnijverheid) daalde echter in februari en maart, wat duidt op enige neerwaarts risico voor de productiegroei op kwartaalbasis in het tweede kwartaal als gevolg van de daarmee samenhangende negatieve overloopeffecten.

**Grafiek 14**

Reëel bbp van het eurogebied, samengestelde PMI en ESI

(linker as: spreidingsindex en procentuele saldi; rechter as: groeicijfers op kwartaalbasis)



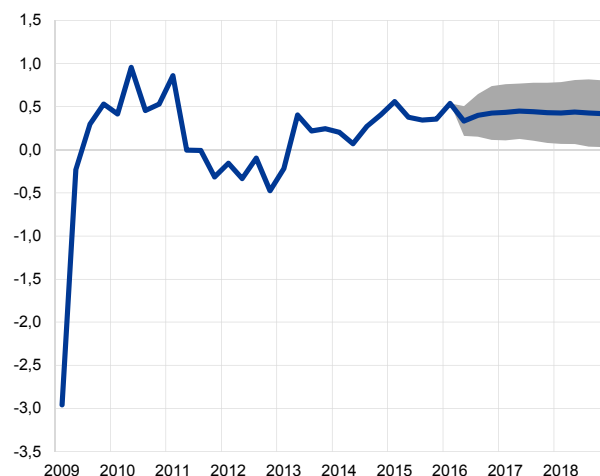
Bronnen: Markit, Europese Commissie en Eurostat.

Toelichting: De meest recente waarnemingen dateren van het eerste kwartaal van 2016 voor de bbp-uitkomst en van mei 2016 voor de ESI en PMI. De ESI en de PMI zijn genormaliseerd.

**Grafiek 15**

Reëel bbp van het eurogebied (met inbegrip van projecties)

(mutaties in procenten per kwartaal)



Bronnen: Eurostat en het artikel "Door medewerkers van het Eurosysteem

samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2016", op 2 juni 2016 gepubliceerd op de website van de ECB.

**Verder vooruitblikkend zal het economisch herstel in het eurogebied wellicht blijven aanhouden, ondersteund door de doorwerking van de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB in de reële economie.**

Ook de investeringen zouden moeten worden gestimuleerd door de verdere verbetering van de winstgevendheid van de ondernemingen, terwijl de consumptieve bestedingen naar verwachting worden geschraagd door de gestage werkgelegenheids groei en door de nog steeds relatief lage olieprijs. De gematigde groeivoorzichten in de opkomende markten blijven het economisch herstel echter drukken.

**De door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2016 melden een reële bbp-groei op jaarbasis van 1,6% in 2016 en 1,7% in 2017 en 2018 (zie Grafiek 15).** Vergeleken met de in maart 2016 door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties zijn de vooruitzichten met betrekking tot de reële bbp-groei voor 2016 opwaarts bijgesteld; voor 2017 en 2018 zijn ze overwegend ongewijzigd gebleven. De risico's voor de groeivoorzichten van het eurogebied blijven neerwaarts van aard, maar de risicobalans is verbeterd dankzij de reeds genomen monetairbeleidsmaatregelen en de stimuleringsmaatregelen die nog in de pijplijn zitten. De neerwaartse risico's houden nog steeds verband met de ontwikkelingen in de wereldeconomie, het komende Britse referendum over het EU-lidmaatschap en andere geopolitieke risico's.

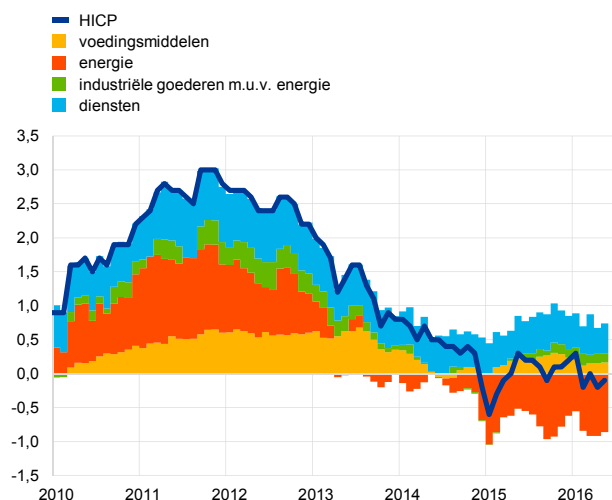
Volgens de voorlopige raming van Eurostat beliep de HICP-inflatie op jaarbasis in het eurogebied in mei -0,1%. Deze lage inflatie is het gevolg van eerdere dalingen van de energieprijzen. Op basis van de huidige futuresprijzen voor olie zal de inflatie de komende maanden waarschijnlijk negatief blijven om vervolgens in de tweede helft van 2016 weer te stijgen, grotendeels als gevolg van basiseffecten in het twaalfmaands mutatiетempo van de energieprijzen. Onder invloed van de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB en de verwachte economische heropleving zou de inflatie zich in 2017 en 2018 verder moeten herstellen. Dit globale patroon wordt ook weerspiegeld in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2016, die een HICP-inflatie op jaarbasis voorzien van 0,2% in 2016, 1,3% in 2017 en 1,6% in 2018. In vergelijking met de door de medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2016, blijven de vooruitzichten voor de HICP-inflatie overwegend stabiel.

**De totale inflatie nam in mei licht toe, maar bleef negatief.** Volgens de voorlopige raming van Eurostat steeg de twaalfmaands HICP-inflatie van -0,2% in april tot -0,1% in mei, voornamelijk als gevolg van de hogere energieprijzinflatie en een iets hogere dienstenprijzinflatie (zie Grafiek 16). Als gevolg van de stijging van de dienstenprijzinflatie van 0,9% in april tot 1,0% in mei is de HICP-inflatie ongerekend voedingsmiddelen en energie gestegen van 0,7% in april tot 0,8% in mei.

Grafiek 16

Bijdrage van componenten aan de totale HICP-inflatie in het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



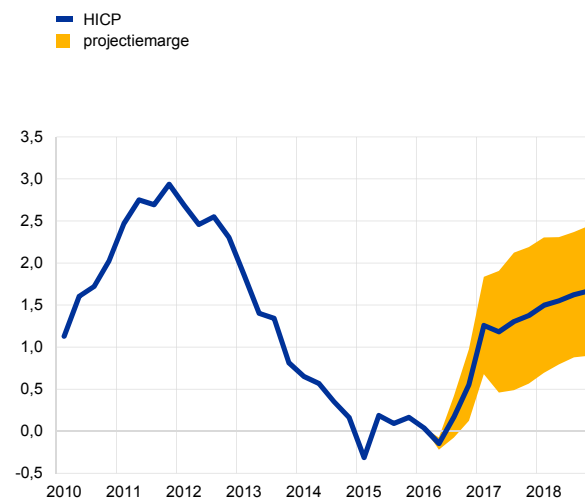
Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen mei 2016 (voorlopige ramingen).

Grafiek 17

HICP-inflatie van het eurogebied (met inbegrip van projecties)

(mutaties in procenten per jaar)



Bron: Eurostat en het artikel "Door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2016", op 2 juni 2016 gepubliceerd op de website van de ECB.

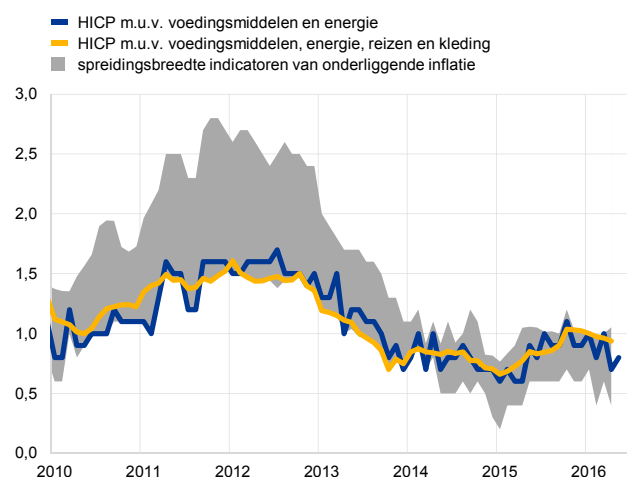
Toelichting: De meest recente waarneming betreft het eerste kwartaal van 2016 (feitelijke gegevens) en het vierde kwartaal van 2018 (raming).

**De energieprijzen blijven een belangrijke rem zetten op de totale inflatie.** Al bijna anderhalf jaar varieert de negatieve bijdrage van de energieprijzinflatie tussen 0,5 en 1 procentpunt (zie Grafiek 16). Na in januari 2016 een dieptepunt te hebben bereikt, zijn de olieprijsen in Amerikaanse dollars gestegen, maar ze liggen nog steeds ruim onder het niveau van een jaar geleden. De recente prijsstijgingen hebben daarom slechts licht bijgedragen aan het beperken van de negatieve bijdrage van de energieprijzen aan de totale inflatie, aangezien de energieprijzinflatie in mei 2016 nog steeds op een zeer laag niveau van -8,1% stond. De impact van de recente opwaartse beweging van de olieprijs zal duidelijker worden zodra de eerdere sterke dalingen niet langer worden meegenomen in de berekening van het inflatiecijfer op jaarbasis. De opwaartse effecten verbonden aan de resulterende basiseffecten verklaren grotendeels de verwachte stijging van de totale HICP-inflatie in de komende periode tot begin 2017 (zie Grafiek 17).

**Grafiek 18**

Indicatoren van de onderliggende inflatie

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Binnen het scala aan onderliggende indicatoren is naar de volgende gekeken: HICP m.u.v. energie; HICP m.u.v. onbewerkte voedingsmiddelen en energie; HICP m.u.v. voedingsmiddelen en energie; HICP m.u.v. voedingsmiddelen, energie, aan reizen gerelateerde artikelen en kleding; getrimd gemiddelde (10%); getrimd gemiddelde (30%); mediane HICP; en een maatstaf gebaseerd op een dynamisch factormodel. De meest recente gegevens betreffen mei 2016 (HICP m.u.v. voedingsmiddelen en energie, flashraming) en april 2016 (alle andere indicatoren).

**De onderliggende inflatie geeft geen duidelijk stijgende tendens te zien.** Dit wordt bevestigd door

een breed scala aan alternatieve indicatoren voor de onderliggende inflatie (zie Grafiek 18). De HICP-inflatie ongerekend levensmiddelen en energie, die in de eerste helft van 2015 een opwaarts verloop liet zien, schommelde van juli 2015 tot maart 2016 tussen jaar-op-jaar percentages van 0,8% en 1,1%. Het recente verloop is nogal wisselvallig geweest, waarbij het mutatietempo op jaarbasis steeg van 0,8% in februari tot 1,0% in maart, maar daarna terugliep tot 0,7% in april. Deze ontwikkeling kwam vooral voort uit het verloop van de dienstenprijsinflatie, die steeg van 0,9% in februari tot 1,4% in maart 2016, om daarna weer te dalen naar 0,9% in april. De recente volatiliteit van de HICP-inflatie ongerekend voedingsmiddelen en energie kan daarom grotendeels worden verklaard door een kalendereffect. Pasen viel dit jaar in maart en vorig jaar in april, en duwde daardoor in maart 2016 de dienstenprijsinflatie omhoog en in april 2016 omlaag, in het bijzonder voor aan reizen gerelateerde artikelen, zoals georganiseerde vakantiereizen. Wanneer wordt

gekeken naar een HICP-indicator waaruit behalve voedingsmiddelen en energie ook posten worden geweerd zoals reizen, kleding en schoeisel – die sterk kunnen worden beïnvloed door kalendereffecten – is de onderliggende inflatietrend veel stabiel, maar hij vertoont geen duidelijke signalen van een opwaartse dynamiek.

**De invoerprijsinflatie werd negatief en de druk op de producentenprijzen is gematigd gebleven.** De invoerprijsinflatie van consumptiegoederen ongerekend

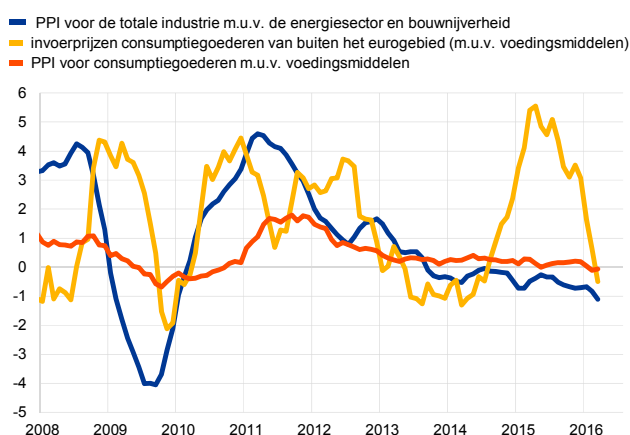
voedingsmiddelen en energie was in 2015 krachtig en bereikte in april van dat jaar een recordhoogte van 5,6%. Als gevolg van de recente stijging van de effectieve wisselkoers van de euro, en onder invloed van mondiale desinflatoire druk door de lagere olieprijsen is dit inflatiecijfer sindsdien teruggelopen en in maart met -0,5% negatief geworden (zie Grafiek 19). Het effect van de vertragende invoerprijzen is



zichtbaar in de component duurzame goederen van de HICP-inflatie, die een sterke opwaartse dynamiek te zien gaf en nu aan kracht blijft verliezen. Het stijgingstempo van de prijzen in andere componenten van de HICP-subindexen voor consumptiegoederen met een relatief hoog invoergehalte, zoals semi-duurzame goederen, is onlangs ook afgenomen. Dit directe effect van de effectieve wisselkoers van de euro via geïmporteerde consumptiegoederen moet worden onderscheiden van de algemene effecten van wisselkoersschommelingen die doorwerken via de productie- en prijssketen. Aangezien het enkele kwartalen duurt voordat deze effecten zich ten volle voordoen, werkt ook de eerdere depreciatie van de wisselkoers van de euro nog steeds door. Voorlopig echter is de inflatie op jaarbasis van de binnenlandse producentenprijzen voor consumptiegoederen uitgezonderd voedingsmiddelen ook gematigd gebleven, en deze kwam in maart uit op -0,1% (onveranderd ten opzichte van februari). De enquêtegegevens over input- en outputprijzen voor de periode tot en met mei 2016 wijzen op aanhoudend lage prijsdruk op producentenniveau.

**Grafiek 19**  
**Producentenprijzen en invoerprijzen**

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.  
 Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen maart 2016.

**De druk op de lonen blijft gematigd.** De groei van de contractionen daalde in het eerste kwartaal van 2016 licht tot 1,4%, vergeleken met een groeicijfer van 1,5% tijdens het vierde kwartaal van 2015 en voor 2015 als geheel. De loongroei wordt waarschijnlijk getemperd door een reeks factoren, zoals de nog altijd geringe dynamiek op de arbeidsmarkt, de relatief zwakke productiviteitsgroei die samenhangt met het grote aantal banen dat wordt gecreëerd in dienstensectoren met een betrekkelijk lage productiviteit, de lage inflatie en de aanhoudende effecten van de arbeidsmarkthervormingen die de afgelopen jaren in een aantal landen van het eurogebied ten uitvoer werden gelegd.<sup>1</sup>

**De op marktgegevens gebaseerde indicatoren van de inflatieverwachtingen op lange termijn zijn verder gestabiliseerd, maar blijven op niveaus die**

**aanzienlijk lager liggen dan die van op enquêtes gebaseerde**

**verwachtingsindicatoren.** De vijfjaars toekomstige inflatie vijf jaar vooruit is onlangs gestegen en ligt nu iets hoger dan haar laagste niveau ooit van eind februari (zie Grafiek 20). Over een langere historische periode bezien, blijven de op marktgegevens gebaseerde inflatie-indicatoren op een laag niveau. Dit weerspiegelt ten dele een indicatie dat de marktdeelnemers het onwaarschijnlijk achten dat de inflatie snel zal toenemen. Tegelijkertijd heeft het ook te maken met inflatierisicopremies die op dit moment hoogstwaarschijnlijk licht negatief zijn, wat doet vermoeden dat de op marktgegevens gebaseerde inflatie-indicatoren de toekomstige inflatie mogelijk te laag inschatten. Ondanks de lage werkelijke inflatie en indicatoren van inflatieverwachtingen op basis van marktgegevens blijft het door de markt verdisconteerde deflatierisico zeer gering. In tegenstelling tot de

<sup>1</sup> Zie ook het kader "Recent wage trends in the euro area", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2016.

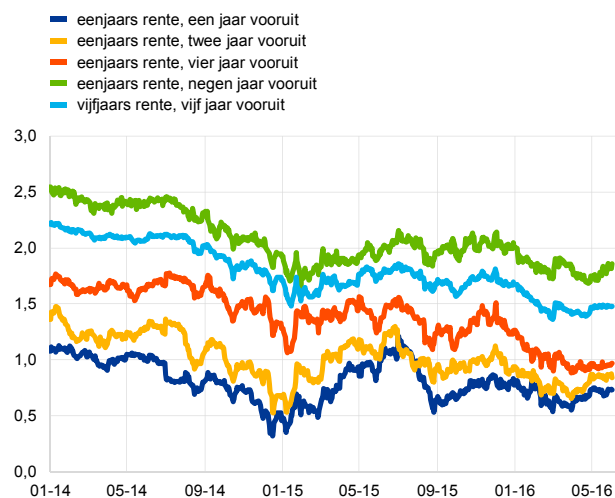


marktgebaseerde indicatoren zijn de indicatoren van de inflatieverwachtingen op lange termijn op basis van enquêtes, zoals de door de ECB gehouden Survey of Professional Forecasters (SPF) en de enquête van Consensus Economics, veel stabiel en veel beter bestand gebleven tegen de neerwaartse aanpassing van de verwachtingen op kortere termijn. Volgens de resultaten van de meest recente SPF bedraagt de gemiddelde voorspelde inflatie vijf jaar vooruit 1,8%, onveranderd ten opzichte van de vorige enquête, en het neerwaartse risico voor deze gemiddelde verwachting lijkt iets te zijn afgenomen.

## Grafiek 20

### Marktgebaseerde indicatoren van inflatieverwachtingen

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Thomson Reuters en berekeningen van de ECB.  
Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen 1 juni 2016.

### Voorzien wordt dat de HICP-inflatie voor het eurogebied in 2016 laag zal zijn, maar zich in 2017 en 2018 zal herstellen.

Op basis van de medio mei beschikbare informatie verwachten de medewerkers van het Eurosysteem in hun macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2016 dat de HICP-inflatie in 2016 0,2% zal bedragen en in 2017 en 2018 tot respectievelijk 1,3% en 1,6% zal toenemen (zie Grafiek 17).<sup>2</sup> Gedurende de projectieperiode zullen de ontwikkelingen in de energieprijzinflatie naar verwachting een belangrijke rol spelen in het verloop van de HICP-inflatie. Verwacht wordt dat de bijdrage van de energieprijzinflatie in 2017 positief wordt, met name als gevolg van sterke opwaartse basiseffecten. De onderliggende inflatie (bijvoorbeeld gemeten aan de hand van de HICP ongerekend voedingsmiddelen en energie) zal de komende jaren naar verwachting geleidelijk toenemen, naarmate de verbetering van de situatie op de arbeidsmarkt en de afnemende economische slappe tot uiting komen in hogere lonen en

winstmarges. Deze toename zal worden geschraagd door de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB en de aanhoudende doorwerking van eerdere dalingen van de effectieve wisselkoers van de euro. Vergeleken met de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van maart 2016 blijven de vooruitzichten voor de HICP-inflatie overwegend stabiel.

<sup>2</sup> Zie het artikel "Door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2016", op 2 juni 2016 gepubliceerd op de website van de ECB.

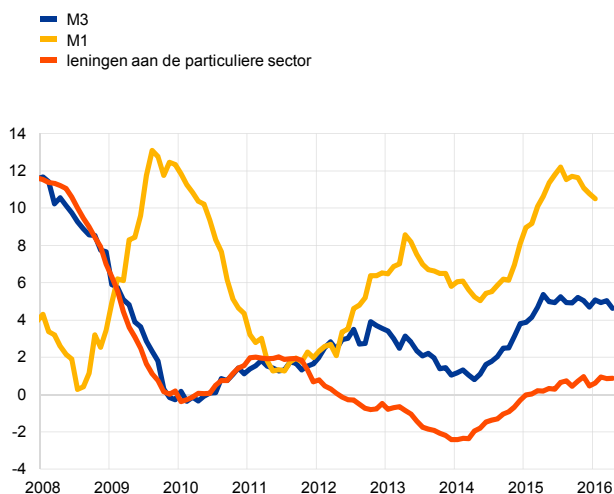
*De geldgroei is in april licht gedaald, maar bleef robuust. Tegelijkertijd bleef de kredietgroei zich geleidelijk herstellen. Binnenlandse bronnen van geldschepping waren wederom de belangrijkste motor van de groei van het ruime monetaire aggregaat. Lage rentetarieven, alsmede de effecten van de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO's) van de ECB en het uitgebreide programma voor de aankoop van activa (expanded asset purchase programme – APP), blijven de geld- en kredietdynamiek ondersteunen. Banken hebben hun gunstige financieringscondities doorgegeven in de vorm van lagere debetrentes, en het herstel van de kredietgroei wint nog steeds aan kracht dankzij de verbeterde kredietvoorwaarden. De totale jaarlijkse externe financiering van niet-financiële vennootschappen is, zo wordt geschat, in het eerste kwartaal van 2016 gematigd gestegen.*

**De groei van het ruime monetaire aggregaat is licht gedaald, maar bleef robuust.** De groei op jaarbasis van M3 matigde in april 2016 tot 4,6%, na sinds mei 2015 rond 5,0% te hebben geschommeld (zie Grafiek 21). De groei van het ruime monetaire aggregaat werd wederom ondersteund door de meest liquide componenten. M1 heeft recentelijk tekenen van vertraging laten zien aangezien de groei op jaarbasis ervan ook in april 2016 is afgenomen, maar blijft nog steeds op een hoog niveau. Over het geheel genomen bevestigen de recente ontwikkelingen in het eng gedefinieerde monetaire aggregaat nog steeds dat het eurogebied op geleidelijk economisch herstel blijft aankoersen.

Grafiek 21

M3, M1 en leningen aan de particuliere sector

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

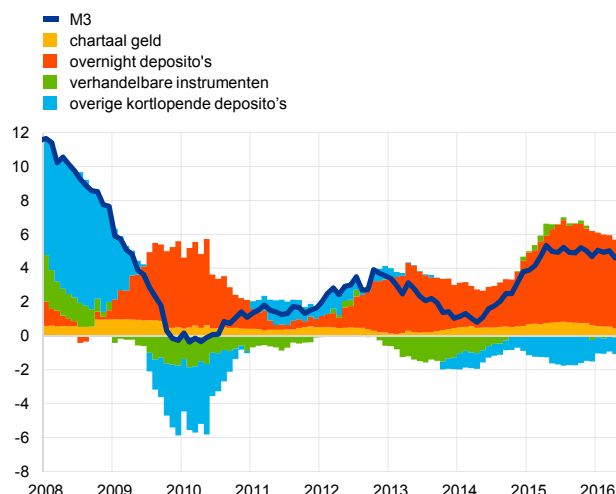


Bron: ECB.  
Toelichting: De meest recente waarneming betreft april 2016.

Grafiek 22

M3 en de M3-componenten

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



Bron: ECB.  
Toelichting: De meest recente waarneming betreft april 2016.

**De overnight deposito's, die een aanzienlijk deel van M1 uitmaken, zijn de groei van M3 blijven stimuleren (zie Grafiek 22).** Het klimaat van zeer lage rentetarieven verschaft stimulansen om de meest liquide componenten van M3 aan te houden. Deze ontwikkeling is het gevolg van de instroom in verband met de verkoop, door de geldaanhoudende sector, van door de overheidssector uitgegeven obligaties, gedekte obligaties en effecten op onderpand van activa in het kader van het APP. Hier staat tegenover dat de kortlopende deposito's met uitzondering van overnight deposito's (d.w.z. M2 minus M1) in het eerste kwartaal van 2016 en in april verder daalden. Daarnaast is het groeitempo van de verhandelbare instrumenten (d.w.z. M3 minus M2), een kleine component van M3, in het eerste kwartaal van 2016 en in april blijven dalen, ondanks het aanhoudende herstel van de in geldmarktfondsen aangehouden aandelen/participaties.

**Binnenlandse bronnen van geldschepping waren wederom de belangrijkste motor van de groei van het ruime monetaire aggregaat.** Van deze bronnen bleef de kredietverlening aan de overheidssector de belangrijkste factor achter de geldschepping, waarbij de kredietverlening aan de particuliere sector een geleidelijk herstel liet zien. De eerste trend weerspiegelt de bijzondere monetairbeleidsmaatregelen van de ECB, waaronder het programma voor de aankoop van door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen (public sector purchase programme – PSPP). Een aanzienlijk percentage van de in het kader van het PSPP aangekochte activa werd aangekocht van monetaire financiële instellingen (MFI's) (met uitzondering van het Eurosysteem). De langerlopende financiële passiva van MFI's (exclusief kapitaal en reserves), waarvan het jaarlijks groeitempo sinds juni 2012 negatief is geweest, daalden in april 2016 in een iets lager tempo. Dit is een afspiegeling van de vlakheid van de rendementscurve, gekoppeld aan de bijzondere maatregelen van de ECB, die de prikkels voor beleggers om langerlopende bancaire instrumenten aan te houden, heeft verminderd. De aantrekkingskracht van de TLTRO's als een alternatief voor langerlopende marktfinanciering voor banken is eveneens een verklarende factor. Tegelijkertijd is de netto externe-activapositie van de MFI-sector de groei van M3 op jaarbasis blijven remmen, deels ten gevolge van de kapitaaluitstromen vanuit het eurogebied en de aanhoudende portefeuilleherschikkingen ten gunste van instrumenten van buiten het eurogebied; een trend die kan worden verklaard door het feit dat door overheden in het eurogebied uitgegeven obligaties door niet-ingezetenen via het PSPP werden verkocht.

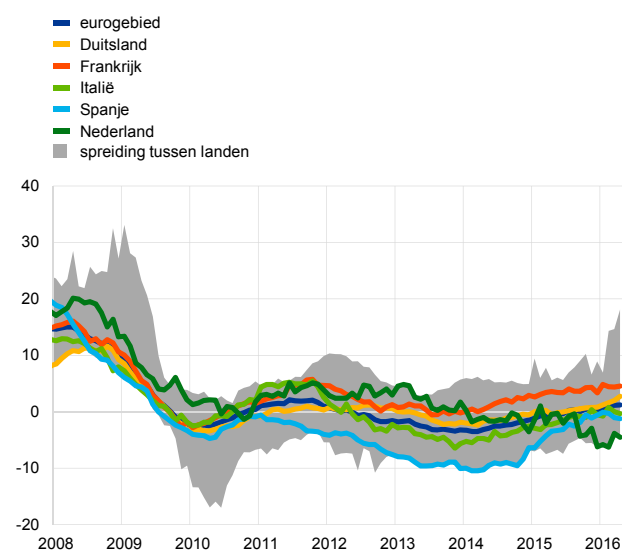
**De dynamiek van de kredietverlening liet een geleidelijk herstel zien, maar de kredietverlening door banken was nog steeds zwak.** De kredietgroei liet wat betreft zowel ondernemingen als huishoudens een gematigd herstel zien. Het twaalfmaands groeitempo van de MFI-leningen/kredieten aan de particuliere sector steeg in het eerste kwartaal van 2016 en bleef in april stabiel (zie Grafiek 21). Hoewel de groei op jaarbasis van de leningen/kredieten aan niet-financiële vennootschappen gematigd bleef (zie Grafiek 23), is deze wel aanzienlijk hersteld vergeleken met het dieptepunt van het eerste kwartaal van 2014. Deze verbetering doet zich globaal genomen voor in alle grootste landen, hoewel de groei van de kredietverlening in sommige rechtsgebieden nog steeds negatief is. In vergelijking trok het twaalfmaands groeitempo van de leningen/kredieten aan huishoudens

(gecorrigeerd voor verkopen en securitisatie) in het eerste kwartaal van 2016 licht aan en bleef het in april grotendeels onveranderd (zie Grafiek 24). De aanzienlijke dalingen van de bancaire debetrentes zoals die sinds de zomer van 2014 (met name dankzij de bijzondere monetairbeleidsmaatregelen van de ECB) in het hele eurogebied zijn waargenomen en de verbeteringen in het aanbod van en de vraag naar bankleningen, hebben deze trends ondersteund. De aanhoudende consolidatie van de bankbalansen en het hardnekkig hoge niveau van de niet-presterende leningen in enkele landen blijven de groei van de kredietverlening beperken.

**Grafiek 23**

MFI-leningen aan niet-financiële vennootschappen in enkele eurolanden

(mutaties in procenten per jaar)



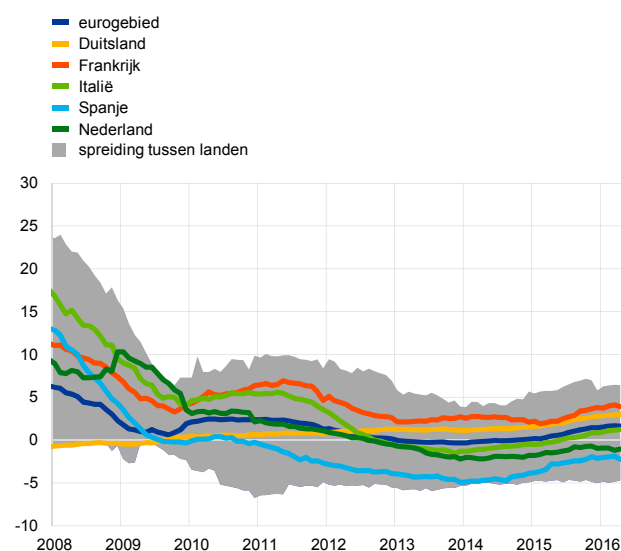
Bron: ECB.

Toelichting: Gecorrigeerd voor verkopen van leningen en securitisatie. De spreiding tussen landen wordt berekend op basis van de minimum- en maximumwaarden bij een vaste steekproef van twaalf landen van het eurogebied. De meest recente waarneming betreft april 2016.

**Grafiek 24**

MFI-leningen aan huishoudens in enkele eurolanden

(mutaties in procenten per jaar)



Bron: ECB.

Toelichting: Gecorrigeerd voor verkopen van leningen en securitisatie. De spreiding tussen landen wordt berekend op basis van de minimum- en maximumwaarden bij een vaste steekproef van twaalf landen van het eurogebied. De meest recente waarneming betreft april 2016.

### Veranderingen in zowel de criteria voor kredietverlening als in de kredietvraag hebben wederom bijgedragen aan verbetering van de kredietgroei.

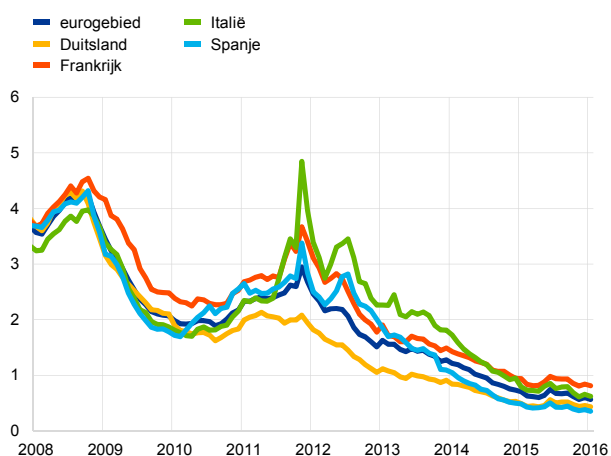
Uit de enquête inzake de bancaire kredietverlening in het eurogebied van april 2016 kwam een aantal belangrijke factoren achter de toenemende vraag naar krediet naar voren, waaronder het lage algemene rentepeil, financieringsbehoeften voor investeringen in vaste activa en gunstige vooruitzichten voor de woningmarkten (zie de [enquête](#)). In dit verband had het uitgebreide programma voor de aankoop van activa per saldo een versoepelend effect op de criteria voor de kredietverlening en met name op de kredietvoorwaarden. De banken rapporteerden tevens dat de additionele liquiditeit vanuit het APP en de TLTRO's voornamelijk werd gebruikt voor het verstrekken van leningen. Tegelijkertijd rapporteerden de banken van het eurogebied dat het APP een negatieve invloed had gehad op hun winstgevendheid.

Ondanks de genoemde positieve ontwikkelingen bleef de kredietgroei zwak, wederom ten gevolge van factoren zoals de gematigde economische omstandigheden en de consolidatie van de bankbalansen. Bovendien drukten in enkele delen van het eurogebied krappe leencondities nog steeds op het kredietaanbod.

## Grafiek 25

### Samengestelde kosten van schuldfinanciering voor banken

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



Bronnen: ECB, Merrill Lynch Global Index en berekeningen van de ECB.  
Toelichting: De samengestelde kosten van deposito's worden berekend als het gemiddelde van de rentetarieven op nieuwe contracten van overnachten deposito's, deposito's met een vaste looptijd en deposito's met een opzegtermijn, gewogen naar de respectieve uitstaande bedragen. De meest recente waarneming betreft maart 2016.

**De financieringskosten van banken hebben zich dicht bij hun historisch lage peil gestabiliseerd.** De samengestelde kosten van bankfinanciering zijn gedurende een aantal jaren gedaald (zie Grafiek 25), tegen een achtergrond van nettoaflossingen van langerlopende financiële verplichtingen van MFI's. In het algemeen hebben de accommoderende monetairbeleidskoers van de ECB, de versterking van de balansen en de afnemende fragmentatie op de financiële markten bijgedragen aan de daling van de samengestelde financieringskosten van banken. Wat betreft de toegang van banken tot financiering, toont de enquête inzake de bancaire kredietverlening in het eurogebied van april 2016 onderwijl aan dat, met uitzondering van securitisatie, voor de overige belangrijke marktinstrumenten geen verdere verbeteringen zichtbaar waren in het eerste kwartaal van 2016.

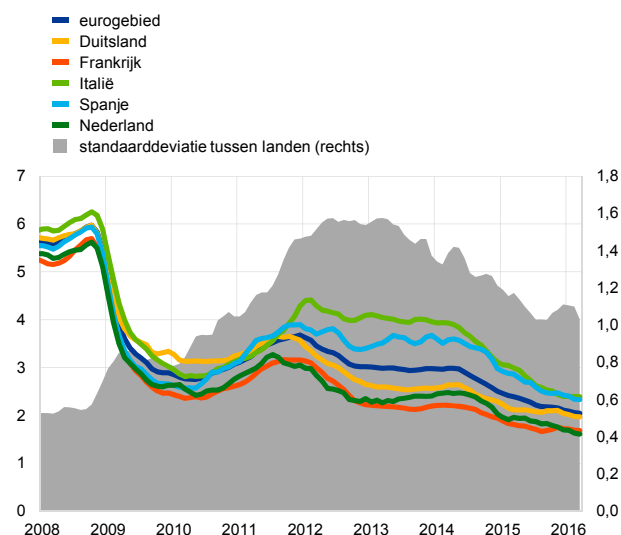
**De bancaire debetrentes voor de particuliere sector zijn verder gedaald (zie Grafiek 26 en 27).** De samengestelde debetrentes voor niet-financiële

vennootschappen en huishoudens zijn sinds juni 2014 aanzienlijk sterker gedaald dan de marktreferentietarieven. Afnemende fragmentatie op de financiële markten binnen het eurogebied en de verbetering van de doorwerking van monetairbeleidsmaatregelen in de bancaire debetrentes hebben hierbij een positieve rol gespeeld. Bovendien heeft de daling van de samengestelde financieringskosten van banken de daling van de samengestelde krediettarieven ondersteund. Sinds juni 2014 hebben de banken de daling van hun financieringskosten progressief doorgegeven in de vorm van lagere debetrentes. Tussen mei 2014 en maart 2016 daalde de samengestelde debetrente op leningen aan zowel niet-financiële vennootschappen als huishoudens in het eurogebied met meer dan 80 basispunten – kwetsbare landen in het eurogebied hebben met name sterke dalingen van de bancaire debetrentes te zien gegeven. Gedurende dezelfde periode daalde de spread tussen de rente op zeer kleine leningen (leningen tot en met € 0,25 miljoen) en de rente op grote leningen (leningen van meer dan € 1 miljoen) in het eurogebied. Over het algemeen geeft dit aan dat kleine en middelgrote ondernemingen in grotere mate profiteren van de daling van de debetrentes dan grote ondernemingen.

## Grafiek 26

### Samengestelde rente op bankkrediet voor niet-financiële vennootschappen

(in procenten per jaar, driemaands voortschrijdende gemiddelden)



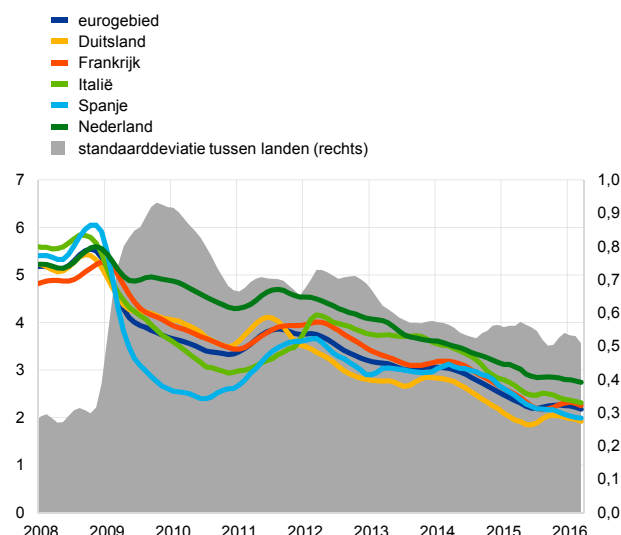
Bron: ECB.

Toelichting: De indicator voor de totale kosten van bankkrediet wordt berekend door de korte- en langtermijnrentes te aggregeren aan de hand van een 24-maands voortschrijdend gemiddelde van de volumes van nieuwe contracten. De standaarddeviatie tussen landen wordt berekend aan de hand van een vaste steekproef van twaalf landen van het eurogebied. De meest recente waarneming betreft maart 2016.

## Grafiek 27

### Samengestelde rente op leningen voor woningaankopen

(in procenten per jaar, driemaands voortschrijdende gemiddelden)



Bron: ECB.

Toelichting: De indicator voor de totale kosten van bankkrediet wordt berekend door de korte- en langtermijnrentes te aggregeren aan de hand van een 24-maands voortschrijdend gemiddelde van de volumes van nieuwe contracten. De standaarddeviatie tussen landen wordt berekend aan de hand van een vaste steekproef van twaalf landen van het eurogebied. De meest recente waarneming betreft maart 2016.

**De totale jaarlijkse externe financiering van niet-financiële vennootschappen in het eurogebied is, zo wordt geschat, in het eerste kwartaal van 2016 gematigd gestegen.** De externe financiering van niet-financiële vennootschappen bevindt zich nog steeds onder het niveau van begin 2012 (de post-financiëlecrisispiek) en eind 2004 (voordat de periode van excessieve kredietgroei begon). Het sinds begin 2014 waargenomen herstel van de externe financiering van niet-financiële vennootschappen is ondersteund door de verbetering van de economische bedrijvigheid, verdere dalingen van de kosten van bankkrediet, de versoepeling van de bankkredietvoorwaarden en de zeer lage kosten van uit de markt aangetrokken schuldfinanciering. Intussen hebben de niet-financiële vennootschappen hun aangehouden liquide middelen in het eerste kwartaal van 2016 verder verhoogd, naar een nieuw historisch hoogtepunt – een ontwikkeling die verband houdt met aanhoudende bezorgdheid over de kracht van het mondiale herstel en met lage alternatieve kosten.

**De netto-uitgifte van schuldbewijzen door niet-financiële vennootschappen steeg in maart 2016 sterk, na in januari en februari nog te zijn gekrompen.** De stijging in maart was hoofdzakelijk het gevolg van bijzondere factoren en resulteerde in een positieve stroom voor het kwartaal als geheel. Marktgegevens laten zien dat de uitgifteactiviteit in april en mei in bescheiden tempo is gegroeid dankzij onder meer ondersteuning door het monetairbeleidspakket van de ECB waartoe in maart 2016 is besloten. De netto-uitgifte van beursgenoteerde aandelen door niet-financiële vennootschappen is in het eerste kwartaal van 2016 gematigd gebleven.

**De algehele nominale kosten van externe financiering voor niet-financiële vennootschappen in het eurogebied zijn sinds maart 2016 licht gedaald, en hebben een nieuw historisch dieptepunt bereikt.** De voornaamste verklaring van deze daling is de afname van de kosten van kapitaalfinanciering en in mindere mate de verlaging van de kosten van uit de markt aangetrokken schuldfinanciering. Deze ontwikkelingen werden ondersteund door positief economisch nieuws, de bekendmaking van het monetairbeleidspakket van de ECB in maart en door het mondiale verschijnsel van dalende rendementen.

*Het begrotingstekort in het eurogebied daalt naar verwachting gedurende de projectieperiode (2016-2018) verder, voornamelijk als gevolg van een conjunctuurherstel en dalende rentelasten. Verwacht wordt dat de algehele begrotingskoers in het eurogebied in 2016 expansief is, maar in de periode 2017-2018 enigszins verkapt, hoewel er grote verschillen zullen zijn tussen de landen. De verwachte begrotingskoers brengt in een aantal lidstaten het risico met zich mee dat het Stabiliteits- en Groeipact (SGP) wordt overtreden. Met name in landen met een hoog schuldenpeil zouden aanvullende consolidatiemaatregelen moeten worden genomen om de hoge overheidsschuldquote voortvarend op een neerwaarts pad te brengen.*

**Het algemene overheidstekort in het eurogebied zal gedurende de projectieperiode naar verwachting dalen.** Op basis van de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties van juni 2016<sup>3</sup> wordt voorzien dat het algemene overheidstekort in het eurogebied terugloopt van 2,1% bbp in 2015 naar 1,4% bbp in 2018 (zie de tabel). De begrotingsvooruitzichten zijn ten opzichte van de projecties van maart 2016 iets verbeterd gedurende de projectieperiode. De verbetering is voornamelijk toe te schrijven aan gunstigere macro-economische vooruitzichten en lagere rentelasten, terwijl wijzigingen in het discretionair begrotingsbeleid naar verwachting beperkt blijven. De projecties zijn minder optimistisch dan hetgeen de landen van het eurogebied hebben beschreven in hun geactualiseerde stabiliteitsprogramma's van 2016, die ook begrotingsmaatregelen bevatten die nog niet aangenomen, noch volledig uitgewerkt zijn.

**Verwacht wordt dat de begrotingskoers in het eurogebied in 2016 expansief is, maar in de periode 2017-2018 enigszins verkapt.**<sup>4</sup> De versoepeling van de algehele begrotingskoers in 2016, die gezien de resterende mate van onderbenutting in de economie in grote lijnen als passend kan worden beschouwd, weerspiegelt de invloed van discretionaire beleidsmaatregelen, zoals de verlaging van directe belastingen en sociale-verzekeringspremies in een aantal landen van het eurogebied. De lichte verkrapping van de begrotingskoers in de periode 2017-2018 vloeit naar verwachting voort uit een beperking van de overheidsuitgaven, die zal opwegen tegen tekortverhogende maatregelen aan de inkomstenkant. Met name bij de lonen en intermediaire consumptieve bestedingen is de groei naar verwachting lager dan de nominale trendmatige groei van het bbp. Daarentegen wordt verwacht dat de groei van de sociale overdrachten en overheidsinvesteringen hoger ligt dan de potentiële groei. Achter de verwachte begrotingskoers in het eurogebied gaan grote verschillen tussen landen schuil. Budgettaire versoepeling in de landen waar die naar verwachting plaatsvindt, kan per land zijn ingegeven door verschillende factoren, variërend van de grote gevolgen van de vluchtelingeninstroom tot het effect

<sup>3</sup> Zie de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2016.

<sup>4</sup> De begrotingskoers wordt gemeten als de wijziging in het structurele saldo, d.w.z. het voor de conjunctuur gecorrigeerde saldo verminderd met tijdelijke maatregelen bijvoorbeeld in de vorm van overheidssteun aan de financiële sector. Voor een bespreking van het begrip "begrotingskoers in het eurogebied" wordt verwezen naar het artikel "The euro area fiscal stance" in dit Economisch Bulletin.



van belastingverlagingen en begrotingsmaatregelen die van invloed zijn op de uitgavenkant.

#### Het hoge niveau van de overheidsschuld in het eurogebied blijft verder dalen.

De schuldquote in het eurogebied, die in 2014 een piek bereikte, is in 2015 gedaald naar 90,7% bbp en neemt naar verwachting geleidelijk verder af tot 87,4% bbp aan het einde van 2018. De geraamde reductie van de overheidsschuld wordt ondersteund door gunstige ontwikkelingen in de groei/rente-ecart, gelet op betere macro-economische vooruitzichten en de aanname van een laag blijvende rente. Daarnaast leveren kleine primaire overschotten en negatieve tekort-schuldaanpassingen, onder meer onder invloed van privatiseringsinkomsten, eveneens een bijdrage aan de verbeterde vooruitzichten met betrekking tot de schulden. Vergeleken met de projecties van maart 2016 zal de afname van de algehele schuldquote in het eurogebied naar verwachting iets groter zijn, voornamelijk als gevolg van hogere primaire voorschotten en een gunstiger groei/rente-ecart. Per land beschouwd daalt de schuldquote van de meeste landen van het eurogebied naar verwachting, maar er zijn enkele landen waarbij wordt voorzien dat de overheidsschuldquote gedurende de projectieperiode juist stijgt. Vooral in landen met een hoog schuldenpeil zijn aanvullende consolidatiemaatregelen nodig om de hoge overheidsschuldquote voortvarend op een neerwaarts pad te brengen omdat deze landen met name kwetsbaar zijn bij hernieuwde instabiliteit op de financiële markten of wanneer de rente weer aantrekt.

#### Tabel

##### Begrotingsontwikkelingen in het eurogebied

(in procenten bbp)

|                                                  | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| a. Totale inkomsten                              | 46,6 | 46,8 | 46,6 | 46,1 | 45,9 | 45,9 |
| b. Totale uitgaven                               | 49,6 | 49,3 | 48,6 | 48,0 | 47,6 | 47,2 |
| <i>waarvan:</i>                                  |      |      |      |      |      |      |
| c. Rentelasten                                   | 2,8  | 2,7  | 2,4  | 2,2  | 2,1  | 2,0  |
| d. Primaire uitgaven (b - c)                     | 46,8 | 46,7 | 46,2 | 45,8 | 45,5 | 45,3 |
| Begrotingssaldo (a - b)                          | -3,0 | -2,6 | -2,1 | -1,9 | -1,7 | -1,4 |
| Primair begrotingssaldo (a - d)                  | -0,2 | 0,1  | 0,3  | 0,3  | 0,4  | 0,6  |
| Voor de conjunctuur gecorrigeerd begrotingssaldo | -2,3 | -1,9 | -1,7 | -1,9 | -1,8 | -1,6 |
| Structureel begrotingssaldo                      | -2,2 | -1,7 | -1,6 | -1,9 | -1,8 | -1,6 |
| Bruto schuld                                     | 91,1 | 92,0 | 90,7 | 90,0 | 89,0 | 87,4 |
| PM: reëel bbp (mutaties in procenten)            | -0,2 | 0,9  | 1,6  | 1,6  | 1,7  | 1,7  |

Bronnen: Eurostat, ECB en door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2016.

Toelichting: De gegevens betreffen het aggregaat van de totale overheid van het eurogebied. Als gevolg van afronding kunnen zich verschillen voordoen.

#### Het risico van overtreding van het SGP is in een aantal landen hoog.

Overheden dienen een evenwichtige begrotingskoers te varen; zij moeten het hoge schuldenpeil verlagen zonder het herstel in gevaar te brengen en tegelijkertijd de SGP-vereisten volledig naleven. Het is positief dat landen met begrotingsruimte die ruimte ook hebben benut. Landen zonder begrotingsruimte moeten op hun beurt maatregelen blijven nemen die nodig zijn om volledig aan het SGP te voldoen, waardoor de risico's voor de houdbaarheid van de schulden verkleind en hun

veerkracht om toekomstige schokken op te vangen vergroot worden. Op 18 mei heeft de Europese Commissie de voorgestelde landspecifieke aanbevelingen uitgebracht betreffende het economisch en begrotingsbeleid van de EU-lidstaten. Voorts heeft zij ten aanzien van een groot aantal landen risico's van niet-naleving van de vereisten betreffende structurele consolidatie uit hoofde van het SGP gesignaleerd en aanbevelingen voor de tenuitvoerlegging van het SGP gepubliceerd.<sup>5</sup> Ten bate van de geloofwaardigheid is het van cruciaal belang dat het raamwerk voor begrotingsbeheer in de tijd en voor alle landen rechtsgeldig, transparant en consequent wordt toegepast. Bovendien dienen de landen te streven naar een groeivriendelijker samenstel van budgettaire beleidsmaatregelen om meer manoeuvreerruimte in het begrotingsbeleid te creëren.

---

<sup>5</sup> Voor een beoordeling van de recente mededeling van de Europese Commissie wordt verwezen naar het Kader "Landspecifieke aanbevelingen voor het begrotingsbeleid in het Europees Semester 2016" in dit Economisch Bulletin.

## Kader 1

# Lage olieprijsen en de internationale gevolgen

**Dit Kader behandelt het effect van de olieprijsdalingen van de afgelopen twee jaar op de wereldwijde bedrijvigheid.** De prijs van olie is sinds medio 2014 sterk gedaald en bereikte begin 2016 het laagste punt in tien jaar. Tussen het hoogtepunt dat in juni 2014 werd genoteerd en het laagste punt van januari 2016 zit een verschil van USD 82 (70%) per vat (Brent). De olieprijs is sindsdien bescheiden aangetrokken met circa USD 17 per vat. Op basis van oliefutures wordt ook voor de middellange termijn slechts een geleidelijke stijging voorzien.

**De redenen voor de lagere olieprijs zijn in de tijd veranderd.** Kon de daling van de olieprijs in 2014 grotendeels worden verklaard door de aanzienlijke toename van het olieaanbod, de laatste tijd komt die lagere prijs voor rekening van de zwakkere internationale vraag. Aan de aanbodzijde nam de olieproductie onder invloed van forse investeringen en technologische innovatie (vooral in de winning van schalieolie) een hoge vlucht net op het moment dat de groei verzwakte, vooral in energie-intensieve opkomende markteconomieën. Neerwaartse druk op de olieprijs was het gevolg. Dat de OPEC in november 2014 besloot de productiequota ongemoeid te laten, versterkte die neerwaartse druk op de olieprijs in een klimaat van grotere olievoorraden. Van recentere aard is de zorg dat een zwakkere internationale groei inmiddels de belangrijkste bepalende factor is voor de lagere olieprijs.

**Dat de aard van de olieprijscrisis verandert, heeft ook andere gevolgen voor de wereldeconomie.** Begin 2015 was de verwachting dat de door het aanbod veroorzaakte daling van de olieprijs per saldo een belangrijk positief effect op de internationale bedrijvigheid zou uitoefenen. Dat zou dan hoofdzakelijk via twee kanalen verlopen: (i) een inkomensherverdeling van olieproducerende naar olieconsumerende landen, waardoor er in de laatste landen meer vrij te besteden zou komen; en (ii) meer winstgevendheid door lagere inputkosten. Dit kon de investeringen stimuleren en daarmee het totaalaanbod in netto importerende landen. Dat de daling van de olieprijsen sinds de tweede helft van 2015 eerder door de (uitblijvende) vraag wordt veroorzaakt, duidt daarentegen op een minder positief effect op de wereldeconomie. Natuurlijk kan de lage olieprijs de binnenlandse vraag nog altijd positief beïnvloeden (in de vorm van hogere reële inkomens in landen die per saldo olie invoeren) maar dat vormt niet noodzakelijkerwijze afdoende compensatie voor de bredere effecten van een zwakkere internationale vraag.

### Uit modelschattingen valt op te maken hoe het effect op de wereldeconomie samenhangt met de onderliggende aard van de schok.

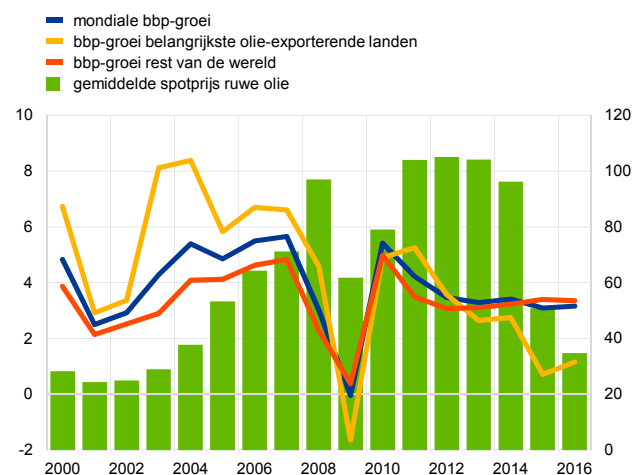
Uit simulaties<sup>6</sup> blijkt dat een daling van 10% in de olieprijs die volledig aan het aanbod valt toe te schrijven, leidt tot een toename van het wereldwijde bbp van 0,1% à 0,2%, terwijl een 10% lagere olieprijs onder invloed van de vraag doorgaans samenvalt met een afname van het internationale bbp van meer dan 0,2%. Uitgaande van de veronderstelling dat 60% van de olieprijsdaling sinds medio 2014 samenhangt met het aanbod en de rest met de vraag, komen de modelschattingen uit op een gecombineerd effect van deze twee 'schokken' op de internationale bedrijvigheid van bijna nul (of zelfs licht negatief).

**De ervaring van het afgelopen jaar leert tevens dat veranderingen in de transmissiekanalen het verwachte positieve effect van de lagere olieprijs op de internationale bedrijvigheid kunnen hebben afgezwakt.** In vergelijking met de eerdere perioden van dalende oliepijzen in de jaren tachtig en negentig van de vorige eeuw kan het gecombineerde effect van diverse compenserende factoren het verspreidingsmechanisme van de recente oliepijsschok hebben veranderd.

#### Grafiek A

#### Bbp-vertraging belangrijkste olie-exporterende landen in vergelijking met de rest van de wereld

(links: twaalfmaands reële bbp-groei in procenten; rechts: twaalfmaands gemiddelde spotprijs ruwe olie in Amerikaanse dollars per vat)



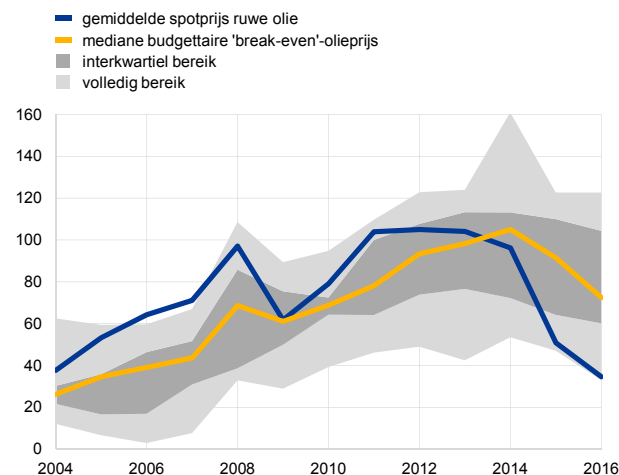
Bronnen: Berekeningen IMF en ECB-medewerkers.

Toelichting: De groep belangrijkste olie-exporterende landen omvat de twintig grootste netto olie-exporterende landen (Algerije, Angola, Azerbeidzjan, Canada, Colombia, Ecuador, Irak, Iran, Kazachstan, Koeweit, Maleisië, Nigeria, Noorwegen, Oezbekistan, Oman, Qatar, Rusland, Saoedi-Arabië, Venezuela en de Verenigde Arabische Emiraten). De spotprijs van ruwe olie is het gewone gemiddelde van drie spotprijzen van ruwe olie – Dated Brent, West Texas Intermediate en Dubai Fateh. De gegevens over 2016 betreffen een raming van het IMF.

#### Grafiek B

#### Budgettaire 'break-even'-olieprijzen voor de belangrijkste olie-exporteurs en spotprijs ruwe olie

(in Amerikaanse dollars per vat)



Bronnen: IMF (Regional Economic Outlook) en berekeningen van ECB-medewerkers. Toelichting: Onder budgettaire 'break-even'-olieprijs wordt verstaan de olieprijs waarbij een begrotingsevenwicht wordt bereikt. De grafiek toont de mediaan en de spreidingsbreedte van de budgettaire 'break-even'-olieprijzen voor tien grote netto olie-exporterende landen in het Midden-Oosten, Centraal-Azië en Afrika. De spotprijs van ruwe olie is het gewone gemiddelde van drie spotprijzen van ruwe olie – Dated Brent, West Texas Intermediate en Dubai Fateh. De gegevens over 2016 betreffen een raming van het IMF.

<sup>6</sup> De gebruikte modellen voor de simulaties zijn het National Institute Global Econometric Model (NiGEM), de zes modellen-versie van het Flexible System of Global Models van het IMF en een 'structural vector auto-regressive' (SVAR) model met tekenrestricties voor de signalering van oliepijsschokken op basis van vraag en aanbod.

**Enerzijds blijkt het nadelige effect op de netto olie-exporterende landen tamelijk ernstig. Dat effect gaat gepaard met negatieve overloopeffecten op andere opkomende markteconomieën.**

In diverse olie-exporterende landen was de combinatie van lagere olieprijsen samen met andere factoren (zoals de gevolgen van geopolitieke spanningen) aanleiding voor belangrijke macro-economische aanpassingen. De grote olie-exporteurs hebben tot op zekere hoogte de eerste nadelige productiegevolgen van de recente olieprijsdalingen kunnen ondervangen met aanzienlijke (en groeiende) begrotingstekorten. De bbp-groei in deze landen is niettemin flink gedaald in vergelijking met de rest van de wereld (zie Grafiek A). Nu de spotprijs van olie ruim onder de break-even prijs voor de begroting is gezakt (dat wil zeggen, de benodigde olieprijs voor een evenwichtige overheidsbegroting, zie Grafiek B) is de situatie voor de begroting in diverse belangrijke olieproducerende landen een stuk lastiger geworden, in het bijzonder voor landen waarvan de munt is gekoppeld aan de Amerikaanse dollar of waar andere strakke wisselkoersregelingen gelden (zoals Iran, Irak, Nigeria, Saoedi-Arabië, de Verenigde Arabische Emiraten en Venezuela). Ook in grondstof-exporterende landen met flexibelere wisselkoersen, zoals Canada, Mexico, Noorwegen en Rusland, was het monetaire beleid ingeperkt. Omdat de valuta's van deze landen (sterk) in waarde zijn gedaald, is de inflatiedruk toegenomen, waardoor er maar beperkt ruimte is voor soepeler monetair beleid waarmee de groeivertraging kan worden ondervangen. Tot slot is de neerwaartse prijsontwikkeling verder verergerd door financiële problemen, in het bijzonder in landen met een buitenlandse deviezenpositie. Hoewel het aandeel van de grote olie-exporterende landen in de wereldeconomie relatief klein is (zo'n 15% van het wereldwijde bbp op basis van koopkrachtpariteit) werd de internationale economische bedrijvigheid negatief beïnvloed door overloopeffecten in landen met nauwe financiële of handelsbanden, alsmede door wereldwijde vertrouwenseffecten.

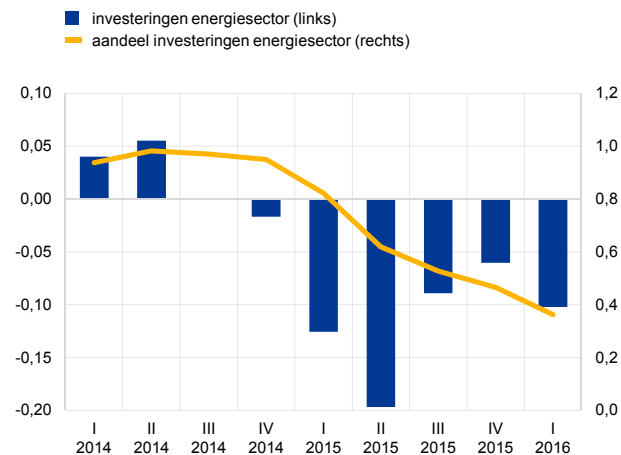
**Anderzijds is de toename van de vraag in diverse olie-importerende landen als gevolg van inkomensmeevallers door de lagere olieprijs vooralsnog beperkt.**

Bezien op de langere termijn kan dit het gevolg zijn van een lagere energie-intensiteit in vergelijking met eerdere perioden van dalende olieprijsen in de jaren tachtig en negentig van de vorige eeuw. In een recenter kader kan de mate waarin de consumptie op de daling van de olieprijs reageert in sommige landen ook door andere factoren zijn beïnvloed. Empirisch zijn dat soort effecten echter vaak lastig te ontwarren. Zo kan de toename van de particuliere spaargelden in sommige landen te maken hebben met de voortgaande afbouw van schulden: huishoudens gebruiken de meevallende olieprijs om meer te sparen dan ze mogelijk eerder zouden hebben gedaan. Verwachtingen kunnen ook een rol spelen: de bestedingen lopen geleidelijk op omdat het even duurt voordat huishoudens ervan overtuigd zijn dat de olieprijs ook echt laag blijft. In de opkomende markteconomieën zijn de besparingen op energiesubsidies gebruikt voor begrotingsconsolidatie in plaats van verdere economische stimuleringsmaatregelen. Tot slot kunnen ook andere factoren een domper hebben gezet op het positieve effect van de lagere olieprijs op de consumptie: wisselkoersontwikkelingen en neerwaartse bijstellingen van vermogens- en andere activaprijzen bij groeiende internationale economische onzekerheden.

## Grafiek C

### Investerings in de Amerikaanse energiesector

(links: bijdrage aan reële bbp-groei per kwartaal in procentpunten; rechts: percentage bbp)



Bronnen: Bureau of Economic Analysis en berekeningen van ECB-medewerkers.

Kijk bijvoorbeeld naar de Verenigde Staten, een van de grootste netto olie-importerende landen ter wereld. De voordelen van de lagere olieprijs voor de consumptie zijn hier geringer dan in eerste instantie verwacht en worden grotendeels ongedaan gemaakt door een sterke daling van de investeringen in energie. De consumptie profiteert hier duidelijk van de lagere olieprijs maar het vertrouwen heeft toch ook te lijden van onzekerheid over de mate waarin de olieprijs laag blijft. Het gevolg: de olieprijsdaling heeft een geringer effect dan in eerste instantie was voorzien. Het effect van de lagere olieprijs op investeringen in Amerikaanse schalieolie was daarnaast aanzienlijk. Dit werd nog versterkt door de hogere verhouding vreemd vermogen/eigen vermogen ('leverage') en de gevoeligheid voor financieringsbeperkingen bij producenten van schalieolie. Sinds de olieprijs medio 2014 is gaan dalen, zijn ook de investeringen in energie in het totaal met 65% afgenomen. Het gevolg is een negatieve

bijdrage aan de bbp-groei (zie Grafiek C), terwijl het aantal booreilanden is gekrompen tot bijna een derde van wat het eerst was. Per saldo is het geschatte effect van de olieprijsdaling op het Amerikaanse bbp vooralsnog echter bescheiden positief.

**Samengevat blijkt uit de recente ontwikkelingen dat de lage olieprijs steeds meer wordt ingegeven door een verzwakking van de internationale vraag, in tegenstelling tot een jaar geleden toen de daling door aanbodfactoren werd gedomineerd.** Van een daling van de olieprijs die vooral door de vraag wordt ingegeven, wordt verwacht dat deze per saldo een positief effect op het internationale bbp heeft. Belangrijke steun voor de internationale bedrijvigheid valt minder te verwachten bij een daling die door de vraagzijde wordt veroorzaakt. De inschatting van de rol van lagere olieprijsen is bovendien met een hoge mate van onzekerheid omgeven. Eventuele problemen op het gebied van de financiële stabiliteit en de begroting kunnen in sommige grondstoffenexporterende landen een rol spelen. Ook een factor is de zorg over een algemenere vertraging van de opkomende markteconomieën onder invloed van toenemende binnenlandse onevenwichtigheden en krappere financiële voorwaarden in sommige landen.

## Kader 2

### Liquiditeitsverhoudingen en monetair-beleidstransacties van 27 januari tot en met 26 april 2016

**Dit Kader geeft een overzicht van de monetair-beleidstransacties van de ECB in de eerste en tweede reserveaanhoudingsperioden van 2016, van respectievelijk 27 januari tot 15 maart en van 16 maart tot en met 26 april.** Op 10 maart 2016 heeft de Raad van Bestuur een totaalpakket monetairbeleidsbeslissingen aangekondigd dat onder andere bestond uit een verlaging van alle basisrentetarieven van de ECB, een uitbreiding van het programma voor de aankoop van activa voor wat betreft de maandelijkse omvang en de activa die daarvoor in aanmerking komen, naast vier nieuwe gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (targeted longer-term financing operations – TLTRO's).<sup>7</sup> Gedurende de tweede aanhoudingsperiode zijn de rentes op de basisherfinancieringstransacties (main refinancing operations – MRO's), de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit verlaagd naar respectievelijk 0,00%, 0,25% en -0,40% (ingangsdatum 16 maart).<sup>8</sup> Op 30 maart 2016 sloot de zevende TLTRO op € 7,3 miljard, tegen € 18,3 miljard bij de voorgaande TLTRO van december 2015. De totale toewijzing in de eerste zeven TLTRO's komt hiermee op € 425,3 miljard.<sup>9</sup> Het Eurosysteem heeft in het kader van het uitgebreide programma voor de aankoop van activa (APP)<sup>10</sup> opnieuw effecten van de publieke sector, gedekte obligaties en effecten op onderpand van activa gekocht, ter waarde van een richtbedrag dat in de tweede aanhoudingsperiode is verhoogd van € 60 miljard naar € 80 miljard per maand.

<sup>7</sup> Het ECB-persbericht van 10 maart 2016 is beschikbaar via de ECB-website: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.en.html>

<sup>8</sup> De MRO's zijn wederom uitgevoerd als vaste rentetenders met volledige toewijzing. Ook voor de driemaands LTRO's bleef dezelfde procedure in gebruik. De rente op de LTRO's is vastgesteld op het gemiddelde van de basisherfinancieringstransacties gedurende de looptijd van de betreffende langerlopende herfinancieringstransactie. TLTRO's zijn wederom uitgevoerd als vaste rentetenders en hebben dezelfde rente als die voor de MRO's.

<sup>9</sup> Zie voor meer informatie over de TLTRO-toewijzingen vergelijkbare kaders in eerdere versies van het Economisch Bulletin, dan wel informatie over openmarkttransacties op de website van de ECB: [www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html).

<sup>10</sup> Nadere informatie over het uitgebreide programma is te vinden op de website van de ECB: [www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html)

## Liquiditeitsbehoefte

Tijdens de verslagperiode bedroeg de gemiddelde dagelijkse liquiditeitsbehoefte van het bankwezen (gedefinieerd als de som van de autonome factoren en de reserveverplichtingen) € 778,6 miljard, een toename van € 72 miljard in vergelijking met de voorgaande verslagperiode (dat wil zeggen, de zevende en achtste aanhoudingsperioden van 2015). De hogere liquiditeitsbehoefte werd vrijwel volledig verklaard door een toename van de autonome factoren. Die zijn gemiddeld met € 71,1 miljard gestegen naar € 664,5 miljard (zie de tabel).



## Tabel

### Liquiditeitssituatie in het Eurosysteem

|                                                                | 27 januari 2016 tot en met 26 april 2016 |          | 28 oktober 2015 tot en met 26 januari 2016 | Tweede aanhoudingsperiode |          | Eerste aanhoudingsperiode |          |
|----------------------------------------------------------------|------------------------------------------|----------|--------------------------------------------|---------------------------|----------|---------------------------|----------|
| Passiva – liquiditeitsbehoefte (gemiddelden; EUR miljard)      |                                          |          |                                            |                           |          |                           |          |
| Autonome liquiditeitsfactoren                                  | 1.770,1                                  | (+54,3)  | 1.715,8                                    | 1.799,8                   | (+55,2)  | 1.744,6                   | (+24,5)  |
| Bankbiljettencirculatie                                        | 1.066,1                                  | (+0,9)   | 1.065,3                                    | 1.069,3                   | (+5,9)   | 1.063,4                   | (-9,4)   |
| Overheidsdeposito's                                            | 130,3                                    | (+42,7)  | 87,6                                       | 147,4                     | (+31,7)  | 115,6                     | (+33,2)  |
| Overige autonome factoren                                      | 573,7                                    | (+10,7)  | 563,0                                      | 583,2                     | (+17,6)  | 565,6                     | (+0,8)   |
| Monetairbeleidsinstrumenten                                    |                                          |          |                                            |                           |          |                           |          |
| Lopende rekeningen                                             | 562,7                                    | (+34,9)  | 527,9                                      | 570,0                     | (+13,5)  | 556,5                     | (-0,6)   |
| Minimumreserveverplichtingen                                   | 114,1                                    | (+0,9)   | 113,2                                      | 114,3                     | (+0,5)   | 113,9                     | (+0,6)   |
| Depositofaciliteit                                             | 245,0                                    | (+59,3)  | 185,7                                      | 262,0                     | (+31,5)  | 230,5                     | (+33,9)  |
| Liquiditeitsverkrappende 'fine-tuning'-transacties             | 0,0                                      | (+0,0)   | 0,0                                        | 0,0                       | (+0,0)   | 0,0                       | (+0,0)   |
| Activa – liquiditeitsvoorziening (gemiddelde; EUR miljard)     |                                          |          |                                            |                           |          |                           |          |
| Autonome liquiditeitsfactoren                                  | 1.105,9                                  | (-17,0)  | 1.122,9                                    | 1.113,0                   | (+13,3)  | 1.099,8                   | (-24,0)  |
| Netto extern vermogen                                          | 616,8                                    | (+5,0)   | 611,9                                      | 627,3                     | (+19,5)  | 607,8                     | (-3,8)   |
| Netto activa luidend in euro                                   | 489,0                                    | (-22,0)  | 511,0                                      | 485,7                     | (-6,2)   | 491,9                     | (-20,2)  |
| Monetairbeleidsinstrumenten                                    |                                          |          |                                            |                           |          |                           |          |
| Openmarkttransacties                                           | 1.472,2                                  | (+165,3) | 1.306,9                                    | 1.518,9                   | (+86,8)  | 1.432,1                   | (+81,8)  |
| Tendertransacties                                              | 521,9                                    | (-10,6)  | 532,5                                      | 518,8                     | (-5,7)   | 524,5                     | (-14,0)  |
| Basisherfinancieringstransacties                               | 60,6                                     | (-8,4)   | 69,1                                       | 58,1                      | (-4,8)   | 62,9                      | (-8,7)   |
| Herfinancieringstransacties met een bijzondere termijn         | 0,0                                      | (+0,0)   | 0,0                                        | 0,0                       | (+0,0)   | 0,0                       | (+0,0)   |
| Driemaands langerlopende herfinancieringstransacties           | 41,1                                     | (-14,3)  | 55,3                                       | 37,9                      | (-5,8)   | 43,7                      | (-7,9)   |
| Driejaars langerlopende herfinancieringstransacties            | 0,0                                      | (+0,0)   | 0,0                                        | 0,0                       | (+0,0)   | 0,0                       | (+0,0)   |
| Gerichte langerlopende herfinancieringstransacties             | 420,2                                    | (+12,1)  | 408,1                                      | 422,8                     | (+4,9)   | 417,9                     | (+2,6)   |
| Rechtstreeks effectenverkeer                                   | 950,3                                    | (+175,9) | 774,4                                      | 1.000,1                   | (+92,5)  | 907,6                     | (+95,8)  |
| Eerste programma voor de aankoop van gedekte obligaties        | 19,5                                     | (-1,1)   | 20,6                                       | 19,2                      | (-0,6)   | 19,8                      | (-0,7)   |
| Tweede programma voor de aankoop van gedekte obligaties        | 8,8                                      | (-0,9)   | 9,8                                        | 8,7                       | (-0,3)   | 9,0                       | (-0,6)   |
| Derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties         | 161,3                                    | (+21,1)  | 140,2                                      | 167,0                     | (+10,7)  | 156,4                     | (+11,9)  |
| Programma voor de effectenmarkten                              | 120,8                                    | (-2,3)   | 123,1                                      | 119,7                     | (-2,0)   | 121,7                     | (-1,2)   |
| Programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa | 18,7                                     | (+3,4)   | 15,2                                       | 19,2                      | (+0,9)   | 18,3                      | (+2,8)   |
| Aankoopprogramma voor staatsobligaties                         | 621,2                                    | (+155,7) | 465,5                                      | 666,3                     | (+83,8)  | 582,5                     | (+83,6)  |
| Marginale beleningsfaciliteit                                  | 0,1                                      | (-0,0)   | 0,1                                        | 0,2                       | (+0,1)   | 0,1                       | (-0,1)   |
| Overige liquiditeitsgegevens (gemiddelden; EUR miljard)        |                                          |          |                                            |                           |          |                           |          |
| Gezamenlijke liquiditeitsbehoefte                              | 778,6                                    | (+72,0)  | 706,5                                      | 801,4                     | (+42,4)  | 759,0                     | (+48,9)  |
| Autonome factoren*                                             | 664,5                                    | (+71,1)  | 593,3                                      | 687,1                     | (+41,9)  | 645,1                     | (+48,3)  |
| Overliquiditeit                                                | 693,6                                    | (+93,3)  | 600,3                                      | 717,5                     | (+44,4)  | 673,1                     | (+32,9)  |
| Rentebeloop (procenten)                                        |                                          |          |                                            |                           |          |                           |          |
| Basisherfinancieringstransacties                               | 0,03                                     | (-0,02)  | 0,05                                       | 0,00                      | (-0,05)  | 0,05                      | (+0,00)  |
| Marginale beleningsfaciliteit                                  | 0,28                                     | (-0,02)  | 0,30                                       | 0,25                      | (-0,05)  | 0,30                      | (+0,00)  |
| Depositofaciliteit                                             | -0,35                                    | (-0,09)  | -0,25                                      | -0,40                     | (-0,10)  | -0,30                     | (+0,00)  |
| Gemiddeld EONIA                                                | -0,286                                   | (-0,101) | -0,184                                     | -0,340                    | (-0,101) | -0,239                    | (-0,013) |

Bron: ECB.

\*In de totale waarden van de autonome factoren zijn eveneens de posten begrepen die op dit moment worden afgewikkeld.

Toelichting: Alle cijfers in de tabel zijn afgerond, waardoor in enkele gevallen het cijfer dat de mutatie ten opzichte van de voorgaande periode aangeeft niet het verschil voor de twee perioden vermelde afgeronde cijfers vertegenwoordigt (verschil € 0,1 miljard).

**De toename van de autonome factoren werd hoofdzakelijk veroorzaakt door sterkere liquiditeitsverkrappende factoren.** De overheidsdeposito's leverden de belangrijkste bijdrage aan die toename; deze stegen gemiddeld met € 42,7 miljard naar € 130,3 miljard in de verslagperiode. Dit was gelijk verdeeld over de eerste en tweede aanhoudingsperiode. Uit de toename van de overheidsdeposito's blijkt dat sommige ministeries van financiën weinig genegen zijn om de overliquiditeit tegen een negatieve rente (het gevolg van vraag- en rentebeperkingen) in de markt te zetten. De overige autonome factoren bedroegen gemiddeld € 573,7 miljard. Dat is € 10,7 miljard hoger dan in de voorgaande verslagperiode en hing vooral samen met hogere, in euro luidende overige passiva aan ingezetenen van het eurogebied. Bovendien kwamen bankbiljetten gemiddeld uit op € 1.066,1 miljard, een toename van € 0,9 miljard ten opzichte van de voorgaande verslagperiode. Van de totale toename in de autonome factoren droeg deze laatste factor het minste bij.

**De liquiditeitsverruimende factoren zijn deze periode gedaald onder invloed van de lagere in euro's luidende netto activa.** De in euro's luidende netto activa bedroegen gemiddeld € 489,0 miljard. Deze daling van € 22 miljard ten opzichte van de vorige periode vond hoofdzakelijk plaats in de eerste aanhoudingsperiode en had te maken met een geringere hoeveelheid in het Eurosysteem om andere redenen dan het monetaire beleid aangehouden financiële activa, in combinatie met een lichte toename van de door buitenlandse instellingen aangehouden verplichtingen bij de nationale centrale banken. Ondanks de verdere verlaging van de rente op de depositofaciliteit hebben buitenlandse instellingen hun tegoeden verhoogd, mogelijk vanwege het gebrek aan aantrekkelijke investeringsalternatieven in de markt. De netto buitenlandse activa zijn daarnaast met € 5 miljard toegenomen naar € 616,8 miljard. Die stijging trad alleen op in de tweede aanhoudingsperiode; in de eerste aanhoudingsperiode was sprake van een lichte krimp. De toename van de netto buitenlandse activa kwam vooral voor rekening van een hogere goudwaarde in dollars. Voor een deel stond daar in het eerste kwartaal van 2016 een hogere euro tegenover.

**De volatiliteit van de autonome factoren bleef in de verslagperiode verhoogd.** Die volatiliteit had hoofdzakelijk te maken met de sterke schommelingen van de overheidsdeposito's en in mindere mate ook met de herwaardering op kwartaalbasis van de netto buitenlandse activa en de in euro's luidende netto activa. Het niveau van de volatiliteit bleef in grote lijnen onveranderd ten opzichte van de voorgaande verslagperiode, terwijl de opgaande lijn in het niveau van de autonome factoren doorzette. De gemiddelde absolute fout van de wekelijkse prognoses van autonome factoren is in de verslagperiode met € 1,4 miljard gedaald naar € 6,0 miljard. Dit was te danken aan minder voorspelfouten over de overheidsdeposito's.

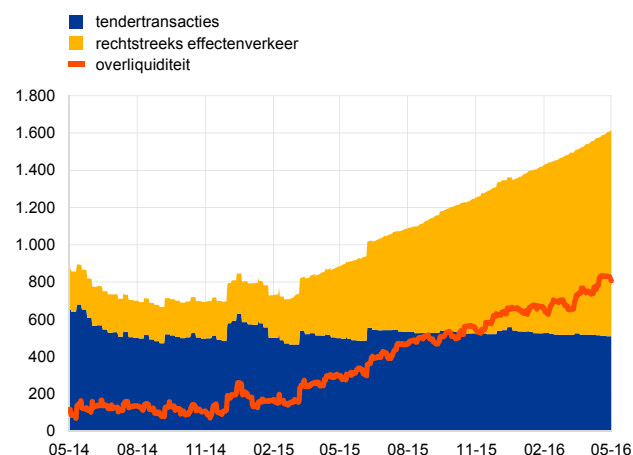
## Liquiditeit door monetairbeleidsinstrumenten

**Het gemiddelde bedrag van de liquiditeit die werd verschaft via open markttransacties – tendertransacties en het programma voor de aankoop van activa – steeg met € 165,3 miljard naar € 1.472,2 miljard (zie de grafiek).** Die toename viel puur en alleen toe te schrijven aan het programma voor de aankoop van activa.

### Grafiek

#### Monetairbeleidsinstrumenten en liquiditeitsoverschotten

(EUR miljard)



Bron: ECB

**De gemiddelde liquiditeit die met tendertransacties werd verschaft, is tijdens de verslagperiode licht gedaald (met € 10,6 miljard) naar € 521,9 miljard. De toename van de gemiddelde liquiditeit uit TLTRO's werd meer dan teniet gedaan door een afname van de liquiditeit uit reguliere transacties.** Meer in het bijzonder zijn de MRO's en de driemaands LTRO's respectievelijk met € 8,4 miljard en € 14,3 miljard gedaald. Het uitstaande bedrag aan TLTRO's is gedurende de verslagperiode met € 12,1 miljard gestegen. Omdat de enige TLTRO tot nog toe van 2016 in maart is toegewezen, was de totale daling van de liquiditeit via tendertransacties minder uitgesproken in de tweede dan in de eerste aanhoudingsperiode.

**De gemiddelde liquiditeit die via het programma voor de inkoop van activa werd verschaft, is met € 175,9 miljard toegenomen naar € 950,3 miljard,**

**vooral als gevolg van het aankoopprogramma voor staatsobligaties.** De gemiddelde liquiditeit die voortvloeit uit het aankoopprogramma van effecten van de publieke sector, het derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties en het programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa is met respectievelijk € 155,7 miljard, € 21,1 miljard en € 3,4 miljard gestegen. De aflossing van in het kader van het programma voor de effectenmarkten en de twee eerdere programma's voor gedekte obligaties aangehouden obligaties bedroeg € 4,3 miljard.

## Overliquiditeit

**In verband met de hierboven geschetste ontwikkelingen is het gemiddelde liquiditeitsoverschot in de verslagperiode met € 93,3 miljard gestegen naar € 693,6 miljard (zie de grafiek).** De liquiditeit nam sterker toe in de tweede aanhoudingsperiode: de gemiddelde overliquiditeit steeg door hogere aankopen en licht geringere stijgingen in autonome factoren met € 44,4 miljard ten opzichte van de eerste aanhoudingsperiode. De relatief kleine toename van de eerste aanhoudingsperiode viel vooral toe te schrijven aan de grotere stijging van de autonome factoren, die voor een deel de toename van het programma voor de aankoop van activa tenietdeed.

**De grotere liquiditeitsoverschotten waren het meest zichtbaar in het hogere gemiddelde beroep op de depositofaciliteit: een toename van € 59,3 miljard naar € 245 miljard in de verslagperiode.** Het gemiddelde saldo op de lopende rekeningen steeg eveneens, zij het in mindere mate, met € 34,9 miljard naar € 562,7 miljard.

## Renteverloop

**De geldmarktrente is in de verslagperiode verder gedaald onder invloed van de verlaging van de rente op de depositofaciliteit naar -0,40%.** In de markt voor leningen zonder onderpand bedroeg de EONIA gemiddeld -0,286%, een daling ten opzichte van de -0,184% die in de voorgaande verslagperiode werd opgetekend. De EONIA bleef vrijwel onveranderd in de eerste aanhoudingsperiode, maar de extra verlaging van de rente op de depositofaciliteit met 0,10% met ingang van de tweede aanhoudingsperiode werkte door in een daling van de EONIA met 0,101 procentpunt. In de context van de voortgaande toename van de liquiditeitsoverschotten was de doorwerking daarvan in de negatieve marktrente vrijwel direct. In het door onderpand gedekte segment is de daggeldrente gedaald in overeenstemming met de rente op de depositofaciliteit. Het dagtarief van repo's in de markt voor door algemeen onderpand gedekte activa (GC Pooling<sup>11</sup>) is gedaald naar respectievelijk -0,332% en -0,321% voor standaard- en uitgebreide mandjes onderpand, een daling van 0,088 procentpunt en 0,083 procentpunt ten opzichte van de voorgaande verslagperiode.

Belangrijkste boodschappen voor de pers:

- Overliquiditeit blijft stijgen door programma voor de aankoop van activa
- Liquiditeitsbehoefte bankensector vooral gestegen door hogere overheidsdeposito's bij nationale centrale banken

---

<sup>11</sup> In de GC Pooling-markt worden repo-overeenkomsten op het Eurex-platform verhandeld op basis van gestandaardiseerde mandjes onderpand.

## Kader 3

# Lage rente en netto rente-inkomens van huishoudens

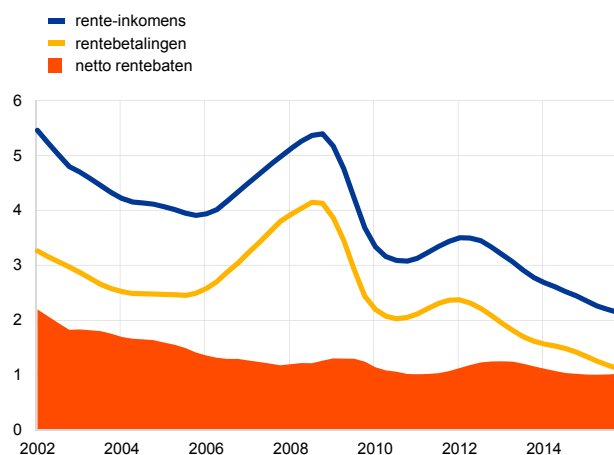
**De accommoderende monetairbeleidskoers van de ECB heeft gezorgd voor aanzienlijk lagere leningskosten voor bedrijven en huishoudens, terwijl spaargeld tegelijkertijd ook minder opbrengt.** Huishoudens lenen niet alleen, ze sparen ook. De vraag rijst dan ook in welke mate de lagere rente de netto rente-inkomens van huishoudens heeft beïnvloed. Dat is vooral relevant bij de beoordeling van het effect van de lagere rente op de totale consumptie.

**De rente-inkomens van huishoudens zijn sinds het najaar van 2008 met 3,2 procentpunt gedaald als aandeel van het beschikbaar inkomen.** In Grafiek A wordt het verloop van het inkomen van huishoudens weergegeven voor rentedragende activa zoals deposito's, obligaties en leningen.<sup>12</sup> In dit cijfer is niet het effect begrepen van de lagere rente op het inkomen en het vermogen van huishoudens via de investeringen van pensioenfondsen en levensverzekeringsondernemingen. Ook de vermogenswinst op langlopende obligaties en aandelen is niet meegerekend.

**Grafiek A**

Rentebetalingen/-inkomens van huishoudens in het eurogebied

(in procenten van het bruto beschikbaar inkomen)



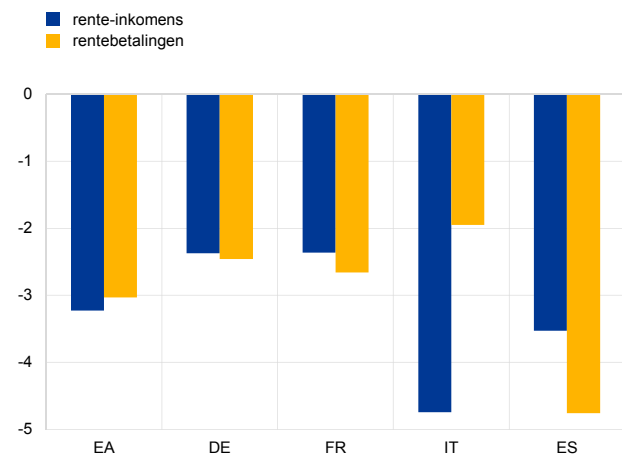
Bronnen: ECB en Eurostat.

Toelichting: Rentebetalingen/-inkomens na toerekening IGDFI (indirect gemeten diensten van financieel intermediairs), op basis van het totaal voor vier kwartalen. De meest recente waarneming betreft het vierde kwartaal van 2015.

**Grafiek B**

Rentebetalingen/-inkomens van huishoudens 2008-III – 2015-IV

(mutaties in procenten van het bruto beschikbaar inkomen, in procentpunten)



Bronnen: ECB en Eurostat.

Toelichting: Rentebetalingen/-inkomens na toerekening IGDFI (indirect gemeten diensten van financieel intermediairs), op basis van het totaal voor vier kwartalen.

<sup>12</sup> Ten behoeve van de samenhang met de meting van het beschikbaar inkomen en de consumptie van huishoudens betreffen de rentebetalingen/-inkomens de cijfers *na* de toerekening van diensten van intermediairs. Financiële instellingen brengen die diensten niet expliciet in rekening: deze kosten zijn verdisconteerd in de marge tussen de tarieven voor kredietnemers en spaarders. De conclusie uit de analyse wordt hierdoor niet beïnvloed.

**De rente-inkomens zijn inderdaad gedaald, maar ook de rentebetalingen zijn aanzienlijk afgenomen.**

Van het derde kwartaal van 2008 tot het vierde kwartaal van 2015 zijn de rentebetalingen ten opzichte van het beschikbaar inkomen met circa 3 procentpunt gedaald. De daling van de rente-inkomens is vergelijkbaar met die van de rentebetalingen. Dat betekent dat de netto rente-inkomens van het gemiddelde huishouden in het eurogebied grotendeels ongewijzigd zijn gebleven. Voor zover een individueel huishouden echter per saldo meer spaart of meer leent, zullen sommige huishoudens, wat de netto rente-inkomens betreft, hun voordeel hebben gedaan bij de lage rente, terwijl andere huishoudens hierop hebben ingeleverd.

**De netto rente-inkomens van de sector huishoudens zijn vrij stabiel gebleven in Duitsland en Frankrijk, maar minder in Italië en Spanje.**

Uit Grafiek B blijkt dat de daling van de rente-inkomens en de rentebetalingen in Duitsland en Frankrijk vergelijkbaar zijn. Dit houdt in dat de lagere rente een minimaal effect heeft gehad op de netto rente-inkomens van de sector huishoudens als geheel. In Italië daalden de rente-inkomens van de huishoudens daarentegen meer dan twee keer zo sterk als de rentebetalingen, wat een negatief effect had op de totale netto rente-inkomens van de huishoudens. De reden is dat Italiaanse huishoudens een relatief hoog bedrag aan rentedragende activa in bezit hebben (zie Grafiek C), terwijl de schuldenlast hier verhoudingsgewijs geringer is (zie Grafiek D). In Spanje is de daling van de rentebetalingen juist aanzienlijk groter dan die van de rente-inkomens, wat positief uitwerkt op de totale netto rente-inkomens van de huishoudens. Dat de rentebetalingen in Spanje sterker zijn gedaald, kan worden verklaard door zowel de hoge schuldenlast van de huishoudens (Grafiek D) als het feit dat de betaalde rente op een groot deel van de hypotheek gekoppeld is aan de geldmarktrente. Dat sterkere effect op de rentebetalingen in Spanje strookt met signalen dat het monetair beleid relatief meer invloed heeft in landen waar vooral hypotheek met een variabele rente worden verstrekt.<sup>13</sup>

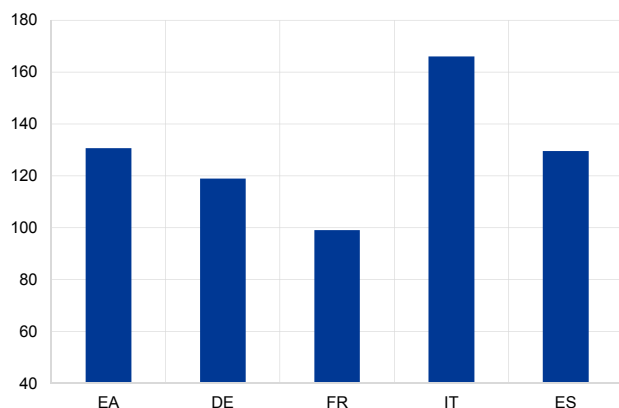
---

<sup>13</sup> Zie Calza A., Monacelli, T. en Stracca, L., "Housing finance and monetary policy", *Journal of the European Economic Association*, Vol. 11, 2013, pp. 101-122.

### Grafiek C

#### Rentedragende activa van huishoudens

(in procenten van het bruto beschikbaar inkomen)



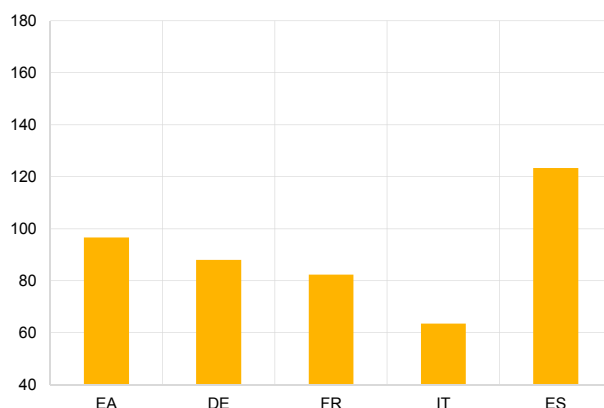
Bronnen: ECB en Eurostat.

Toelichting: Rentedragende activa omvatten onder meer valuta's en deposito's, schuldbewijzen en leningen, zoals opgenomen in de rekeningen van het eurogebied. Gemiddelden voor de periode van het derde kwartaal van 2008 tot het vierde kwartaal van 2015 (van het eerste kwartaal van 2012 tot het vierde kwartaal van 2015 voor Italië), op basis van het totaal voor vier kwartalen.

### Grafiek D

#### Schuldenlast van huishoudens

(in procenten van het bruto beschikbaar inkomen)



Bronnen: ECB en Eurostat.

Toelichting: De schuldenlast van de huishoudens komt overeen met leningen zoals opgenomen in de rekeningen van het eurogebied. Gemiddelden voor de periode van het derde kwartaal van 2008 tot het vierde kwartaal van 2015 (van het eerste kwartaal van 2012 tot het vierde kwartaal van 2015 voor Italië), op basis van het totaal voor vier kwartalen.

#### Ondanks de lagere rente-inkomens voor huishoudens die per saldo sparen, blijft die lage rente fungeren als een stimulans voor de particuliere consumptie.

Een lagere rente bevordert in het algemeen de consumptie in het heden in plaats van de consumptie in de toekomst door het verschijnsel van de intertemporele substitutie, aangezien lenen goedkoper wordt en sparen minder de moeite loont. Omdat de netto rente-inkomens voor het gemiddelde huishouden in het eurogebied in grote lijnen ongewijzigd zijn, heeft de lagere rente hoofdzakelijk geleid tot een herverdeling van de middelen van nettospaarders naar nettoleners. En omdat mensen die per saldo meer lenen sterker geneigd zijn om te consumeren dan spaarders, wordt de totale consumptie verder gestimuleerd door de lagere rente als herverdelingsinstrument.<sup>14</sup>

#### De lagere rente komt ook anderszins ten goede aan het vermogen en de inkomens van huishoudens.

Huishoudens sparen niet alleen; ze investeren ook in andere activa waarvoor ze niet noodzakelijkerwijs rentebetalingen ontvangen. Er zijn aanwijzingen dat het positieve effect van de lagere rente op de prijzen van aandelen en obligaties in het eurogebied significant is geweest.<sup>15</sup> Bovendien stimuleren de lagere kosten van lenen niet alleen de investeringen en de consumptie; de inkomens van de huishoudens worden ook ondersteund door de toegenomen werkgelegenheid. Door de rente laag te houden, bevordert de ECB de vraag die nodig is om de economie weer op haar potentiële niveau terug te krijgen, zodat de rente uiteindelijk weer kan gaan stijgen.

<sup>14</sup> Zie Jappelli, T. en Pistaferri, L., "Fiscal policy and MPC heterogeneity", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 6, No 4, 2014, pp. 107-136.

<sup>15</sup> Zie Altavilla, C., Carboni, G. en Motto, R., "Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area", *Working Paper Series*, No 1864, ECB, November 2015.

## Kader 4

# Snellere publicatie driemaandelijke flashraming van het bbp voor het eurogebied: eerste ervaringen

**Op 29 april 2016 heeft Eurostat voor het eerst binnen 30 dagen na afloop van het referentiekwartaal (eerste kwartaal 2016) een voorlopige flashraming van het bbp voor het eurogebied en de EU gepubliceerd.** Hiermee wordt tegemoetgekomen aan een al langer bestaande wens van gebruikers om tijdiger over informatie te beschikken over de economische groei in Europa. Voor de statistieken over de nationale rekeningen wordt gestreefd naar een publicatiekalender van 30, 60 en 90 dagen na het einde van het referentiekwartaal. Tegelijkertijd wordt invulling gegeven aan de toezegging van het Europees statistisch systeem (ESS) om beleidsmakers te voorzien van betrouwbare, vergelijkbare en tijdige statistische gegevens.<sup>16</sup> De publicatie van de flashraming van het bbp binnen 45 dagen na het einde van het referentiekwartaal (sinds mei 2003) werd wel beschouwd als een opstap naar dat streven.<sup>17</sup> Deze flashraming wordt gebruikt voor een analyse van de conjuncturele ontwikkelingen in het eurogebied en fungeert als belangrijke input voor de economische analyse, macro-economische projecties en prognoses voor de korte termijn van de ECB. Eurostat blijft deze raming publiceren totdat de nieuwe voorlopige flashraming van het bbp beter ingang heeft gevonden en meer landen hun eigen voorlopige nationale ramingen publiceren. Geen van beide flashramingen biedt echter informatie over eventuele herzieningen van de uitkomsten voor het voorgaande kwartaal. Wel kan uit iedere nieuwe bbp-raming worden opgemaakt welke herzieningen er hebben plaatsgevonden ten opzichte van de voorgaande voorlopige flash.

**De methodologie die aan de voorlopige flashraming van het bbp voor het eurogebied (en de EU) ten grondslag ligt, is dezelfde als voor de samenstelling van de flashraming van het bbp na 45 dagen.**<sup>18</sup> De bbp-groei van het eurogebied op kwartaalbasis wordt geschat op basis van nationale gegevens. Hiervoor worden de – voor seizoens- en kalenderinvloeden gecorrigeerde – nationale groeicijfers op kwartaalbasis geaggregeerd aan de hand van de jaarlijkse gewichten van het bbp voor een land, in lopende prijzen van het voorgaande jaar. Het bbp voor het

<sup>16</sup> Zie ook [The ESS Vision 2020](#), p. 5.

<sup>17</sup> In eerste instantie leverden slechts vier eurolanden (Duitsland, Griekenland, Italië en Nederland) binnen 45 dagen nationale flashramingen van het bbp. Eurostat maakte gebruik van verwante indicatoren om het bbp van de ontbrekende grote eurolanden te schatten. Tot op zekere hoogte hebben landen daar weer gebruik van gemaakt om de eigen nationale flashramingen te ontwikkelen. Hoewel deze ramingen geen deel uitmaken van het juridisch kader van ESR 2010 (en eerder ook niet van ESR 1995) hebben ook het toegenomen gebruik van statische methoden en de uitwisseling van ervaringen tussen landen onderling een rol gespeeld.

<sup>18</sup> De methodologie wordt toegelicht in de Eurostat-studie "[Euro area and European Union GDP flash estimates at 30 days](#)", *Statistical working papers*, jaargang 2016. Deze methodologie komt in de plaats van de in 2013 ingevoerde methode voor de samenstelling van de [GDP flash estimate](#) 45 dagen na het einde van het referentiekwartaal.



eurogebied wordt vervolgens afgeleid door de geschatte groei voor het eurogebied in het lopende kwartaal toe te passen op het bbp-niveau van het voorgaande kwartaal. Op die manier kan ook de bbp-groei op jaarbasis worden vastgesteld. Het grootste verschil met de flashraming van het bbp na 45 dagen is gelegen in de beschikbaarheid van nationale cijfers voor gebruikers. De meeste landen in het eurogebied publiceren geen voorlopige bbp-ramingen na 30 dagen maar verschaffen deze informatie op vertrouwelijke basis aan Eurostat als input voor de samenstelling van de voorlopige flashramingen van het bbp voor het eurogebied en de EU. Op dit moment publiceren slechts zes landen in het eurogebied, namelijk België, Spanje, Frankrijk, Letland, Litouwen en Oostenrijk (goed voor 39% van het bbp van het eurogebied in 2015) voorlopige bbp-ramingen na 30 dagen. De voorlopige flashraming van het bbp voor het eurogebied in het eerste kwartaal van 2016 was gebaseerd op elf eurolanden en bestreek 94% van het totale bbp van het eurogebied. Daarvan is 55% op vertrouwelijke basis aangeleverd.<sup>19</sup> In de onderstaande tabel wordt een overzicht gegeven van de nationale werkwijzen voor bbp-publicatie, evenals de mate waarin wordt voldaan aan de wettelijke vereiste van het ESR 2010 dat de cijfers uiterlijk 60 dagen na afloop van het referentiekwartaal beschikbaar moeten zijn. Zoals uit dit overzicht blijkt, moet bij de analyse van de gegevens rekening worden gehouden met een aantal afwegingen naar tijdigheid, detail en kwaliteit bij de opstelling van de nationale kwartaalcijfers.

---

<sup>19</sup> ECB-raming op basis van informatie van Eurostat over de eerste publicatie van de voorlopige [GDP flash estimate](#) en het persbericht van 29 april 2016.

## Tabel

### Gepubliceerde bbp-cijfers en componenten in het kader van de nationale kwartaalrekeningen

|                   | Voorlopige bbp flash<br>(30 dagen) |                     | Bbp flash<br>(45 dagen) |                                       |                     | Tweede bbp-publicatie<br>(60 dagen) |                                       |                     |
|-------------------|------------------------------------|---------------------|-------------------------|---------------------------------------|---------------------|-------------------------------------|---------------------------------------|---------------------|
|                   | bbp-<br>groei                      | bbp-<br>componenten | bbp-<br>groei           | bbp-groei:<br>raming of<br>herziening | bbp-<br>componenten | dag van<br>publicatie               | bbp-groei:<br>raming of<br>herziening | bbp-<br>componenten |
| België            | gepubliceerd                       | -                   | -                       | -                                     | -                   | t+60                                | herziening                            | ja                  |
| Duitsland         | -                                  | -                   | gepubliceerd            | raming                                | -                   | t+54                                | herziening                            | ja                  |
| Estland           | -                                  | -                   | gepubliceerd            | raming                                | -                   | t+68                                | herziening                            | ja                  |
| <b>Ierland</b>    | -                                  | -                   | -                       | -                                     | -                   | <b>t+70</b>                         | <b>raming</b>                         | <b>ja</b>           |
| Griekenland       | -                                  | -                   | gepubliceerd            | raming                                | -                   | t+60                                | herziening                            | ja                  |
| Spanje            | gepubliceerd                       | -                   | -                       | -                                     | -                   | t+55                                | herziening                            | ja                  |
| Frankrijk         | gepubliceerd                       | ja                  | -                       | -                                     | -                   | t+60                                | herziening                            | ja                  |
| Italië            | -                                  | -                   | gepubliceerd            | raming                                | -                   | t+65                                | herziening                            | ja                  |
| Cyprus            | -                                  | -                   | gepubliceerd            | raming                                | -                   | t+68                                | herziening                            | ja                  |
| Letland           | gepubliceerd                       | -                   | -                       | -                                     | -                   | t+60                                | herziening                            | ja                  |
| Litouwen          | gepubliceerd                       | -                   | -                       | -                                     | -                   | t+60                                | herziening                            | ja                  |
| <b>Luxemburg</b>  | -                                  | -                   | -                       | -                                     | -                   | <b>t+85</b>                         | <b>raming</b>                         | <b>ja</b>           |
| <b>Malta</b>      | -                                  | -                   | -                       | -                                     | -                   | <b>t+70</b>                         | <b>raming</b>                         | <b>ja</b>           |
| Nederland         | -                                  | -                   | gepubliceerd            | raming                                | ja                  | -                                   | -                                     | -                   |
| Oostenrijk        | gepubliceerd                       | ja                  | -                       | -                                     | -                   | t+60                                | herziening                            | ja                  |
| Portugal          | -                                  | -                   | gepubliceerd            | raming                                | -                   | t+60                                | herziening                            | ja                  |
| Slovenië          | -                                  | -                   | -                       | -                                     | -                   | t+60                                | raming                                | ja                  |
| Slowakije         | -                                  | -                   | gepubliceerd            | raming                                | -                   | t+68                                | herziening                            | ja                  |
| Finland           | -                                  | -                   | gepubliceerd            | raming                                | -                   | t+60                                | herziening                            | ja                  |
| <b>Eurogebied</b> | <b>gepubliceerd</b>                | <b>-</b>            | <b>gepubliceerd</b>     | <b>herziening</b>                     | <b>-</b>            | <b>t+68</b>                         | <b>herziening</b>                     | <b>ja</b>           |

Bron: Gegevens ECB op basis van de websites van de nationale statistische instituten en Eurostat.

Toelichting: De bbp flash-publicatie verwijst naar de gegevens voor het eerste kwartaal van 2016. De tweede bbp-publicatie gaat over de gegevens voor het vierde kwartaal van 2015. Buiten de in de tabel vermelde publicatiedata wordt in sommige eurolanden (België, Frankrijk) en in sommige niet-eurolanden (Verenigd Koninkrijk) ongeveer drie maanden na het einde van het referentiekwartaal ook nog een derde bbp-cijfer bekendgemaakt. Dat cijfer betreft onder andere een herziening van de eerdere ramingen voor het bbp en de belangrijkste totalen. Eurostat is in september 2014 bij de inwerkingtreding van het ESR 2010 gestopt met dit derde bbp-cijfer voor het eurogebied. Ook in de sectorrekeningen per kwartaal (eerste publicatie circa 110 dagen en definitief twee weken later) kunnen herzieningen zijn opgenomen van het tweede bbp-cijfer voor het eurogebied; deze zijn vooralsnog echter niet afgestemd op de nationale kwartaalrekeningen voor het eurogebied.

**Het belangrijkste probleem voor de nationale inschatting van de voorlopige flashramingen van het bbp na 30 dagen valt terug te voeren op de beperkte beschikbaarheid van bronmateriaal voor de derde maand van het kwartaal; de dekking van het bronmateriaal voor de samenstelling van het nationale bbp in de daarop volgende ramingen verbetert aanzienlijk.** Voor de nationale voorlopige flashramingen van het bbp wordt de derde maand veelal (deels) geraamd met behulp van statistische modellen waarin gebruik wordt gemaakt van beschikbare maandinformatie (zoals kortetermijnstatistieken, conjunctuurenquêtes, prijsstatistieken en voorlopige ramingen van het bronmateriaal). Diverse schattingsmethoden worden ten bate van die voorlopige flashraming van het bbp op nationaal niveau toegepast: directe benaderingen (autoregressief distributed lag, dynamisch-factor model), indirecte benaderingen (tijdsgebonden uitsplitsingstechnieken), pure prognosemodellen (ARIMA-modellen, tijdreeksmodellen) of multivariate modellen (vector autoregressie (VAR), structurele modellen). De feitelijke keuze hangt af van het ongeveer 28 dagen na afloop van het referentiekwartaal beschikbare nationale bronmateriaal voor die derde maand van het kwartaal, terwijl voor de opmaak van de cijfers dezelfde werkwijzen worden gehanteerd als bij de reguliere nationale kwartaalrekeningen (dat wil zeggen: de

niet-flashramingen), zodat de uitkomsten een hoge mate van consistentie vertonen met de uiteindelijke resultaten.

**Het is nog te vroeg om de betrouwbaarheid te beoordelen van deze net beschikbare voorlopige flashraming van het bbp voor het eurogebied, maar volgens de testen van Eurostat<sup>20</sup> wordt wel voldaan aan de vooraf gedefinieerde aanbevolen acceptatievereisten voor wat betreft kwaliteit.** De testen leverde de volgende bevindingen op voor de voorlopige flashraming van het bbp voor het eurogebied<sup>21</sup>:

- **Neutrale raming** van de bbp-groei in het eurogebied na 45 dagen. Gemiddelde herziening binnen +/-0,05 procentpunt en niet meer dan 66,7% van de herzieningen in dezelfde richting. Getoetst aan dit criterium hield het resultaat voor het eurogebied 0,0 procentpunt aan gemiddelde herzieningen in en een gelijke verdeling van opwaartse en neerwaartse herzieningen.
- **Maximaal gemiddelde absolute herziening** voor het eurogebied van 0,1 procentpunt in vergelijking met de flash bbp-groei op 45 dagen en 0,13 procentpunt in vergelijking met de bbp-groei die rond de 65 dagen na afloop van het referentiekwartaal wordt gepubliceerd. In beide gevallen lag de feitelijke uitkomst voor het eurogebied rond de 0,06 procentpunt.
- **Voldoende dekking**, gedefinieerd als 70% van het totale bbp voor het eurogebied. Voor de kwartalen die voor de testramingen zijn gebruikt, bedroeg die dekking gemiddeld 83% van het totale bbp voor het eurogebied. Voor de laatste drie kwartalen werd consequent 94% opgetekend.

**Bij de beoordeling van de cijfers voor het eerste kwartaal van 2016 kwam de voorlopige flashraming van het bbp voor het eurogebied uit op een groei van 0,55% op kwartaalbasis. In de flashraming van het bbp op 45 dagen is dat met 0,03 procentpunt naar beneden bijgesteld tot 0,52%.** Dat verschil kan aan twee belangrijke factoren worden toegeschreven: herzieningen die aan betere nationale broninformatie te danken zijn en een iets ruimere dekking van het eurogebied (97% van het bbp voor het eurogebied).

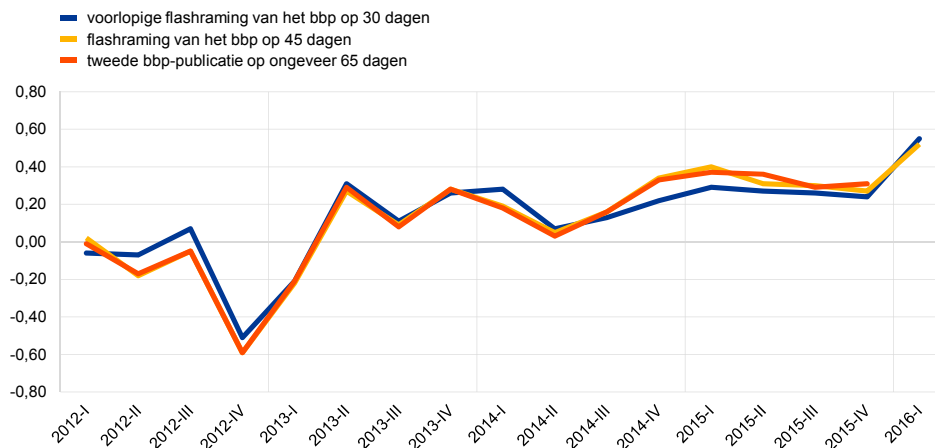
<sup>20</sup> De testramingen voor het eurogebied zijn uitgevoerd voor de afgelopen twee jaar, zowel voor de groei op kwartaalbasis als op jaarbasis en uitgaande van acht kwartalen 'real-time' testen voor 2014-I – 2015-IV en acht kwartalen 'gereconstrueerde' ramingen voor 2012-I – 2013-IV.

<sup>21</sup> Informatie Eurostat in de studie "[Euro area and European Union GDP flash estimates at 30 days](#)", *Statistical working papers*, jaargang 2016.

## Grafiek

### Herzieningen bbp-groei eurogebied

(groei op kwartaalbasis; kettindexcijfers gecorrigeerd voor kalender- en seizoensinvloeden)



Bron: Eurostat.

**De snellere publicatie van de ramingen van de bbp-groei voor het eurogebied op kwartaalbasis, van 45 naar 30 dagen na afloop van het referentiekwartaal, is een belangrijke stap voor beleidsmakers. Dit kan ten goede komen aan diverse processen ter voorbereiding van het monetaire beleid, zoals macro-economische projecties en analytische beoordelingen.** De eerdere beschikbaarheid van informatie over bbp-ontwikkelingen in het eurogebied en de eurolanden maakt een grondigere analyse mogelijk van de gevolgen van die ontwikkelingen voor de vooruitzichten op de korte termijn.

## Kader 5

# Landspecifieke aanbevelingen voor het begrotingsbeleid in het Europees Semester 2016

**Op 18 mei 2016 heeft de Europese Commissie de voorgestelde landspecifieke aanbevelingen voor het economische en begrotingsbeleid van alle EU-lidstaten (met uitzondering van Griekenland) bekendgemaakt, inclusief aanbevelingen voor de uitvoering van het Stabiliteits- en Groeipact (SGP).** De landspecifieke aanbevelingen worden op 17 juni ter goedkeuring voorgelegd aan de ministers van Economische Zaken en Financiën, waarna de Europese Raad op 28-29 juni zijn goedkeuring zal geven.<sup>22</sup> De aanbevelingen van de Raad over het begrotingsbeleid zijn bedoeld om te waarborgen dat de landen het SGP naleven. Hierin zijn adviezen vervat over de in 2016 bijgewerkte versies van de stabiliteits- en convergentieprogramma's die de regeringen medio april bij de Europese Commissie en de Raad moesten indienen. Wat de vervolgwerkzaamheden betreft moeten de landspecifieke aanbevelingen voor het begrotingsbeleid in het kader van het Europees Semester 2016 terug te vinden zijn in de ontwerpbegrotingen voor 2017 zoals die door de eurolanden medio oktober bij de Eurogroep en de Europese Commissie moeten zijn ingediend. Tegen deze achtergrond worden in dit Kader de aanbevelingen voor het begrotingsbeleid gericht aan de achttien eurolanden zonder programma besproken.

**Volgens de voorjaarsprognose 2016 van de Europese Commissie is de totale begrotingskoers in het eurogebied voor 2016 en 2017 naar verwachting licht expansief.**<sup>23</sup> Daaruit blijkt enerzijds dat de eurolanden die hun begrotingsdoelstelling voor de middellange termijn hebben bereikt (Duitsland in het bijzonder) een deel van de beschikbare begrotingsruimte gebruiken. Anderzijds is ook duidelijk dat een flink aantal landen, ook die met een hoge schuldenlast, tekortschieten in hun structurele consolidatie-inspanningen in het kader van het SGP (zie de tabel).

**In de landspecifieke aanbevelingen van de Europese Commissie worden risico's gesignaleerd betreffende niet-naleving van de in het SGP gestelde structurele inspanningseisen in veel eurolanden.** Volgens de voorjaarsprognose 2016 van de Europese Commissie zal geen van de landen met een tekort van meer dan de 3% bbp-referentiewaarde 2015 (Portugal, Spanje en Frankrijk) naar verwachting in de periode 2016-2017 een structurele consolidatie realiseren (dat wil zeggen: een verlaging van het begrotingstekort door andere factoren dan het effect van de conjunctuurencyclus en tijdelijke begrotingsmaatregelen). Bovendien wordt verwacht dat landen die op dit moment onder de preventieve tak van het SGP vallen,

<sup>22</sup> De vaststelling van de landspecifieke aanbevelingen door de Raad voor Economische en Financiële Zaken (ECOFIN) bij de bijeenkomst van 12 juli sluit formeel het Europees Semester 2016.

<sup>23</sup> Voor een bespreking van het begrip "begrotingskoers in het eurogebied" wordt verwezen naar het artikel "The euro area fiscal stance" in dit Economisch Bulletin.

aanmerkelijk bij de structurele aanpassingseisen achter zullen blijven. En dat ondanks het feit dat voor een aantal van die landen deze eisen al fors zijn verlaagd. Concreet gezegd, kunnen landen die de begrotingsdoelstelling voor de middellange termijn niet hebben gerealiseerd, na recente overeenstemming over de manier waarop het SGP voorziet in flexibiliteit in de structurele hervormingen,<sup>24</sup> het proces langzamer laten verlopen door een kleinere structurele consolidatie-inspanning te leveren indien zij structurele hervormingen, aanvullende investeringen en pensioenhervormingen implementeren.<sup>25</sup> Voor sommige landen zijn de structurele aanpassingseisen verder verlaagd als tegemoetkoming voor de gemaakte kosten voor de opvang van vluchtelingen en voor extra bestedingen aan de veiligheid. De toegestane flexibiliteit heeft per saldo geleid tot lagere eisen aan de voortgang in de richting van de begrotingsdoelstelling voor de middellange termijn (gemiddeld 0,5% bbp tot -0,1% bbp in 2016).<sup>26</sup> Niettemin is de verwachting dat de landen in de preventieve tak van het SGP die de begrotingsdoelstelling voor de middellange termijn nog niet hebben gerealiseerd, ook die verlaagde eisen niet zullen halen omdat ze een expansief begrotingsbeleid voeren van gemiddeld -0,3% bbp. Dit betekent een verdere vertraging in de realisatie van de begrotingsdoelstelling voor de middellange termijn, plus dat de lidstaten de overheidsfinanciën niet weer op peil krijgen en daarmee de kans mislopen om dat te doen net op het moment dat de financiële omstandigheden gunstig zijn.<sup>27</sup>

**De begrotingsaanbevelingen voor de diverse landen variëren derhalve naar gelang er begrotingsruimte aanwezig is.** Lidstaten waarvan de structurele inspanningen naar verwachting achterblijven bij de eisen op grond van het SGP worden daarin opgeroepen om nadere maatregelen te nemen om toch aan die eisen te voldoen. Landen die de begrotingsdoelstelling voor de middellange termijn nog niet hebben gerealiseerd en die de overheidsschuld op een niveau moeten handhaven van meer dan de drempel van 60% bbp (België, Frankrijk, Spanje, Italië, Ierland, Portugal en Finland) hebben bovendien het advies meegekregen om alle eventuele meevallers (bijvoorbeeld besparingen op lager dan verwachte rentebetalingen) te gebruiken om het tekort te reduceren. Van de landen die wel al hun begrotingsdoelstelling voor de middellange termijn hebben gehaald, heeft Duitsland het advies gekregen om een duurzame opwaartse trend in overheidsinvesteringen te realiseren, in het bijzonder in infrastructuur, onderwijs, onderzoek en innovatie. Het advies voor Nederland is om bij de overheidsuitgaven de prioriteit te leggen bij (meer) investeringen in onderzoek en ontwikkeling.

<sup>24</sup> Voor nadere informatie over de overeengekomen positie van het Economisch en Financieel Comité inzake flexibiliteit binnen het SGP: <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14345-2015-INIT/en/pdf>.

<sup>25</sup> Zie het kader "Flexibility within the Stability and Growth Pact", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2015 voor meer informatie.

<sup>26</sup> Met uitzondering van de landen die de begrotingsdoelstelling voor de middellange termijn al hebben gehaald.

<sup>27</sup> Zie het kader "De rol van de budgettaire middellangetermijndoelstelling als anker voor het begrotingsbeleid", *Economisch Bulletin*, Nummer 4, ECB, 2015.

## Tabel

Structurele inspanningen op grond van het SGP in de periode 2016-2017  
(in procentpunt bbp)

|                              | Structurele<br>inspanning 2016 | Structurele<br>inspanningseis SGP<br>2016 | Memo: Structurele<br>inspanningseis SGP 2016<br>(exclusief toegestane<br>flexibiliteit) | Structurele inspanning<br>2017 | Structurele<br>inspanningseis SGP<br>2017 |
|------------------------------|--------------------------------|-------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------|-------------------------------------------|
| <b>Preventieve tak</b>       |                                |                                           |                                                                                         |                                |                                           |
| België                       | 0,3                            | 0,3                                       | 0,6                                                                                     | 0,2                            | 0,6                                       |
| Duitsland                    | -0,4                           | 0,0                                       | 0,0                                                                                     | -0,1                           | 0,0                                       |
| Estland                      | -0,5                           | 0,0                                       | 0,0                                                                                     | -0,3                           | 0,0                                       |
| Ierland                      | 0,2                            | 0,6                                       | 0,6                                                                                     | 1,0                            | 0,6                                       |
| Italië                       | -0,7                           | -0,35                                     | 0,5                                                                                     | 0,0                            | 0,6                                       |
| Cyprus                       | -1,3                           | 0,0                                       | 0,0                                                                                     | -0,9                           | 0,0                                       |
| Litouwen                     | 0,3                            | 0,3                                       | 0,8                                                                                     | 0,0                            | -0,1                                      |
| Letland                      | -0,8                           | -0,7                                      | 0,0                                                                                     | 0,4                            | 0,1                                       |
| Luxemburg                    | -0,3                           | 0,0                                       | 0,0                                                                                     | -1,1                           | 0,0                                       |
| Malta                        | 0,7                            | 0,6                                       | 0,6                                                                                     | 0,4                            | 0,6                                       |
| Nederland                    | -0,6                           | -0,2                                      | 0,0                                                                                     | 0,3                            | 0,6                                       |
| Oostenrijk                   | -0,9                           | -0,8                                      | 0,0                                                                                     | -0,3                           | 0,0                                       |
| Slovenië                     | 0,2                            | 0,5                                       | 0,6                                                                                     | -0,4                           | 0,6                                       |
| Slowakije                    | 0,2                            | 0,25                                      | 0,25                                                                                    | 0,6                            | 0,5                                       |
| Finland                      | -0,2                           | 0,3                                       | 0,5                                                                                     | 0,1                            | 0,6                                       |
| <b>Correctieve tak</b>       |                                |                                           |                                                                                         |                                |                                           |
| Portugal (BTP-termijn 2015)  | -0,2                           | 0,6                                       | 0,6                                                                                     | -0,3                           | 0,6                                       |
| Spanje (BTP-termijn 2016)    | -0,2                           | 1,2                                       | 1,2                                                                                     | -0,1                           | 0,6                                       |
| Frankrijk (BTP-termijn 2017) | 0,0                            | 0,8                                       | 0,8                                                                                     | -0,2                           | 0,9                                       |

Bronnen: Voorjaarsprognose Europese Commissie voor 2016 en landspecifieke aanbevelingen.

Toelichting: Een eis van nul in de tabel geeft aan dat het uitgangspunt van het bewuste jaar precies samenviel met de begrotingsdoelstelling voor de middellange termijn. De structurele inspanningen op grond van het SGP (tweede en laatste kolom) betreft de inspanningseis, die voor sommige landen is verlaagd om reden van toegestane flexibiliteit ten aanzien van de uitvoering van structurele hervormingen, overheidsinvesteringen en pensioenhervormingen, en waarin tevens rekening is gehouden met de kosten van de opvang van vluchtelingen en extra veiligheidsbestedingen. BTP verwijst naar een buitensporigtekortprocedure.

### De Europese Commissie heeft op 18 mei eveneens aanbevelingen gepubliceerd over de uitvoering van het Stabiliteits- en Groeipact.

Het advies was om voor Ierland en Slovenië de buitensporigtekortprocedure (BTP) te beëindigen per de deadline van 2015 en om datzelfde te doen voor Cyprus, maar dan een jaar eerder dan de deadline van 2016. In de verslagen die zijn opgesteld op basis van artikel 126, paragraaf 3, van het Verdrag betreffende de werking van de EU beschrijft de Commissie in hoeverre België, Italië en Finland in 2015 niet aan de begrotingscriteria hebben voldaan. Er is besloten geen BTP tegen deze landen op te starten. In het geval van Finland gelden er verzachtende factoren voor het feit dat het land op een waarde van 3,1% bbp is uitgekomen. Naast het negatieve effect van de conjunctuercyclus zijn die factoren onder andere dat Finland ter waarborging van de financiële stabiliteit financiële steun aan andere eurolanden heeft gegeven. Voor wat betreft België en Italië werden in de verslagen van de Commissie onder andere als relevante factoren genoemd: (i) naleving van de structurele inspanningen op grond van de preventieve tak van het SGP, (ii) ongunstige economische omstandigheden (dat wil zeggen: zwakke groei en lage inflatie) die het lastiger maken om aan de schuldregel te voldoen, en (iii) de invoering van groeibevorderende structurele hervormingen. Voor beide landen is bij de beoordeling

van de naleving van de preventieve tak in 2016-2017 rekening gehouden met lagere eisen als gevolg van de toegestane flexibiliteit omdat er vluchtelingen moesten worden opgevangen en er meer aan de veiligheid moest worden uitgegeven. In het geval van Italië is nog extra flexibiliteit gegeven voor structurele hervormingen en investeringen. Boven op de al eerder genoemde flexibiliteit is de structurele inspanningseis voor 2016 hierdoor nog verder verlaagd van 0,5% bbp naar -0,35% bbp, mede omdat de autoriteiten hebben toegezegd in 2017 in grote lijnen het SGP te zullen naleven. In het najaar zal de Europese Commissie de terugkeer naar het aanpassingstraject richting de begrotingsdoelstelling voor de middellange termijn opnieuw bezien in het licht van de conceptbegroting voor 2017. Bij de beoordeling van de naleving van de schuldregel is geen rekening gehouden met een eerdere onvoldoende begrotingsconsolidatie als verzwarende factor. Ook is het effect van de relevante factoren niet allesomvattend gekwantificeerd en zijn eventuele afwijkingen ten opzichte van de schuldregel niet volledig toegelicht.<sup>28</sup>

De Europese Commissie heeft verder in haar landspecifieke aanbevelingen een verlenging van de BTP-deadline voor Portugal en Spanje geadviseerd: beide met een jaar naar respectievelijk 2016 en 2017. De structurele inspanning is voor dit jaar op 0,25% bbp gezet. Opgemerkt dient te worden dat, hoewel de landspecifieke aanbevelingen zijn gebaseerd op artikel 121 en 148 van het Verdrag betreffende de werking van de EU, de Raad de feitelijke beslissingen over de buitensporigtekortprocedure neemt in overeenstemming met artikel 126 van datzelfde verdrag. En hoewel de Raad in het geval dat een buitensporig tekort niet is gecorrigeerd volgens artikel 10, paragraaf 3, van Verordening (EC) Nr. 1467/97<sup>29</sup> direct moet optreden, is het oordeel of het uitstel van de deadlines moeten worden opgevat als een aanleiding om de BTP op te voeren en sancties op te leggen, uitgesteld tot begin juli. Los daarvan kan de aanbevolen structurele inspanning van 0,25% bbp worden vergeleken met een aanpassing van 'ten minste 0,5% bbp' zoals voorzien in artikel 3, paragraaf 4, van Verordening Nr. 1467/97.

Tot slot heeft de Commissie geen procedure voor significante afwijkingen voor Malta aanbevolen, ondanks dat er volgens de voorjaarsprognose 2016 van de Europese Commissie sprake was van een significante afwijking ten opzichte van zowel de structurele inspanningseis als de uitgavennorm 2015 op grond van de preventieve tak van het SGP.

---

<sup>28</sup> Zie het artikel "Government debt reduction strategies in the euro area", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2016.

<sup>29</sup> Verordening (EG) Nr. 1467/97 van de Raad van 7 juli 1997 over de bespoediging en verduidelijking van de tenuitvoerlegging van de procedure bij buitensporige tekorten.



**Ten bate van de geloofwaardigheid is het van belang dat het governancekader in de tijd en voor alle landen rechtsgeldig, transparant en consequent wordt toegepast.** Door de lessen die van de crisis zijn geleerd, zijn er in 2011 en 2013 belangrijke verbeteringen aangebracht in het EU-raamwerk voor begrotingsbeheer. Vooral de introductie van de schuldregel in de corrigerende paragraaf van het SGP en de instelling van de procedure voor significante afwijkingen op grond van de preventieve tak (om ervoor te zorgen dat er voldoende voortgang wordt geboekt in de richting van de begrotingsdoelstellingen voor de middellange termijn) zijn belangrijk in deze context. Datzelfde geldt voor de wijzigingen in het besluitvormingsproces die de Europese Commissie moeten beschermen tegen politieke druk door de toepassing van regels en sancties meer automatisch te laten verlopen. Willen deze verbeteringen effect sorteren, dan is het belangrijk dat het SGP volledig, transparant en consequent wordt doorgevoerd. De gekozen benadering bij de doorvoering van het SGP in het Europees Semester 2016 heeft een aantal vragen opgeworpen, die nader zullen moeten worden onderzocht.

# Artikelen

## The role of euro area non-monetary financial institutions in financial intermediation

*With bank lending staging a slow and protracted recovery in the wake of the global financial crisis, non-monetary financial institutions (non-MFIs) have expanded their share of financial intermediation in the euro area. In doing so, they have helped to mitigate the effects of the financial and sovereign debt crises on the euro area economy. At the same time, the observed shift in intermediation towards institutions other than banks may have implications for monetary policy transmission. Differences in regulation and supervision, in particular, appear to motivate some non-MFIs to adjust their risk exposures more quickly than banks in response to changes in the business and financial cycles, thereby accelerating the transmission of monetary policy, while other sectors, like long-term institutional investors, may have a stabilising impact. In this respect, the rising role of non-MFIs that are subject to less regulation and supervision has to be assessed for its possible repercussions on monetary policy transmission. In addition, the interplay of all financial intermediaries needs to be monitored from a monetary policy perspective.*

### 1 Introduction

**With lending by monetary financial institutions (MFIs) recovering only slowly, financial institutions outside the MFI sector have accounted for a rising share of financial intermediation in the euro area since the global financial crisis.**<sup>30</sup>

Between the end of 2008 and the fourth quarter of 2015, non-MFIs expanded their share of financial assets held by euro area financial corporations from 42% to 57%.<sup>31</sup> They have thus helped channel funding to the various sectors of an economy whose financial intermediation has traditionally mainly relied on banks.<sup>32</sup>

**The interaction of several factors, both cyclical and structural in nature, can be identified as being among the key drivers of this shift.** On the side of euro area banks, lending has languished as they have dealt with the fallout from the global financial crisis and the euro area sovereign debt crisis. This reduced supply of finance from banks is one cause of the rise of intermediation by non-MFIs. At the same time, the rise of non-MFIs has been supported by the low level of interest rates in the wake of the financial crisis, as well as longer-term structural factors, including

<sup>30</sup> Euro area MFIs include credit institutions, money market funds and the Eurosystem.

<sup>31</sup> The reported shares are based on the outstanding amounts of total financial assets held by the financial sector as a whole and its sub-sectors, thus reflecting not only genuine growth but also revaluation effects and statistical reclassifications between the two comparison points. Assets held by the Eurosystem are excluded from the figures.

<sup>32</sup> The terms "MFI" and "bank" are used synonymously in this article.

demographic trends and population ageing. These have led to an increase in purchases of products offered by insurance corporations and pension funds (ICPFs) and to higher investment flows into non-money market fund investment funds (non-MMF IFs), as returns on existing pension schemes have lagged behind objectives. In addition, regulatory arbitrage may have transferred some intermediation activities from banks to non-MFI sectors.

**Structural change in euro area financial intermediation, such as the shift from MFIs to non-MFIs, has implications for monetary policy transmission.** Most of the transmission channels of monetary policy work by influencing the way in which financial intermediaries provide funding to the economy. In this setting, banks retain a major role in the euro area. However, the growing importance of non-MFIs makes them increasingly relevant for the propagation of monetary impulses. In this role, non-MFIs may react differently from banks to changes in the monetary policy stance, thereby altering the way monetary policy is transmitted through financial markets and intermediaries' balance sheets to the real economy.

**In particular, some non-MFIs may accelerate the transmission of monetary policy.** Specifically entities in the other financial institution (OFI) sector may react faster than banks to monetary policy impulses and changes in the economic and financial outlook. This means that they also retrench more rapidly in times of crisis. Part of this is associated with the less stringent regulation and supervision some non-MFIs are subject to. By contrast, banks as deposit-taking institutions hold reserves with central banks and act as their direct counterparties in monetary policy operations. For this reason they also generally enjoy a public sector backstop associated with extensive regulation and supervision.

**Consequently, understanding trends and developments in the euro area non-MFI sectors is crucial for monetary policy.** Against this background, Section 2 of this article provides a brief overview of academic findings on the role of the non-MFI sectors in monetary policy transmission. Section 3 describes and analyses the role of non-MFIs within the financial system of the euro area, while Section 4 focuses on the trends observed for the individual constituents of the euro area non-MFIs. Sections 3 and 4 both provide examples of developments that have implications for monetary policy transmission stemming from the findings presented in Section 2. Section 5 concludes.

## 2

### The role of non-MFIs in monetary policy transmission – a review of the literature

**Monetary policy affects the economy through several sectors and channels of transmission.** Most of these channels work by influencing the decisions of financial intermediaries, which provide funding and investment opportunities to financial and non-financial sectors of the economy. In the euro area, MFIs, which comprise banks and money market funds (MMFs), are the main providers of financial services in the economy and therefore play a major role in the transmission of monetary policy. However, owing to their increasing relevance in the financial sector, non-MFIs have

now also become more important for the transmission of monetary policy impulses. Non-MFIs include non-MMF IFs, other financial intermediaries except ICPFs (including financial vehicle corporations, FVCs), financial auxiliaries, captive financial institutions and money lenders, and ICPFs (see Box 1 for a detailed description of non-MFIs according to the European System of Accounts 2010).

**Owing to differences in business models and associated legal and regulatory requirements, non-MFIs respond differently from banks to monetary policy impulses.** Banks, as deposit taking institutions, are typically highly regulated financial intermediaries subject to capital and liquidity requirements. Together with money market funds (seen as providing close substitutes for deposits) and central banks they comprise the MFI sector, as the creator of inside and outside money respectively. The MFI sector has thus traditionally been seen as the natural starting point for analysing monetary transmission in bank-based financial systems. At the same time, banks, as depository institutions subject to minimum reserve requirements have, in times of stress, access to emergency liquidity assistance from central banks and, if they become insolvent, they are subject to an orderly resolution process that can involve public backstops. Non-MFIs are financial intermediaries that can also be involved in maturity and liquidity transformation and credit risk transfer, but they generally do not have access to public backstops or central bank liquidity.

**The mechanisms through which monetary policy is transmitted have been the focus of extensive analysis and empirical investigation over the last few decades.** The main focus of this effort, especially in the early years, has been on the role of the assets and liabilities of banks, which provided the primary source of debt financing for the non-financial corporate (NFC) sector and for households in the euro area. However, some of the mechanisms featured in this research can also provide insight into the processes involving non-MFI sectors to different degrees.

**Broadly speaking, the channels of monetary transmission comprise an interest rate (or cost-of-capital) channel, a broad credit channel and a risk-taking channel.**<sup>33</sup> While these three channels can potentially work for MFIs and non-MFIs alike, there may be differences in terms of speed and amplitude in the transmission of monetary policy impulses. This is due, for example, to the possible interactions with the different regulatory and supervisory frameworks in which financial intermediaries operate. In particular, the presence of less regulated – and therefore more flexible – non-bank intermediaries can make monetary transmission faster.<sup>34</sup> This is because they can adapt their risk exposure to changes in financing conditions more quickly.<sup>35</sup>

<sup>33</sup> For a detailed characterisation of these channels, see the article entitled "Monetary policy and loan supply in the euro area", *Monthly Bulletin*, ECB, October 2009.

<sup>34</sup> ICPFs and investment funds are subject to regulatory requirements to protect policy holders. The main difference between them and the banking sector remains access to central bank liquidity and the government guarantee for bank depositors.

<sup>35</sup> For a discussion on changes to monetary policy transmission in the euro area, see, for example, the article entitled "The shadow banking system in the euro area: overview and monetary policy implications", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, March 2014 and Beck, G., Kotz, H.-H. and Zabelina, N., "Lost in translation? ECB's monetary impulses and financial intermediaries' responses", *White Paper*, No 36, SAFE, April 2016.

**In particular, some non-MFIs seem to respond faster to changes in the business and financial cycles than banks.**

Indeed, some studies have shown that the leverage of security brokers and dealers is pro-cyclical and linked to monetary policy changes. Tighter monetary policy tends to lower the risk-taking of broker-dealers, leading to an increase in the pricing of risk.<sup>36</sup> Concerning other intermediaries, some studies have shown that ICPFs, as long-term investors, are in principle better placed to look through short-term market volatility and play a counter-cyclical role.<sup>37</sup> At the same time, such institutional investors strongly depend on stable returns from fixed income and have been shown to react relatively strongly to interest rate changes. For example, insurance corporations, which are large holders of securities, tend to engage in a search for yield, as they systematically choose riskier investments from among the assets fulfilling their regulatory requirements.<sup>38</sup> This seems to be intensified when interest rates are low. In parallel, however, their long investment horizons increase their resilience to sudden changes in monetary policy rates. When looking at investment funds, the available evidence generally supports the notion that lower real interest rates shift portfolio investment towards riskier assets – out of the money market and into the riskier equity market – causing significant increases in stock prices in countries where investment home bias is strong.<sup>39</sup>

**Overall, existing research suggests that the increasing role of non-MFIs in the financial sector may imply a somewhat faster transmission of monetary shocks, notably through the risk-taking channel.**

At the same time, recent historical analysis has shown that the relationship between credit and broad money began to decouple after the early 1970s, when financial intermediaries other than banks started to become important contributors to credit intermediation in a number of countries, but to a lesser extent in the euro area.<sup>40</sup> In line with this, it is found that non-MFIs induce higher time-variation in the velocity of money and credit, implying potentially greater instability in the transmission of monetary policy.<sup>41</sup> More generally, the growing role of non-MFIs affects the relative importance of different transmission channels of monetary policy.

<sup>36</sup> See in particular Adrian, T. and Shin, H.S. "Liquidity and Leverage", *Journal of Financial Intermediation*, 19 (3), July 2010, pp. 418-437 and, by the same authors, "Procyclical Leverage and Value-at-Risk", *Review of Financial Studies* 27(2), February 2014, pp. 373-403.

<sup>37</sup> See, for example, "Procyclicality and structural trends in investment allocation of insurance corporations and pension funds", Discussion Paper by the Bank of England and the Procyclicality Working Group, July 2014.

<sup>38</sup> See Becker, B., and Ivashina, V., "Reaching for Yield in the Bond Market", *Journal of Finance*, Vol. 70, No 5, October 2015, pp. 1863–1902.

<sup>39</sup> See Hau, H. and Lai, S., "Asset Allocation and Monetary Policy: Evidence from the Eurozone", *Journal of Financial Economics*, forthcoming. Several analytical studies have also addressed how monetary policy affects the investment decisions of MMFs. Evidence is based on US MMFs, which are large liquidity providers owing to their size. Owing to their regulatory framework, including the most recent changes that will be implemented over the coming months, there seems to be little scope for these intermediaries to engage in risk-shifting (see Chodorow-Reich, G., "Effects of Unconventional Monetary Policy on Financial Institutions", *Brookings Papers on Economic Activity* (Spring), 2014, pp. 155-204, and La Spada, G., "Competition, Reach for Yield, and Money Market Funds", *Staff Reports*, No 753, Federal Reserve Bank of New York, December 2015).

<sup>40</sup> See Schularick, M. and Taylor, A.M., "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008", *American Economic Review*, 102(2): 1029-61, 2012.

<sup>41</sup> See Adrian, T. and Liang, N., "Monetary Policy, Financial Conditions, and Financial Stability", *Staff Reports*, No 690, Federal Reserve Bank of New York, September 2014.

## Box 1

### Financial institutions according to the European System of Accounts 2010

---

**The financial accounts are the framework for the analysis of the financial sector** as they provide a comprehensive presentation of the financial positions, financial transactions and other flows in the economy. In the European Union, the financial accounts are compiled according to the concepts and definitions laid down in the European System of Accounts 2010 (ESA 2010) and the ECB Guideline on quarterly financial accounts, which ensure consistent recording for the euro area and comparability across countries.<sup>42</sup>

**The ESA 2010 defines the financial sector broadly as all institutional units whose principal activity is the production of financial services.**<sup>43</sup> In addition to financial intermediaries, this definition includes financial auxiliaries, captive financial institutions and money lenders. Financial auxiliaries facilitate financial transactions, e.g. as brokers or consultants, between third parties without becoming the legal counterparty. Thus they do not put themselves at risk and their financial positions tend to be small. Captive financial institutions and money lenders are defined as institutional units most of whose assets or liabilities are not transacted on open markets. One example of such a unit is a special purpose entity (SPE) that raises funds in open markets – e.g. by issuing debt securities – but lends exclusively to a parent corporation. Conversely, trusts and money lenders may receive funds from one individual household or corporation and invest them in the financial markets.

**Financial intermediaries are divided into sub-sectors according to their main type of financing.** Monetary financial institutions (MFIs) comprise the ECB and national central banks, which issue currency and deposits, deposit-taking institutions and money market funds (MMFs). MMFs belong to the MFI sector, as they issue fund shares or units which are considered close substitutes for bank deposits.

**Non-monetary financial institutions (non-MFIs) cannot issue deposits or money market fund shares or units.** As they do not offer deposits or close substitutes to deposits to the public, non-MFIs are not subject to the same regulatory framework as MFIs. Three of the non-MFI sub-sectors can be easily characterised by their main liabilities – these are non-MMF IFs, insurance corporations and pension funds (see Table A).

---

<sup>42</sup> See Regulation (EU) No 549/2013 of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013 on the European system of national and regional accounts in the European Union (OJ L 174, 26.6.2013, p. 1) and ECB Guideline on the statistical reporting requirements of the ECB in the field of quarterly financial accounts (OJ L 2, 7.1.2014, p. 34).

<sup>43</sup> The financial accounts cover all entities resident in the euro area, but not funds resident offshore. All institutional units are covered, regardless of whether or not they belong to a bigger corporation or banking group.

**Table A****MFIs and non-MFIs according to ESA 2010**

|                                                                                                                             |                                                                                                                                                                                                                               |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Monetary financial institutions (MFIs)</b>                                                                               |                                                                                                                                                                                                                               |
| Central bank                                                                                                                |                                                                                                                                                                                                                               |
| Deposit-taking corporations except the central bank                                                                         |                                                                                                                                                                                                                               |
| Money market funds (MMFs)                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Non-monetary financial institutions (non-MFIs)</b>                                                                       |                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Other financial institutions</b> (i.e. financial corporations other than MFIs, insurance corporations and pension funds) |                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Non-MMF investment funds (non-MMF IFs)</b>                                                                               | Non-MMF collective investment schemes, includes real estate investment funds, "funds of funds", exchange traded funds (ETFs) and hedge funds. Investment funds may be open-ended or closed ended.                             |
| <b>OFIs excluding IFs</b>                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Other financial intermediaries</b>                                                                                       |                                                                                                                                                                                                                               |
| Financial vehicle corporations engaged in securitisation transactions (FVCs)                                                | Special purpose entities (SPEs) created to purchase assets, such as a portfolio of loans, from the original holder.                                                                                                           |
| Security and derivatives dealers                                                                                            | Security and derivative dealers acquiring assets and incurring liabilities on their own account (as opposed to security brokers, which are financial auxiliaries).                                                            |
| Financial corporations engaged in lending                                                                                   | For example, financial corporations engaged in financial leasing, hire purchase, factoring and the provision of personal or commercial finance.                                                                               |
| Specialised financial corporations                                                                                          | For example, venture and development capital companies, export/import financing companies, financial intermediaries that acquire deposits or loans vis-à-vis MFIs only and central clearing counterparties.                   |
| <b>Financial auxiliaries</b>                                                                                                | For example, security brokers, corporations that manage the issue of securities, corporations providing infrastructure to financial markets, head offices of groups of financial corporations.                                |
| <b>Captive financial institutions and money lenders</b>                                                                     | For example, trusts, holding companies, SPEs that qualify as institutional units and raise funds in open markets to be used by their parent corporations, corporations engaged in lending from funds received from a sponsor. |
| <b>Insurance corporations (ICs)</b>                                                                                         | Corporations primarily engaged in the pooling of risks in the form of direct insurance or reinsurance.                                                                                                                        |
| <b>Pensions funds (PFs)</b>                                                                                                 | Corporations primarily engaged in the pooling of social risks and providing income in retirement                                                                                                                              |

**Non-MMF IFs raise funds almost exclusively by issuing investment fund shares or units and invest the funds in the financial markets or in real estate.** Exceptions from this simple financing model are hedge funds, which may incur substantial amounts of other liabilities, such as loans and financial derivatives.

**Insurance corporations and pension funds (ICPFs) collect funds by offering insurance and pension schemes.** Insurance corporations may offer insurance products to the public, as well as pension schemes to groups of employees. Pension funds are restricted by law to offering pension schemes to specified groups of employees and self-employed persons. The liabilities of ICPFs consist mainly of insurance technical reserves, which are recognised in the financial accounts as life insurance and annuity entitlements and pension entitlements. Mandatory social (health or pension) security funds managed by general government are not included in this definition.

**A fourth group of financial intermediaries is determined residually as "other financial intermediaries", which together with financial auxiliaries and captives are referred to as "other financial institutions excluding non-MMF IFs".** This sub-sector is very heterogeneous and includes, for example, FVCs engaged in securitisation transactions, security and derivatives dealers, financial corporations engaged in lending (mainly financial leasing or factoring companies) and other specialised financial corporations. These institutions are less regulated and their



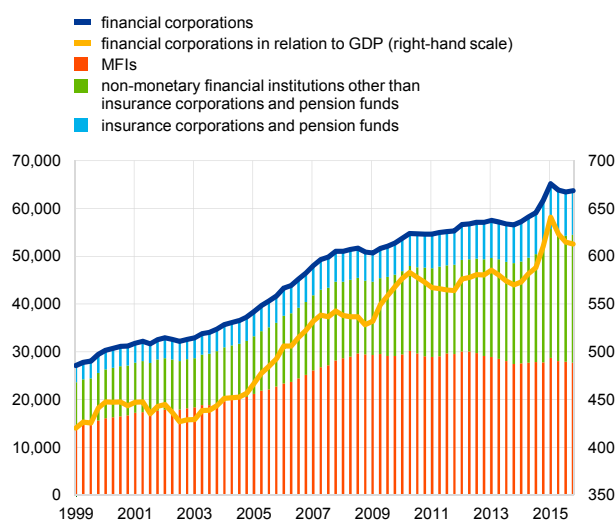
economic and financial importance varies widely between countries. Euro area statistics for these institutions are typically based on indirect information, e.g. from securities markets or counterparty sector information (e.g. MFI loans to other financial institutions). Euro area-wide data collection exists only for FVCs and is based on an ECB regulation. FVCs are created to purchase assets, such as portfolios of loans originated by an MFI or other lender. FVCs finance the purchase of such assets from the original holder by issuing asset-backed securities (ABSs).<sup>44</sup> FVCs thus increase the liquidity of the original holder and allow the purchasers of the ABSs to invest in a specified pool of assets. Owing to the lack of harmonised data sources that would allow the separate identification of these sub-sectors, other financial intermediaries are, for the purpose of the euro area financial accounts, grouped together with financial auxiliaries and captives.

### 3 The role of non-MFIs within the euro area financial system

**Chart 1**

Total financial assets held by euro area financial corporations

(outstanding amounts; left-hand scale: EUR billions; right-hand scale: percentages of nominal GDP)



Source: ECB.

Notes: Financial corporations and MFIs excluding the Eurosystem. The latest observations are for the fourth quarter of 2015.

**In the years preceding the crisis, both bank and non-bank financial intermediaries boosted risk taking and credit growth and facilitated a rapid expansion of the financial sector** (see Chart 1).

Financial intermediaries exploited securitisation as a means of managing their balance sheets more flexibly and thereby increased overall credit supply. At the same time, (risky) illiquid loans were transformed into short-term, money-like marketable instruments, which were perceived to be almost risk-free and were held by banks or sold on to households, firms and institutional investors. The outbreak of the sub-prime crisis in the United States in 2007 revealed that these developments were unsustainable. In the years that followed, the collapse of securitisation via non-MFI conduits, often sponsored by banks, contributed, among other factors, to the sharp contraction in the flow of bank credit. Banks were no longer able to transfer risk off their balance sheets, a process that had facilitated further loan origination, or even had to bring risks that had been moved off their books back onto their balance sheets. This experience illustrates the capacity of accounting and regulatory changes to blur

<sup>44</sup> For a precise description, see the background note on FVC statistics collected under Regulation ECB/2013/40, which is available on the ECB's website at <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/fvc/html/index.en.html>



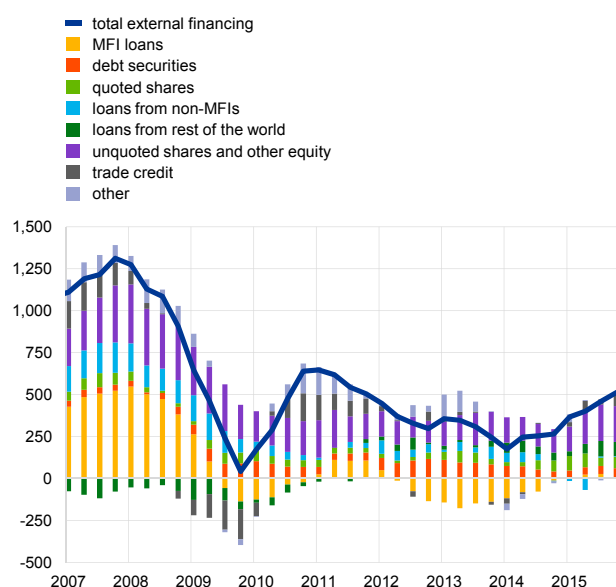
the line between bank and non-bank lending, boosting the risk-taking channel and altering the transmission of monetary policy.<sup>45</sup>

**The size of the euro area financial sector has continued to increase since the global financial crisis, but at a slower pace and with diverging developments across MFIs and non-MFIs.** Between the end of 2008 and the end of 2015, financial assets held by euro area financial corporations increased from €51 trillion (528% of GDP) to €64 trillion (613% of GDP). The share of these assets held by MFIs fell from 58% to 43% over this period. By contrast, the share held by non-MFIs rose from 42% to 57%. Of this, non-MFIs other than ICPFs accounted for a 42% share (up 11.8 percentage points when compared with the end of 2008), with ICPFs accounting for 15% (up 2.7 percentage points).

**Chart 2**

Total external financing of euro area NFCs

(annual flows; EUR billions)



Source: ECB.

Notes: "Other" is the difference between the total and the instruments included in the chart and includes inter-company loans and the rebalancing between non-financial and financial accounts data. The latest observations are for the fourth quarter of 2015.

**Banks have experienced a slowdown in balance sheet growth or a shedding of assets as a result of the global financial crisis and the euro area sovereign debt crisis and associated regulatory changes.** In particular, on the credit supply side, the fragile economic environment triggered a surge in non-performing loans and a marked deterioration in the balance sheets of banks. At the same time, stricter regulation and supervision, coupled with feeble growth and low interest rates, have challenged the existing business models of banks, forcing them to adapt.

However, the ECB's non-standard measures have provided liquidity and supported credit, mitigating the risks of disorderly deleveraging in the banking sector as a whole. On the credit demand side, economic weakness and depressed asset prices lowered the collateral value underpinning loans to the non-financial private sector. Together, this resulted in a net tightening of credit standards and a restriction of bank credit to NFCs and households in 2008 and 2009, and again in 2011 and 2012.

**While the net flow of finance from MFIs to NFCs contracted in 2009 and 2010, and again between**

**2012 and 2014, the flow of finance from non-MFIs remained positive** (see Chart 2). Over this period, the primary form of financing offered by non-MFIs took the form of market and non-market-based equity financing, the issuance of debt securities and the provision of loans. The sustained provision of funding from non-MFIs after

<sup>45</sup> See also Altunbas, Y., Gambacorta, L. and Marqués-Ibáñez, D., "Securitisation and the bank lending channel", *European Economic Review*, 53(8): 996-1009, 2009 and Moutot, P. et al, "The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area", *Occasional Paper Series*, No 75, ECB, Frankfurt am Main, October 2007.

the crisis hit was supported by a range of factors and has had a stabilising impact on the euro area economy.<sup>46</sup>

- **First, very low interest rates and the associated search for yield by investors have supported financial intermediation by non-MFIs.** Specifically, the activities of non-MFIs were helped by factors impacting the portfolio choices on the asset side of the non-financial sectors, such as lower returns on bank deposits, falling risk premia and a recovery in a range of asset markets. On the liability side, progress on repairing balance sheets allowed firms in the euro area to tap financing sources other than bank credit, such as equity and corporate debt issuance. Insofar as these developments were related to the low interest rates resulting from the ECB's monetary policy, they provide another illustration of the mechanics of the risk-taking channel for monetary policy transmission.
- **Second, structural factors, such as demographic trends, have also benefited financial intermediation by non-MFIs.** Population ageing has led to a rise in purchases of life insurance and pension investment products, partly reflecting households' increased concerns about the sustainability of both public and private pension schemes in view of lower potential growth, high sovereign debt levels and low returns on existing pension schemes.
- **Third, some non-MFIs have been less exposed to regulatory tightening than banks, opening opportunities for regulatory arbitrage.** However, large parts of the non-MFI sector in the euro area, such as ICPFs, are in fact subject to extensive regulation and supervision. As a result, regulatory arbitrage is likely to have played at best a secondary role in the observed shift of financial asset holdings from banks to non-MFIs in these cases.
- **Fourth, the rising share of non-MFIs in the euro area financial sector also reflects methodological changes.** The transition to the ESA 2010 implied the assimilation of a large set of entities, such as financing SPEs, into the group of non-MFIs, having previously been classified in the NFC sector alongside the firms they are typically serving. In fact, the rapid expansion of financing SPEs explains some 15% of the overall increase in the size of the financial sector between the end of 2008 and the end of 2015.

**Data improvements over time will make it possible to isolate and analyse in greater detail financial flows across sectors.** In future, a more conclusive assessment might be feasible once longer time series of new data providing a "who-to-whom" breakdown of marketable instruments become available. The ECB began publishing such data in April 2016 (see Box 2). These statistics may be used, for instance, to conduct detailed analyses of the role of various institutional sectors in providing direct and indirect financing to the different parts of the economy. Together with macroeconomic, financial market and confidence indicators, these data can also

---

<sup>46</sup> See also the articles entitled "The interplay of financial intermediaries and its impact on monetary analysis", *Monthly Bulletin*, ECB, January 2012 and "The financial crisis in the light of the euro area accounts: a flow-of-funds perspective", *Monthly Bulletin*, ECB, October 2011.

provide a better insight into the portfolio investment behaviour of different economic sectors.

## Box 2

Extension of the euro area accounts (EAA) with new data on a “who-to-whom” basis for marketable securities

---

**In April 2016, the ECB began publishing quarterly data on securities on a “who-to-whom” basis as part of the financial accounts within the euro area accounts (EAA) framework.**<sup>47</sup>

Data on a “who-to-whom” basis refer to financial transactions and positions for which both the creditor sector (asset holder) and debtor sector (issuer of the corresponding liability) are simultaneously identified. They represent an important extension of the traditional presentation of the financial accounts. In the traditional presentation, the financial portfolio of a sector is presented, distinguishing instrument type and maturity where applicable, but without detail regarding the counterparty issuing sectors (i.e. the sectors for which the financial claims in the portfolio are liabilities). Similarly, the liabilities of each sector are broken down by instrument and maturity where applicable, but no detail is offered as to which counterparty sectors are the creditors of those liabilities. The “who-to-whom” presentation, therefore, enhances the information provided in the financial accounts by revealing the full web of linkages between holders and issuers at the institutional sector level.

**The data are available as quarterly time series for the euro area, starting in the fourth quarter of 2013, and comprise outstanding amounts, financial transactions and revaluations.** Three instrument types are distinguished, namely debt securities (differentiating short-term from long-term, based on their maturity at issuance), listed shares and investment fund shares/units (which combine shares/units issued by MMFs and those issued by non-MMF IFs). Euro area residents are categorised into eight institutional sectors (households, NFCs, MFIs, non-MMF IFs, other financial intermediaries, insurance corporations, pension funds and general government), both as holders and as issuers of securities. Non-euro area residents are then added as holders of securities issued by the various resident sectors. Non-residents are also considered with regard to securities they have issued if the securities are held by any of the resident sectors.

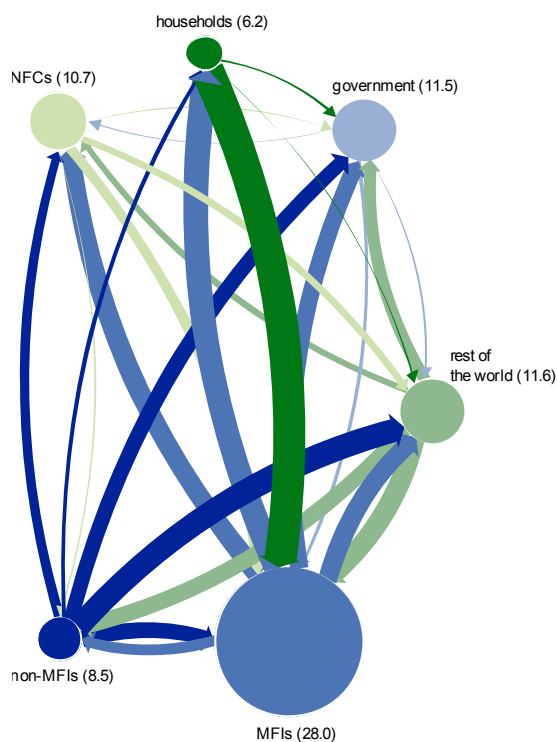
---

<sup>47</sup> The data will be published every quarter as part of the second and complete press release on euro area economic and financial developments by institutional sector.

**Chart A**

"Who-to-whom" funding relationships (loans, deposits and debt securities)

(outstanding amounts in the fourth quarter of 2015; EUR trillions)



Data on a “who-to-whom” basis are

**compiled in an analogous way to other**

**financial accounts data.** This means that

different source statistics are prioritised and

combined, filling any coverage gaps in them and

ensuring that the classification and valuation of

all transactions and positions is consistent with

the ESA 2010. Data on a “who-to-whom” basis

for loans and deposits have been available

within the EAA since 2010. For marketable

securities, various ECB source statistics have

for some time already contained sufficient detail

on counterparties to also allow a derivation of

“who-to-whom” data for several combinations of

holder and issuing sectors. Many gaps still

existed, but they have now been closed with the

collection of securities holdings statistics by the

ECB since early 2014.<sup>48</sup> A “who-to-whom”

presentation of the financial accounts that also

covers marketable securities has therefore only

recently become possible.

**Notwithstanding the central role of the MFI**

**sector in the financing of all sectors in the**

**euro area economy, non-MFI financial**

**institutions are also an important source of**

**direct funding, especially for the government**

**and NFC sectors.** This is evident from Chart A,

which depicts the network of inter-sector claims

resulting from combining all instruments

available on a “who-to-whom” basis representing debt – i.e. loans, deposits and debt securities. The significant funding of MFIs by non-MFIs also hints at an indirect role for non-MFIs in the provision of credit to other sectors. Finally, non-MFIs are pivotal in the channelling of credit between the euro area and the rest of the world.

## 4

## The role of various non-MFI sectors in the euro area

**Other OFIs constitute the largest group of non-MFIs.** This is a residual group comprising a very heterogeneous set of institutions.<sup>49</sup> Together this group holds a 41% share in the total financial assets of non-MFIs (see Chart 3). Non-MMF IFs and

<sup>48</sup> See also the article entitled “Who holds what? New information on securities holdings”, *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, March 2015.

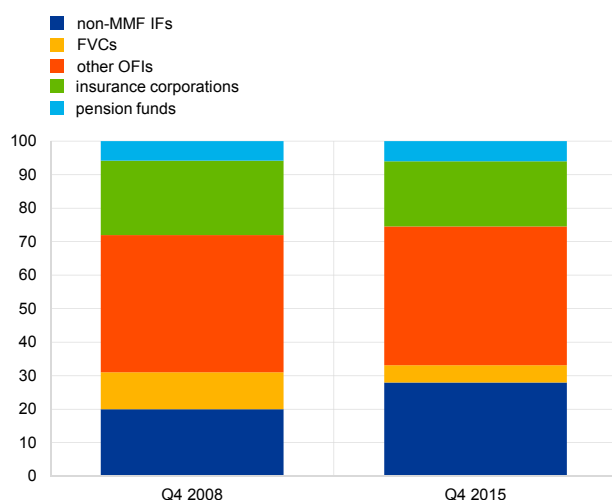
<sup>49</sup> For the purpose of this section, the category “other OFIs” is defined differently from the classification presented in Table 1 of Box 1. Owing to data limitations, only non-MMF IFs and FVCs can be singled out. Consequently, the assets held by other OFIs have been calculated as a residual by subtracting the assets held by non-MMF IFs and FVCs from the assets held by the aggregate OFI sector.

insurance corporations (ICs) account for 28% and 19% respectively, while FVCs and pension funds (PFs) play a significantly smaller role.

**Chart 3**

Share of total financial assets held by euro area non-MFIs by sector

(outstanding amounts; percentages)



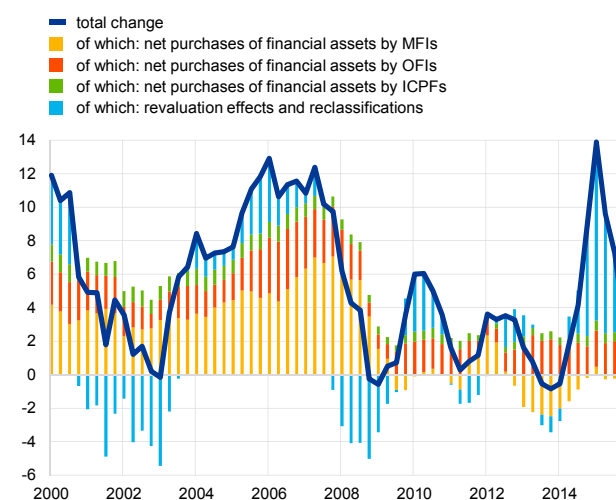
Source: ECB.

Notes: The assets held by other OFIs have been calculated by subtracting the assets held by non-MMF IFs and FVCs from the assets held by the aggregate OFI sector.

**Chart 4**

Changes in total financial assets held by euro area financial corporations

(outstanding amounts; annual percentage changes; percentage point contributions)



Source: ECB.

Note: Financial corporations and MFIs excluding the Eurosystem. The latest observations are for the fourth quarter of 2015.

### Half of the increase in the size of the financial sector between the end of 2008 and the end of 2015 can be attributed to actual transactions by OFIs

(see Chart 4). Most of the other half was due to revaluation effects associated with the recovery and the subsequent sharp increase in stock and bond prices. Within OFIs, 40% of the net accumulation of financial assets was concentrated in non-MMF IFs, with other OFIs accounting for the remainder.

## 4.1 Non-money market fund investment funds (non-MMF IFs)

**Non-MMF IFs account for an increasing share – currently 28% – of the total financial assets held by euro area non-MFIs** (see Chart 3). They thus play a significant and increasing role in providing market-based financing to euro area banks and NFCs.<sup>50</sup> The assets of non-MMF IFs are primarily concentrated in debt securities and equity holdings (see Chart 5). Non-MMF IFs hold around 13% and 9% of the debt securities issued by euro area NFCs and banks respectively (see Chart 6). Moreover, non-MMF IFs also hold around 14% of the quoted shares issued by these two sectors. Importantly, however, 40% of their debt security holdings and 60% of their shares and other equity holdings consist of securities issued by the rest of the world. This may reflect both an investor preference for

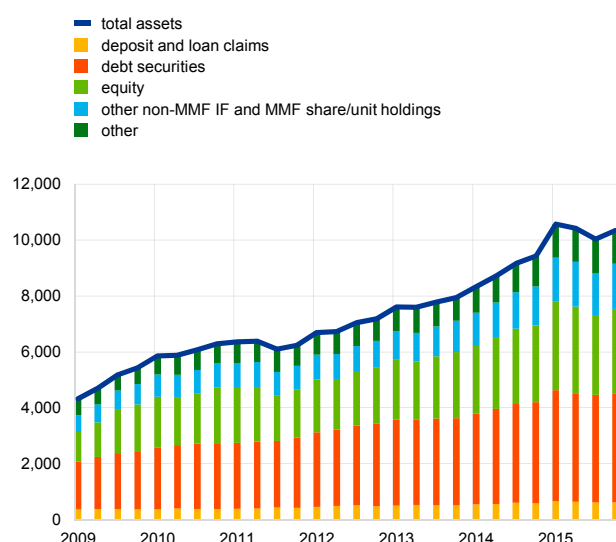
<sup>50</sup> See also the article entitled "Harmonised ECB statistics on euro area investment funds and their analytical use for monetary policy purposes", *Monthly Bulletin*, ECB, August 2010.

holding globally diversified portfolios and the small size of euro area stock and bond markets relative to global securities markets.

**Chart 5**

Financial assets held by euro area non-MMF IFs

(outstanding amounts; EUR billions)



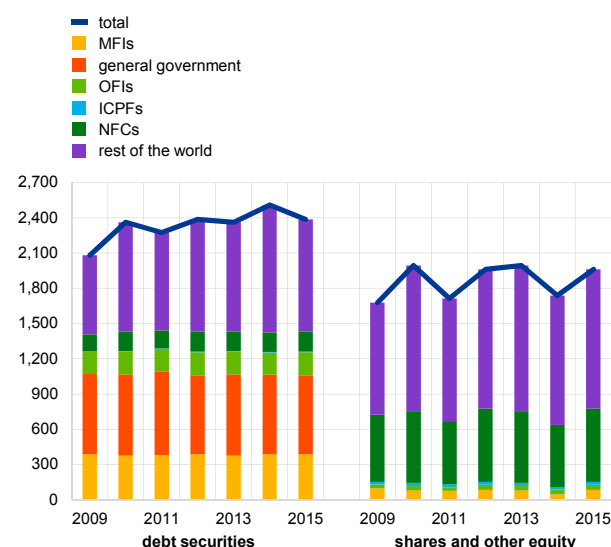
Source: ECB.

Note: The latest observations are for the fourth quarter of 2015.

**Chart 6**

Euro area non-MMF IFs' holdings of securities, by sector

(outstanding amounts; EUR billions)



Source: ECB.

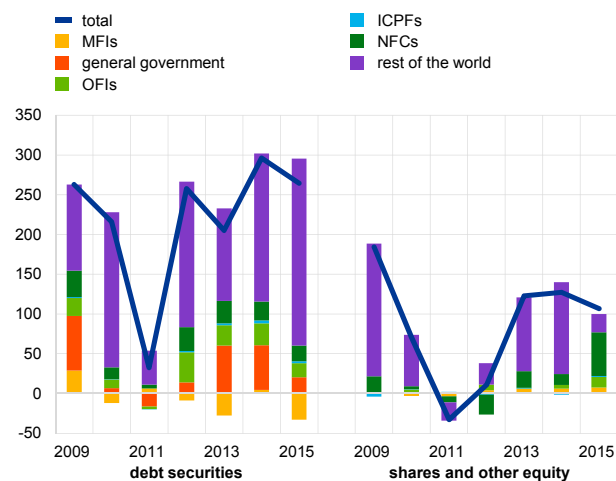
Note: The latest observations are for the fourth quarter of 2015.

**Possible reasons for the increased role of the non-MMF IF sector since the global financial crisis include the low interest rate environment and demographic dynamics.** In particular, low deposit rates have enhanced the attractiveness of investing in securities, thereby benefiting the business of non-MMF IFs. Similarly, monetary policy measures have facilitated a reduction in risk premia, a rise in investor confidence and a decrease in investor risk aversion, all of which support stronger inflows into non-MMF IFs. This would seem to be in line with the mechanics of the risk-taking channel of monetary policy transmission that was discussed in Section 2. Finally, non-MMF IFs have profited from concerns among euro area households about their future pension benefits. Such concerns have led to higher savings which, in the face of low interest rates, have been channelled towards riskier assets to achieve the level of return that enables households to accomplish the desired degree of lifetime consumption smoothing.

**Chart 7**

Euro area non-MMF IFs' net purchases of securities, by sector

(annual flows; EUR billions)



Source: ECB.

Note: The latest observations are for the fourth quarter of 2015.

Since the peak of the global financial crisis at the end of 2008, non-MMF IFs' holdings of equity securities have risen more than their holdings of debt securities (see Chart 5). Valuation effects,

specifically the sharp recovery in stock prices since the lows seen after the collapse of Lehman Brothers, are the main explanation for the strong increase in equity holdings. In fact, net purchases of debt securities by non-MMF IFs have been considerably larger than net purchases of equities (see Chart 7).

Moreover, non-MMF IFs have tended to favour foreign investments (see Chart 7), possibly in relation

to some waning of euro area investors' home bias during the peak of the sovereign debt crisis. They have also modestly scaled back their exposure towards the euro area banking sector. To some extent, this can be explained by the declining financing needs of euro area banks owing to their deleveraging efforts and their ability to obtain funding through customer deposits and central bank facilities.

## 4.2

### Financial vehicle corporations (FVCs)

The financial asset holdings of FVCs have fallen steadily since the global financial crisis, reflecting the decline in securitisation transactions that previously allowed banks to shift risk off their balance sheets (see Chart 8).<sup>51</sup>

Primarily involved in the securitisation of loans to households, FVCs hold 12% of the total loan claims on euro area households. For loan claims on euro area NFCs, the share of FVCs is smaller at 3%.<sup>52</sup>

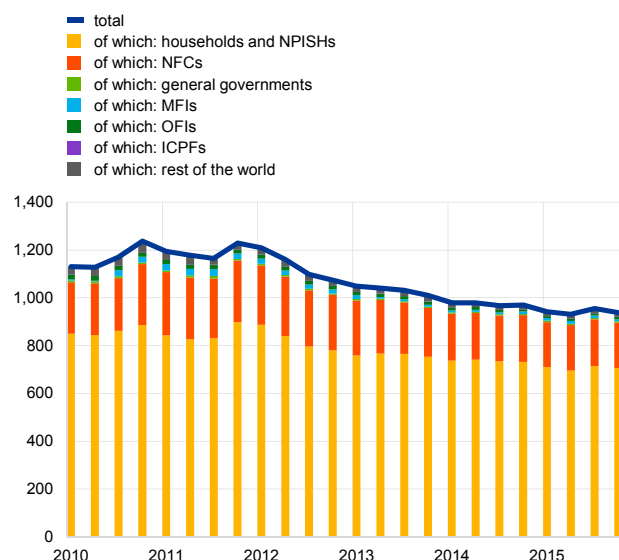
<sup>51</sup> See also the article entitled "New features in monetary and financial statistics", *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, December 2015.

<sup>52</sup> Both figures are reported net of intra-sectoral loans.

**Chart 8**

Securitised loans originated by euro area MFIs, by borrowing sector

(outstanding amounts; EUR billions)



Source: ECB.

Note: The latest observations are for the fourth quarter of 2015.

**Possible drivers of the decline of FVCs include deleveraging pressures and the stigma attached to these instruments in the wake of the global financial crisis.** As banks and the non-financial private sector consolidated their balance sheets, the credit growth necessary to sustain the continued securitisation of loans evaporated. At the same time, the prominent role of FVCs in the financial market turmoil of 2008 and 2009, regulatory developments and other structural factors triggered a decline in securitised products, irrespective of the potential of simpler, more transparent and more robust securitisation to enhance financial intermediation.<sup>53</sup>

### 4.3 Other OFIs

**Among non-MFIs in the euro area, financial assets of other OFIs have grown significantly in recent years, accounting for 41% of the total, with about a quarter of this share attributable to financing SPEs.**<sup>54</sup> In order to benefit from a favourable tax regime and financial technology, financing SPEs – which are subsidiaries of another company – are typically located in a country, within or outside the euro area, which is different from the domicile of their parent.<sup>55</sup> Bond market financing obtained by financing SPEs and returned to their parent in the form of loans account for close to one-third of the increase in total financial assets held by other OFIs since the global financial crisis.

**Other OFIs mainly hold equity and loan claims on their asset side** (see Chart 9). This is due to the fact that the other OFI sector is generally dominated by highly specialised business models. Venture capital corporations, development capital companies and holding companies provide risk capital to firms, whereas financial leasing companies and financing SPEs provide loans.

<sup>53</sup> See "The case for a better functioning securitisation market in the European Union", Bank of England and European Central Bank staff, May 2014.

<sup>54</sup> See also van der Veer, K., Klaaijsen, E. and Roerink, R., "Shedding a clearer light on financial stability risks in the shadow banking system", *Occasional Studies*, Vol. 13, No 7, De Nederlandsche Bank, 2015.

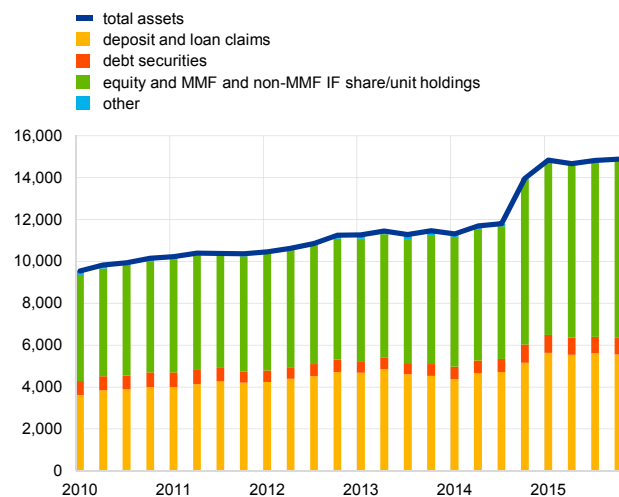
<sup>55</sup> According to the ESA 2010, domestic financing SPEs are classified as subsidiaries in the OFI sector only if they are independent institutional units (i.e. they enjoy autonomy of decision), while those located in a foreign country always belong to the OFI sector.



**Chart 9**

Financial assets held by other OFIs resident in the euro area

(outstanding amounts; EUR billions)



Source: ECB.

Notes: The assets held by other OFIs have been calculated by subtracting the assets held by non-MMF IFs and FVCs from the assets held by the aggregate OFI sector. The latest observations are for the fourth quarter of 2015.

**As more granular data on other OFIs are scarce and the category encompasses a very heterogeneous set of entities, comprehensive analysis is**

**challenging.** However, it is likely that reductions in risk aversion and improvements in investor confidence since the global financial crisis have bolstered the business of at least some other OFIs, such as venture capital corporations, as was highlighted in Section 2. In addition, in the same way that tax arbitrage is one of the motives for the establishment of financing SPEs, regulatory arbitrage might be one of the factors shaping trends in the other OFI sector, although firm evidence of this is not easily available.

#### 4.4

#### Insurance corporations and pension funds (ICPFs)

**The financial assets of ICPFs account for 25% of total assets held by euro area non-MFIs.** The portfolios of ICPFs are primarily invested in debt securities,

particularly of governments, and equities (see Charts 10 and 11). This reflects their attempts to match their assets with their liabilities, which mostly consist of life insurance and pension claims with a long residual maturity. The preference of ICPFs for government bonds is largely due to their institutional asset allocation policies and the relatively small size of the euro area corporate bond market.

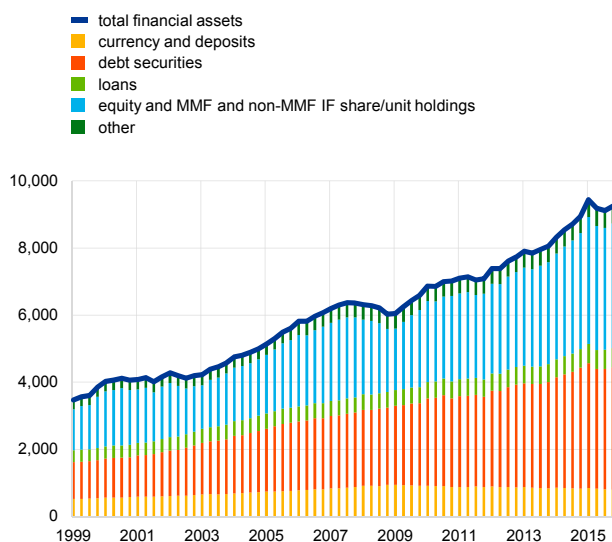
**ICPFs are also an important source of funding for the private sector.** They hold 19% and 15% of the debt securities issued by euro area NFCs and banks, respectively, in addition to around 3% of the quoted shares issued by these sectors. At the same time, ICPFs hold 20% of the debt securities issued by euro area sovereigns. By contrast, loans by ICPFs to households and NFCs in the euro area are relatively marginal, accounting for a mere 3% and 1%, respectively, of the total loan claims against these borrowers.<sup>56</sup> However, in some euro area countries insurance corporations have started to compete with banks in the household mortgage market, as new legislation and technological innovation have enabled the provision of loans via specialised internet platforms.

<sup>56</sup> Figures on loans are reported net of intra-sectoral exposures.

**Chart 10**

Financial assets held by euro area ICPFs

(outstanding amounts; EUR billions)



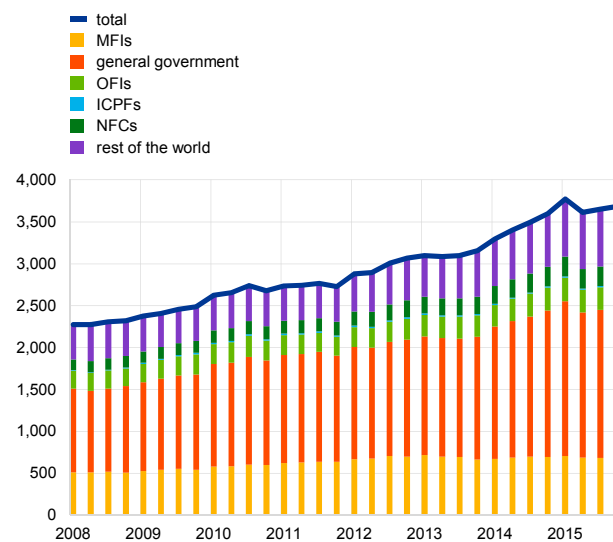
Source: ECB.

Note: The latest observations are for the fourth quarter of 2015.

**Chart 11**

Euro area ICPFs' holdings of debt securities, by issuing sector

(outstanding amounts; EUR billions)



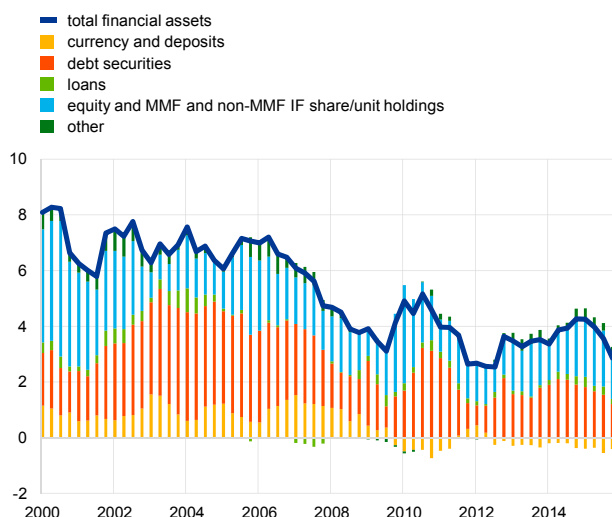
Source: ECB.

Note: The latest observations are for the fourth quarter of 2015.

**Chart 12**

Financial investment by euro area ICPFs

(annual percentage changes; percentage point contributions)



Source: ECB.

Note: The latest observations are for the fourth quarter of 2015.

**After declining modestly in the immediate aftermath of the global financial crisis, the financial assets of ICPFs have significantly expanded in recent years.**

The drivers of this development are likely to be similar to those mentioned in the case of non-MMF IFs and include factors related to population ageing and the positive effects of an accommodative monetary policy on confidence, risk taking and the prices of securities. In this environment, ICPFs have increased their risk exposure – within the limits posed by statutory requirements – by investing in equities and the shares/units of non-MMF IFs rather than in debt securities (see Chart 12). In fact, annual flows from ICPFs into these instruments in 2014 and 2015 reached levels similar to those observed in 1999 and 2000. Again, this exemplifies the functioning of the monetary policy transmission channels described in Section 2.

**A look at the period before the global financial crisis provides further evidence that the portfolio choices of ICPFs respond to financial cycles.<sup>57</sup>**

In particular, between 2003 and 2008, ICPFs increased

their debt securities holdings significantly more than their exposure to equities, in

<sup>57</sup> Time series for ICPFs go back to the beginning of the millennium, which is further than for the other non-MFI sectors covered in Section 4.

spite of favourable stock markets and a flattening of the yield curve (see Chart 12). This behaviour reflected a change in risk appetite among ICPFs after the losses incurred in the wake of the bursting of the dotcom bubble in 2000 forced them to repair their balance sheets. In addition, the response of ICPFs to a variety of regulatory, valuation and accounting changes also played a role.<sup>58</sup>

## 5 Concluding remarks

**With euro area banks cutting back the supply of credit in the wake of the global financial and the euro area sovereign debt crises, the role played by the non-MFI sectors in financial intermediation has increased and has helped to mitigate the effects of the crises on the euro area economy.** This trend was facilitated by very low interest rates leading to a search for yield by investors, structural factors, such as an ageing population in the euro area, and some scope for regulatory arbitrage. In this environment, non-MMF IFs and ICPFs have been particularly prominent in increasing their role in euro area financial intermediation in recent years. As large holders of debt securities and equity, these entities have provided a significant amount of financing to the real economy, although not exclusively to the benefit of the euro area, as they are generally holders of globally diversified portfolios. Among other OFIs, venture capital corporations are likely to have profited from a search for yield, while the activities of financing SPEs are often related to tax arbitrage by sponsoring corporations.

**These developments have implications for monetary policy transmission.** As Section 2 has shown, the channels of monetary policy transmission to the real economy apply – in different forms – to MFIs and non-MFIs alike. However, differences in the business models between these two groups of euro area financial intermediaries, also reflected in terms of regulation and supervision, imply that the generally larger role for non-MFIs may speed up the – indirect – transmission of monetary policy.

**The increased role of non-MFIs calls for a more integrated analysis of the interplay between different financial intermediaries and transmission channels that complement or substitute the traditional bank lending and interest rate channels.** As regards individual sectors among non-MFIs, non-MMF IFs and ICPFs may have less significant implications for monetary policy transmission. Like MFIs, they are subject to regulation and supervision, implying that impulses from monetary policy are likely to find their way to the real economy in a manner similar to MFIs, albeit via different channels. By contrast, the same is not necessarily true for the other OFI sector. As some other OFIs are not subject to the same level of scrutiny as banks, they warrant special monitoring, because the financing they provide has the potential to be of a more cyclical nature, with implications for the stability of monetary policy transmission. However, specifically in this corner of the euro area

<sup>58</sup> See also “ESRB report on the regularly treatment of sovereign exposures”, European Systemic Risk Board, March 2015, “Risk transfer and the insurance industry”, Global Financial Stability Report, *World Economic and Financial Surveys*, International Monetary Fund, April 2004 and “Risk management and the pension fund industry”, Global Financial Stability Report, *World Economic and Financial Surveys*, International Monetary Fund, September 2004.

financial system, data are scarce, although longer time series and new statistics, such as the "who-to-whom" data presented in Box 2 of this article, may remedy some of these shortcomings in the future.

# The euro area fiscal stance

This article discusses the concept of an appropriate euro area aggregate fiscal stance in the context of the institutional architecture of Economic and Monetary Union (EMU). To this end, it assesses recent initiatives towards a better coordination of national fiscal policies with a view to ensuring an appropriate euro area-wide fiscal stance which balances the objectives of sustainable public finances and macroeconomic stabilisation.

There is widespread agreement that national fiscal policies need to ensure that public debt is sustainable, while automatic stabilisers can operate freely to cushion country-specific shocks. At the same time, in the event of a very severe crisis, such as the deep recession in 2008-09, automatic fiscal stabilisers alone may not be sufficient to absorb the shock, and additional discretionary action may be required, provided this does not endanger medium-term fiscal sustainability. These elements are all embedded in the rules of the Stability and Growth Pact (SGP). However, there are no rules in the SGP for countries that have over-achieved their targets.

There may be circumstances in which the independent conduct of national fiscal policies does not result in an appropriate aggregate euro area fiscal stance. This article reviews the proposals of the Five Presidents' Report<sup>59</sup> in this respect, including the setting-up of a European Fiscal Board – which is expected to become operational by September 2016 – to advise the European Commission on an appropriate fiscal stance both at national and European level within the rules of the SGP. In the longer run, the report envisages the creation of a euro area treasury to improve joint decision-making regarding economic and fiscal policies and the setting-up of a euro area macroeconomic stabilisation function.

## 1 Introduction

**In Economic and Monetary Union, fiscal policies are a national responsibility. In this respect, they need to ensure the sustainability of government debt and cushion country-specific shocks.** Sustainable public finances are a prerequisite for ensuring price stability within the euro area. At the same time, in a monetary union, fiscal policy remains a major tool available to national governments to deal with country-specific circumstances. In the absence of a fiscal authority at the centre, national fiscal policies are governed by the EU's common fiscal framework, the Stability and Growth Pact, which was agreed in 1997 to operationalise the Maastricht Treaty's budgetary rules.<sup>60</sup> Within the SGP, national fiscal policies are considered a

<sup>59</sup> See *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, European Commission, Brussels, June 2015, available at [https://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report_en.pdf)

<sup>60</sup> See also "EMU and the conduct of fiscal policies", *Monthly Bulletin*, ECB, January 2004.

matter of common concern – they should be coordinated and should not be allowed to impose disproportionate costs on other EMU participants.<sup>61</sup>

**The SGP framework guides Member States towards achieving sound fiscal positions and provides room to cushion normal cyclical fluctuations via automatic stabilisers.** Member States set medium-term budgetary objectives (MTOs) which are intended to anchor progress towards sustainable public finances, while allowing budgetary room for manoeuvre. Adjustments required to meet the MTO are defined in structural terms (i.e. net of the impact of the cycle and one-off measures) and therefore generally allow the full operation of automatic stabilisers. These should be sufficient to deal with normal cyclical developments at national level. Under such circumstances, discretionary fine-tuning of the cycle via active fiscal policy measures is typically regarded as not very effective.<sup>62</sup> At the same time, the SGP does not contain any rules on the conduct of fiscal policy for countries that have over-achieved their minimum requirements. In this regard, it is asymmetric.

**The EU's current fiscal governance framework contains no rules or instruments to directly manage the aggregate euro area fiscal stance, which is a key difference when compared to fiscal federations such as the United States.** In fact, in the absence of fiscal policy instruments at the central level, the euro area-wide fiscal stance is merely the sum of individual euro area countries' fiscal stances. However, in some situations, a more active management of the euro area-wide fiscal policy stance may appear warranted from an aggregate perspective. The SGP does contain provisions permitting countries to provide fiscal stimulus in exceptional circumstances, provided that this does not endanger medium-term fiscal sustainability. At the same time, the SGP does not oblige those countries with fiscal room for manoeuvre to make use of it. There is therefore no guarantee that the coordination of national fiscal policies through the SGP results in an appropriate aggregate euro area fiscal stance. In the light of this, the Five Presidents' Report, "Completing Europe's Economic and Monetary Union", released in mid-2015, highlights the need to reflect on ways to ensure that "the sum of national budget balances leads to an appropriate fiscal stance at the level of the euro area as a whole".<sup>63</sup>

**The Five Presidents' Report contemplates, as steps within a comprehensive overhaul of the institutional architecture of EMU, a more active steering of the euro area-wide fiscal stance.** In this context, it envisages the setting-up of a euro area treasury to achieve more collective decision-making on fiscal policy. The report also proposes the creation of a central macroeconomic stabilisation function to

<sup>61</sup> See Article 121 of the Treaty on the Functioning of the European Union, which states that "Member States shall regard their economic policies as a matter of common concern and shall coordinate them within the Council", and Article 126, which states that "Member States shall avoid excessive government deficits". Article 126 goes on to say that compliance with budgetary discipline shall be examined on the basis of two criteria, the deficit ratio and the debt ratio, in relation to certain reference values (specified as 3% and 60% of GDP respectively in Protocol (No 12) on the excessive deficit procedure).

<sup>62</sup> See "Fiscal policy influences on macroeconomic stability and prices", *Monthly Bulletin*, ECB, April 2004, and "The operation of automatic fiscal stabilisers in the euro area", *Monthly Bulletin*, ECB, April 2002.

<sup>63</sup> See *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, op. cit.

complement automatic stabilisers at the national level if national budgets become overwhelmed by very large macroeconomic shocks.

**When assessing the “appropriateness” of the fiscal stance both at the national and the euro area level, the European Commission will in future be advised by a new European Fiscal Board, which is scheduled to become operational by September 2016.** According to the Five Presidents’ Report, the European Fiscal Board “should lead to better compliance with the common fiscal rules, a more informed public debate, and stronger coordination of national fiscal policies”.<sup>64</sup>

**Against this background, this article discusses the concept of an appropriate euro area aggregate fiscal stance in the context of the EU’s institutional framework.** To this end, it assesses the recent initiatives towards better coordination of national fiscal policies with a view to ensuring an appropriate euro area-wide fiscal stance which balances the objectives of sustainable public finances and macroeconomic stabilisation.

**The article is structured as follows.** Section 2 briefly reviews developments in the euro area fiscal stance over the last decade. Section 3 then discusses the concept of an appropriate euro area aggregate fiscal stance. Section 4 reflects on the limits on coordinating the euro area fiscal stance within the current EU fiscal framework. From this analysis, Section 5 derives institutional considerations relating to the work of the envisaged European Fiscal Board as well as a euro area treasury and a euro area fiscal capacity. Section 6 concludes.

## 2 Recent developments in the euro area fiscal stance

**The fiscal stance aims to capture governments’ discretionary policy actions.**

Two principal ways of measuring the fiscal stance are used in practice (see Box 1). First, the change in the cyclically adjusted primary balance, which removes the cyclical component and interest payments from the headline budget balance. Second, bottom-up estimates of discretionary policy measures, which sum up the outcomes of policy measures included in national budgets.

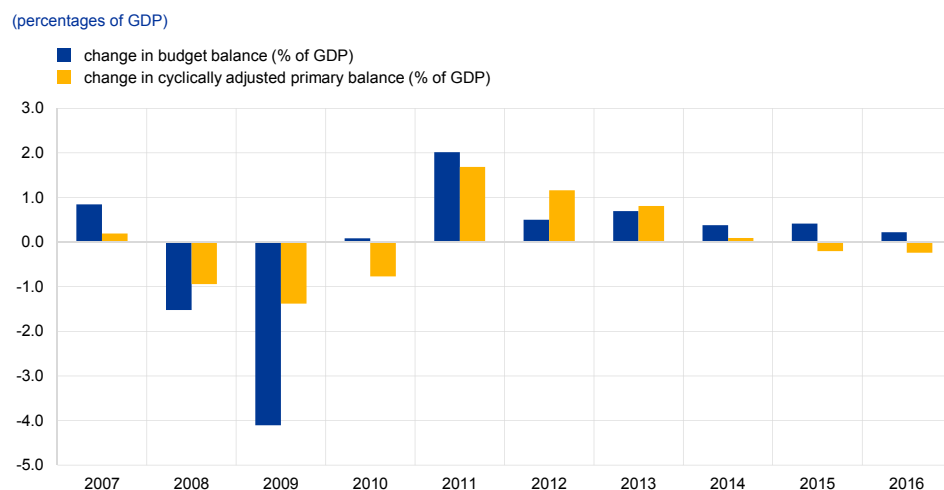
**As Chart 1 shows, following several years of tightening, the euro area aggregate fiscal stance appears now to have turned mildly expansionary.** The chart depicts the fiscal stance for the period 2007-16 as measured by the change in the cyclically adjusted primary budget balance. It shows that the fiscal stance was loosening in 2008-10, reflecting the impact of several stimulus measures, including the European Economic Recovery Plan (EERP), which the Commission launched in November 2008 and which amounted to about 1.5% of GDP for the euro area. This was followed by a tightening euro area aggregate fiscal stance over the period 2011-13, reflecting comprehensive consolidation packages in euro area countries to restore debt sustainability and correct the excessive deficits that had emerged during the sovereign debt crisis. In 2014 the fiscal stance was broadly neutral in the absence of broad-based fiscal adjustment measures in most euro area countries.

<sup>64</sup> See *Completing Europe’s Economic and Monetary Union*, op. cit.

According to the European Commission's 2016 winter forecast, the euro area aggregate fiscal stance is expected to be mildly expansionary in 2015-16.

### Chart 1

Changes in headline and cyclically adjusted primary budget balances of the euro area aggregate



Sources: AMECO, ECB calculations.

### Box 1

#### Measuring the fiscal stance

**The initial impulse that fiscal policies provide to the economy is transmitted through several channels, which differ according to the government's ability to influence budgetary outcomes in the short term.** A major channel operates via "automatic fiscal stabilisers", which provide an automatic buffer to private demand through built-in features of government budgets. Notably, during a downturn, without the government taking any action, unemployment and social security benefits increase, while tax revenues tend to fall, thereby contributing to a smoothing of the business cycle. The magnitude of these automatic stabilisers is closely related to the size of the welfare system and the tax system.<sup>65</sup> Furthermore, fiscal policies can impact on economic activity through the implementation by governments of discretionary budgetary measures that affect public expenditure and revenues.<sup>66</sup>

**The concept of the fiscal stance aims to capture only that part of the initial fiscal impulse to economic activity that stems from the discretionary policy actions of governments.** Two principal ways of measuring the fiscal stance are used in practice. First, the change in the cyclically adjusted primary balance,<sup>67</sup> which removes the cyclical component and interest payments from the

<sup>65</sup> Another impact relates to governments paying interest on public debt, which presents a financial flow between the government and the economy. However, in the short term, the ability of governments to influence the size of the interest payments is limited and works mainly via debt management strategies.

<sup>66</sup> For an overview of the fiscal impulse and its components, see Section 3.2 of van Riet, A. (ed.), "Euro area fiscal policies and the crisis", *Occasional Paper Series*, No 109, ECB, 2010, pp. 22-26.

<sup>67</sup> Variants of this measure, such as the change in the structural balance or in the structural primary balance (see Box 3), are also used in practice.



headline balance. Second, bottom-up estimates of discretionary policy measures, which sum up the outcomes of policy measures included in national budgets.

**The fiscal stance as measured by the cyclically adjusted primary balance is difficult to gauge in real time.** First, the separation of policy-induced changes in the headline budget balance from the impact of the business cycle requires the size of the output gap to be captured, i.e. actual output relative to its potential. Real-time estimates of the latter – an unobservable variable – are, however, subject to frequent ex post revisions. This distorts the proper measurement of the fiscal stance in real time, attributing too much or too little of the fiscal impulse to discretionary policy action.<sup>68</sup> Second, the fiscal stance may be distorted in real time through developments in government revenues which result from their response to economic growth that is not in line with standard elasticities. In an economic upswing, for example, the fiscal stance being measured may signal an increase in government revenues, which in real time is assessed to have resulted from discretionary policy action. Ex post, however, this may turn out to have been due to revenue windfalls related to transitory developments in tax bases connected with temporary fluctuations in, for example, asset prices and oil prices.

**By contrast, bottom-up estimates of discretionary policy measures aim to identify the impact of individual tax and spending measures.** On the revenue side, identifying a measure and gauging its impact against a no-policy baseline is relatively straightforward. On the expenditure side, distinguishing a spending measure from the impact of other economic developments (e.g. unemployment, demographic developments) is less clear cut and requires expenditure developments to be measured against a benchmark, which should ideally be exogenous. For example, under the SGP's preventive arm, the expenditure benchmark is based on a long-term average of potential output growth, while the bottom-up approach under the corrective arm is based on trend growth. These growth variables are also non-observable.<sup>69</sup>

**Overall, policy recommendations regarding the fiscal stance need to acknowledge the caveats surrounding its measurement.** Not only is the “exact” size of discretionary fiscal policy measures difficult to capture in real time, but so is the direction of the fiscal stance. In fact, whether the stance is tightening or loosening, and whether it is doing so in an economic environment that is improving or deteriorating, cannot be concluded with certainty given the difficulties surrounding the determination of a country's position in the cycle.

---

<sup>68</sup> For a discussion, see Kamps, C., De Stefani, R., Leiner-Killinger, N., Ruffer, R. and Sondermann, D., “The identification of fiscal and macroeconomic imbalances – unexploited synergies under the strengthened EU governance framework”, *Occasional Paper Series*, No 157, ECB, 2014.

<sup>69</sup> For a discussion, see “The assessment of fiscal effort”, *Monthly Bulletin*, ECB, October 2014.

## 3 What is an appropriate euro area fiscal stance?

### 3.1 The fiscal stance and the trade-off between sustainability and stabilisation

**Discretionary fiscal policies are generally considered a weak macroeconomic stabilisation tool during normal economic cycles.** First, it takes time to adopt and implement a fiscal measure, especially major new programmes (“implementation lag”). Second, fiscal measures in support of the economy tend to be difficult to reverse once implemented, facing resistance from benefiting groups. Third, it is difficult to get the size, timing and economic mechanism of a fiscal impulse measure exactly right. Consequently, there is, for example, a risk that the economic impact of a discretionary fiscal stimulus will start to be felt only once the economy is already picking up, rendering the instrument pro-cyclical rather than counter-cyclical.<sup>70</sup>

**There is therefore broad consensus that automatic fiscal stabilisers represent “the first line of defence” by being a predictable and systematic response to normal asymmetric shocks.**<sup>71</sup> In particular, during a downturn, without the government taking any action, unemployment and social security benefits increase, while tax revenues tend to fall, thereby contributing to a smoothing of the business cycle. Within the euro area, the magnitude of such automatic fiscal stabilisers varies across countries, but is relatively large on average when compared to, for example, the United States, given the euro area countries’ more extensive welfare and tax systems.<sup>72</sup>

**Under exceptional circumstances, automatic stabilisers alone may be regarded as insufficient to cushion the very detrimental and prolonged impact of deep swings in the cycle.**<sup>73</sup> At the same time, the effectiveness of a discretionary fiscal stimulus is generally larger in such circumstances. While there is considerable uncertainty surrounding the size of short-term fiscal multipliers, recent evidence indicates that multipliers may be larger in deep recessions or financial crises or when monetary policy is constrained. In times of severe and extended

<sup>70</sup> See Taylor, J.B., “Reassessing discretionary fiscal policy”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.14, No 3, 2000, pp. 21-36. For a detailed discussion on the role of fiscal stimulus in the economy, including desirable features such as timely, targeted and temporary (TTT), see van Riet, A., op. cit.

<sup>71</sup> Traditional New Keynesian DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium) models also reflect the dominant view, according to which the key role in terms of macroeconomic stabilisation should be played by monetary policy, while the role of fiscal policy would be limited to the operation of automatic stabilisers. See Brendon, C. and Corsetti, G., “COEURE Survey: Fiscal and Monetary Policies after the Crises”, *CEPR Discussion Papers*, No 11088, 2016. See also the discussion in van Riet, A., op. cit.

<sup>72</sup> Estimates differ across studies. See, for example, Dolls, M., Fuest, C. and Peichl, A., “Automatic Stabilizers and Economic Crisis: US vs. Europe”, *NBER Working Paper Series*, No 16275, National Bureau of Economic Research, 2010, which finds that automatic stabilisers absorb 38% of a proportional income shock in the EU, compared to 32% in the United States.

<sup>73</sup> For a review, see Brendon, C. and Corsetti, G., op. cit. While cautioning that discretionary fiscal policy is normally at a disadvantage compared with monetary policy as a counter-cyclical tool, Taylor (op. cit.) points out that fiscal policy could play a role in situations where monetary policy is constrained at the zero lower bound. In this case, one would need to state explicitly how fiscal policy would be used, such rules being more difficult to specify and enforce in practice than parallel rules for monetary policy. See also the discussion in Box 2.

crisis, the risks of misidentifying the occurrence of a shock and its depth are more limited and the risk of a policy mistake is therefore lower. At the same time, fiscal multipliers may be small (or even negative) when government debt levels are high and concerns about debt sustainability are increasing.<sup>74</sup>

**The fiscal stance impacts on both fiscal sustainability and stabilisation, implying a trade-off for expansionary policies.** For example, while a fiscal stimulus would tend to raise output in the short run, it would at the same time add to debt and thereby increase sustainability risks. The size of these individual effects depends on the nature of the fiscal stimulus (e.g. whether it is permanent or temporary and the types of instrument applied), the starting fiscal position and the observed financial and macroeconomic conditions, etc.<sup>75</sup>

**A fiscal stance is usually assessed as appropriate if it provides a suitable balance between the sustainability and stabilisation objectives of fiscal policy.** There is thus usually not just *one* “appropriate” fiscal stance, but rather a range thereof, all of which balance stabilisation and sustainability objectives, but with different weights on each objective. The theoretical and empirical literature does not provide clear guidance on where the optimal balance lies. It does, however, indicate that governments should respond more forcefully to sustainability constraints when their debt levels are high. Indeed, in such regimes, the impact of fiscal adjustment on output stabilisation is mitigated through confidence effects via the interest rate channel. Consequently, any recommendation regarding an “appropriate” fiscal stance requires an operationalisation of the sustainability and stabilisation objectives, which means taking into account the debt level of the country (see Box 3 for an evaluation of the European Commission’s metric to assess the appropriateness of the fiscal stance).

**Gauging stabilisation needs is not straightforward.** Generally, a government’s decision to increase or reduce support to the economy depends on its assessment of the state of the economy as measured, for example, by the level of the output gap and on the speed at which the government wishes to close it. However, as explained in Box 1, output gap estimates are subject to a high degree of uncertainty and may therefore give wrong signals in real time regarding stabilisation needs.<sup>76</sup> For this reason, monetary policy has for a long time reduced the emphasis on unobserved indicators, such as the output gap, whose mismeasurement was one of the main driving factors behind the Great Inflation of the 1970s.<sup>77</sup>

**There is also no simple indicator for assessing whether a government’s debt is sustainable.** Sustainability of government debt means that the accumulated debt

---

<sup>74</sup> For a discussion, see the article “Fiscal multipliers and the timing of consolidation”, *Monthly Bulletin*, ECB, April 2014.

<sup>75</sup> For a discussion on the output and debt effects of fiscal consolidation, see also Warmedinger, T., Checherita-Westphal, C. and Hernández de Cos, P., “Fiscal multipliers and beyond”, *Occasional Paper Series*, No 162, ECB, 2015.

<sup>76</sup> See Cimadomo, J., “Fiscal policy in real time”, *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 114, No 2, 2012, pp. 440–465, and Kamps, C. et al., op. cit.

<sup>77</sup> See “The ‘Great Inflation’: lessons for monetary policy”, *Monthly Bulletin*, ECB, May 2010.

can be serviced at any point in time.<sup>78</sup> At the same time, any sovereign debt sustainability analysis (DSA) is sensitive to the assumptions applied.<sup>79</sup> A comprehensive DSA framework should generally consider both debt dynamics and the level at which debt stabilises, test the resilience of the debt path under various adverse scenarios and account for other relevant indicators (e.g. a government's gross financing needs, the structure of government debt, the scope for contingent liabilities, the quality of institutions and political risks). In its sustainability assessments under the European governance framework, the European Commission uses three indicators, aimed at summarising short, medium and long-term risks, alongside a more comprehensive DSA framework. Against this background, Box 2 provides a literature overview of how past (estimated) fiscal reaction functions have dealt empirically with the response to the stabilisation and sustainability objectives.

## Box 2

### Fiscal reaction functions

**The literature on fiscal reaction functions can shed some light on the past behaviour of fiscal policies across euro area countries with respect to both sustainability and stabilisation.** While not sufficient to guarantee appropriate policies in the future, past fiscal behaviour can provide useful indications of the extent to which governments have given consideration to sustainability and/or stabilisation objectives. The fiscal reaction framework is commonly used as a weak test for fiscal sustainability following Bohn.<sup>80</sup> Accordingly, governments are considered to abide by sustainability constraints if they react systematically to increases in the debt-to-GDP ratio by raising their primary surplus ratio.<sup>81</sup> The literature covers related research objectives, including the estimation of “fiscal reactions” following the literature on monetary policy rules (Taylor)<sup>82</sup> or the work on active and passive fiscal policy regimes (Leeper).<sup>83</sup> Most empirical studies on fiscal reaction functions test the sustainability condition by estimating the response of fiscal policy (usually the primary balance, but also the cyclically adjusted primary balance) to the (lagged) debt ratio and controlling for cyclical conditions (current output gap), in addition to other factors. The specification of a fiscal reaction function in terms of both debt and the output gap

<sup>78</sup> For a review of the theoretical and practical concepts of sustainability, see the article entitled “Analysing government debt sustainability in the euro area”, *Monthly Bulletin*, ECB, April 2012.

<sup>79</sup> See, for instance, the IMF and the Commission's DSA frameworks in *Staff Guidance Note for public debt sustainability analysis in market-access countries*, IMF, 2013, and *Fiscal Sustainability Report 2015*, European Commission, January 2016.

<sup>80</sup> See Bohn, H., “The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, No 3, 1998.

<sup>81</sup> As pointed out in several studies, this can be considered only a weak test of sustainability as, inter alia, there is likely to be an upper limit for primary surpluses as a share of GDP. At very high debt ratios, the probability of fiscal fatigue is higher. See Gosh, A.R., Kim, J.I., Mendoza, E.G., Ostry, J.D. and Quereshi, M.S., “Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies”, *Economic Journal*, Vol. 123, No 566, February 2013, pp. F4-F30.

<sup>82</sup> See Taylor, J.B., op. cit. For an application, see Galí, J. and Perotti, R., “Fiscal policy and monetary integration in Europe”, *Economic Policy*, Vol. 18, No 37, October 2003, pp. 533-572.

<sup>83</sup> See Leeper, E., “Equilibria under ‘active’ and ‘passive’ monetary and fiscal policies”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 27, No 1, 1991, pp. 129-147. For an application, see Afonso, A. and Toffano, P., “Fiscal regimes in the EU”, *Working Paper Series*, No 1529, ECB, April 2013.

allows an assessment of policymakers' efforts (or the lack thereof) to stabilise both public debt and output.<sup>84</sup>

**While a monetary policy rule, such as the Taylor rule, has been considered closely in practice, with good performance over past periods,<sup>85</sup> the fiscal reaction function literature does not provide “benchmark” reaction coefficients to set a normative behaviour.** Instead, a statistically significant, positive reaction coefficient for the lagged debt is taken as a sufficient, but not necessary, condition for sustainability. The larger the coefficient, the stronger is the reaction to increases in debt. Particular caution is warranted when drawing inferences about debt sustainability solely from fiscal reaction function estimates based on past behaviour. As regards the fiscal reaction to the output gap, a statistically significant, positive (negative) coefficient is generally interpreted as evidence of a counter-cyclical (pro-cyclical) fiscal policy.

**For the euro area countries, the fiscal reaction function literature generally finds that governments have, on average, given (some) consideration to sustainability constraints.** The responsiveness seems to have been much stronger during the recent euro area sovereign debt crisis with its onset in the economic and financial global crisis of 2008.<sup>86</sup> Overall, there is evidence of non-linearities in the government response to debt, with greater attention paid to the sustainability objective when the debt level is high.<sup>87</sup> The evidence with respect to responsiveness during the post-Maastricht and euro area periods is more mixed, but some recent studies point to stronger average responsiveness after the Maastricht Treaty, followed, however, by weakening responsiveness during the pre-crisis euro area period.<sup>88</sup>

**As regards the stabilisation role of fiscal policy, most evidence points to a significant counter-cyclical role through automatic stabilisers and less through discretionary fiscal policy.** For instance, some earlier studies conclude that there was no evidence that the Maastricht Treaty and the SGP prevented automatic stabilisers from doing their job in euro area countries. On the contrary, these countries appear to have strengthened the counter-cyclical nature of fiscal policy (up to 2002).<sup>89</sup> These and other studies conclude that both the overall fiscal policy and the discretionary component have been responding in a counter-cyclical manner since the adoption of the Maastricht Treaty. However, the evidence for the discretionary fiscal policy, as well as for the responsiveness during the euro area period, is weaker.

---

<sup>84</sup> See, inter alia, the discussion in Plödt, M. and Boeing-Reicher, C., “Estimating fiscal policy reaction functions: The role of model specification”, *Journal of Macroeconomics*, Vol. 46, December 2015, pp. 113-128.

<sup>85</sup> Taylor proposed coefficients for the reaction of real short-term interest rates of 0.5 for both the output and inflation gaps, with “values near this suggestion commonly found in empirical work in the US in the 1980s and 1990s” and also “resulting in good performance in model simulations” (see Taylor, J.B., op. cit.).

<sup>86</sup> See, inter alia, the fiscal reaction function analysis and overview in *Fiscal Sustainability Report 2015*, op. cit.

<sup>87</sup> See, for example, De Groot, O., Holm-Hadulla, F. and Leiner-Killinger, N., “Cost of borrowing shocks and fiscal adjustment”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 59, 2015, pp. 23-48 and Plödt, M. and Boeing-Reicher, C., op. cit. At very high debt ratios, the probability of fiscal fatigue increases. See Gosh, A.R. et al., op. cit.

<sup>88</sup> See, for instance, Bénétrix, A.S. and Lane, P.R., “Fiscal cyclicalities and EMU”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 34(C), 2013, pp. 164-176; Plödt, M. and Boeing-Reicher, C., op. cit.; Weichenrieder, A. and Zimmer, J., “Euro membership and fiscal reaction functions”, *International Tax and Public Finance*, Vol. 21, No 4, 2014, pp. 598-613. The second study warns, however, that in terms of statistical significance the different response over the euro area period is sensitive to changes in specification, such as an exclusion of Greece from the panel.

<sup>89</sup> See Galí, J. and Perotti, R., op. cit.

**Overall, there is evidence that, on average, governments in the euro area respond to both stabilisation and sustainability objectives.** Several studies point to improvements in the conduct of fiscal policy from the perspective of both of these objectives after Maastricht and to a weakening of responsiveness during the early euro area period. The crisis acted as a disciplining device for sustainability, with a stronger reaction than before to the increasing debt levels seen in many euro area countries during the crisis (at least until 2012-13, which is as far as the studies go).

---

### 3.2 Specific elements of an appropriate fiscal stance at the euro area level

**As at the national level, an appropriate aggregate fiscal stance for the euro area would seek a balance between the sustainability and stabilisation objectives.** Notably, macroeconomic stabilisation needs would be gauged with respect to the size of the output gap for the euro area as a whole, while an assessment of debt sustainability risks would start by capturing developments in aggregate public debt.

**However, the euro area aggregate fiscal stance is currently a purely mechanical concept, aggregating the fiscal stances at individual country level.**

In the absence of a centralised fiscal policy instrument, the euro area fiscal stance merely captures the sum of discretionary national policies. The direction of the euro area fiscal stance may therefore reflect very different developments at individual country level with, for example, fiscal tightening in some countries and fiscal loosening in others. The outcome may not always be optimal.

**Inconsistencies between the assessment of the fiscal stance at the euro area and national level may arise for various reasons.** Such inconsistencies can be caused by heterogeneous preferences at the central euro area level and the various national levels regarding the relative importance of the two policy objectives, i.e. ensuring fiscal sustainability and providing macroeconomic stabilisation. Therefore, the pursuit of national policies does not necessarily lead to an “optimal” outcome at the euro area level. In addition, problems may arise if previous shortfalls vis-à-vis SGP requirements and related fiscal sustainability concerns require a pro-cyclical fiscal tightening in some euro area countries, while other countries with fiscal room for manoeuvre are enjoying favourable macroeconomic conditions and do not therefore have an incentive to pursue expansionary policies. Indeed, in the context of the reviews of euro area countries’ draft budgetary plans, the Eurogroup has repeatedly stressed that, while the aggregate stance implied by the plans could be viewed as broadly appropriate, its composition across euro area countries was problematic because countries with remaining fiscal imbalances were falling short of SGP commitments, while countries with fiscal room for manoeuvre were not making full use of it.<sup>90</sup>

---

<sup>90</sup> See, for example, *Eurogroup Statement on the Draft Budgetary Plans for 2016*, 23 November 2015.

**In addition, a mechanical aggregation may not adequately capture the impact of national policies on the euro area economy.** This is the case if a fiscal impulse in one euro area country spills over to other countries. Trade links between countries are the main transmission channel for such an impact.<sup>91</sup> For example, if a fiscal expansion is conducted in a euro area country that has sizeable trade links with countries outside the euro area, the increase in domestic and euro area demand will be lower than if the same fiscal impulse were to occur in a euro area country whose trade links were mainly within the euro area. The assessment of the euro area fiscal stance, as a purely mechanical aggregation of national fiscal stances, and its macroeconomic impact on the euro area economy, may vary for a given fiscal impulse, depending on the magnitude of such spillover effects.

**Importantly, the euro area aggregate fiscal stance can only be deemed “appropriate” if it safeguards the sustainability needs of all euro area countries.** Since fiscal policy in EMU remains a national responsibility, sovereign debt sustainability must be ensured in all euro area countries, as sustainability problems in one country can have adverse implications for others as well as for the conduct of common policies at the euro area level. Sustainability indicators applied to the euro area aggregate debt ratio can thus be used only as a reference or for indicative purposes. In particular, a desired euro area fiscal stance may not necessarily be attainable via the aggregation of national fiscal policies if some countries face severe debt sustainability risks. In other words, the more divergent debt levels across euro area countries are, the greater is the likelihood that the aggregation of national policies will not lead to an appropriate stance for the euro area as a whole.

### Box 3

#### The European Commission’s metric to assess the appropriateness of the fiscal stance

---

**In its 2015 report on public finances in EMU, the European Commission proposed a framework to assess the appropriateness of the euro area fiscal stance.**<sup>92</sup> Based on this approach, the fiscal stance – as measured by the change in the structural primary balance – is assessed against dual criteria: on one hand, the need to address long-term sustainability risks and, on the other hand, the objective of providing macroeconomic stabilisation in the short term.

**The sustainability component of the Commission assessment is captured by a variant of the “S1 indicator”.** Specifically, the S1 indicator quantifies the cumulative adjustment of the structural primary balance over the next five years that would be needed to reduce government debt to 60% of GDP in 2030, also taking into account implicit liabilities related to ageing. A quarter of this cumulative adjustment is then treated as the frontloaded adjustment effort required in a given year to satisfy the sustainability criterion. By spreading the adjustment effort, the S1 indicator is not in fact a pure sustainability indicator, but implicitly accounts for the stabilisation objective. From a pure

---

<sup>91</sup> The size of fiscal spillovers depends on various factors, e.g. trade elasticities and possible confidence effects in financial markets that affect sovereign risk premia. For more details, see the box entitled “Fiscal spillover effects in the euro area”, *Monthly Bulletin*, ECB, April 2014.

<sup>92</sup> See Annex A1 to “Report on Public Finances in EMU – 2015”, *European Economy – Institutional Papers*, No 14, European Commission, December 2015.



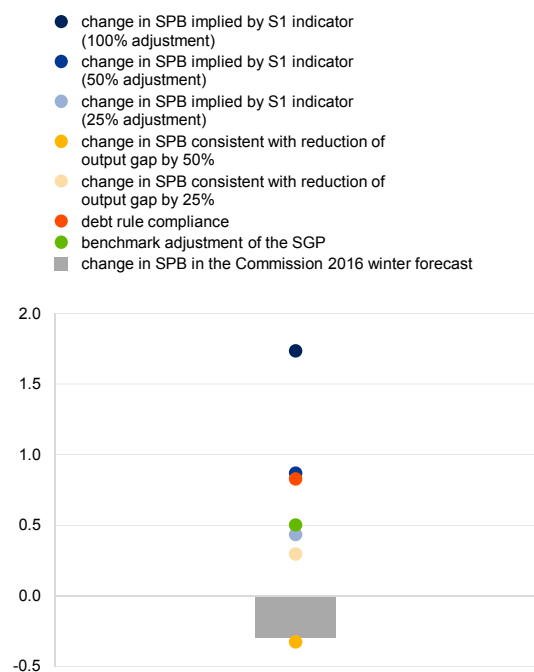
sustainability perspective, it would be preferable to frontload the entire effort to the first year, since this minimises the total adjustment effort.<sup>93</sup>

**The macroeconomic stabilisation criterion of the Commission assessment is captured by the change in the structural primary balance that would be consistent with a closure of the output gap by 25% or 50%, respectively, in a given year.**<sup>94</sup> The sustainability and stabilisation component of the assessment are not linked via relative weights, but are assessed separately. The approach is thus intended to provide a positive rather than a normative analysis of budgetary developments by spanning ranges between the sustainability and stabilisation requirements.<sup>95</sup>

## Chart A

### Assessment of the 2016 euro area fiscal stance

(percentages of GDP)



Sources: European Commission (AMECO database) and ECB calculations.

Similar to the Commission analysis, Chart A presents an illustrative range for the appropriate fiscal stance using alternative specifications of the sustainability and stabilisation objectives.

**At present, the sustainability objective clearly calls for a tightening of the euro area fiscal stance.** In its analysis, the Commission assumes that 25% of the total adjustment indicated by the S1 indicator would need to be carried out in 2016 to fulfil the sustainability criterion. Based on the Commission's 2016 winter forecast, such an adjustment for the euro area would amount to around 0.4% of GDP (see light blue circle in Chart A).<sup>96</sup> This adjustment lies below the benchmark adjustment of 0.5% of GDP implied by the SGP (see green circle in Chart A) and also falls short of the adjustment of around 0.8% of GDP that would be needed to close the gap vis-à-vis the forward-looking debt benchmark of the SGP (see orange circle in Chart A). At the same time, a 0.8% of GDP structural adjustment would reduce the structural deficit of the euro area to around 0.5%

of GDP, in line with the maximum level of the medium-term objective implied by the Fiscal

<sup>93</sup> See the article "Fiscal multipliers and the timing of consolidation", op. cit., and Warmedinger, T. et al., op. cit.

<sup>94</sup> The change in structural primary balance that would be mechanically consistent with the considered changes in the output gap is calculated assuming a fiscal multiplier of 0.8.

<sup>95</sup> For further details on the approach to assessing the appropriateness of the fiscal stance, see Annex 1 ("Assumptions underlying the assessment of fiscal stance") in "Report on Public Finances in EMU – 2015", op. cit.

<sup>96</sup> Note that the computations for the S1 indicator are based on deterministic debt projections for the period to 2030. These projections are based on the Commission's 2016 winter forecast. Beyond the forecast horizon, the projections assume a closing of the output gap by 2020 and a parallel increase in GDP deflator growth to 2%. Assumptions for potential growth are taken from the T+10 scenario of the Economic Policy Committee's Output Gaps Working Group and extended by the assumptions from the Commission's 2015 Ageing Report. Ageing costs are also taken from the Commission's 2015 Ageing Report.



Compact.<sup>97</sup> This would also roughly correspond to a 50% “frontloading” of the total adjustment effort implied by the S1 indicator (see middle blue circle in Chart A). A full closure of the “sustainability gap” implied by the S1 indicator would require a tightening of the euro area structural primary balance by around 1.7% of GDP in 2016. All in all, this sensitivity analysis suggests that the sustainability objective clearly calls for a tightening of the euro area fiscal stance, with the Commission’s preferred gauge providing a lower bound for the required adjustment.

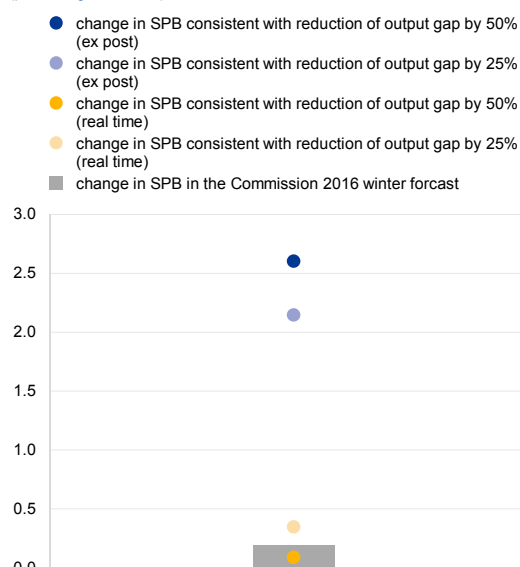
**The stabilisation objective, on the other hand, does not give a clear recommendation of the appropriate euro area fiscal stance at the current juncture.** The European Commission’s 2016 winter forecast expects the euro area output gap to decline by around 40% from a gap of -1.8% of GDP in 2015 to -1.1% of GDP in 2016. Therefore, the lower bound of the stabilisation component, which requires a reduction of the output gap by 25% in 2016, is consistent with a tightening of the fiscal stance by around 0.3% of GDP (see light yellow circle in Chart A). On the other hand, a targeted reduction of the output gap by 50% – the upper bound in the Commission analysis – would call for a loosening of the euro area fiscal stance by around 0.3% of GDP in 2016.

**Overall, the analysis suggests that the projected loosening of the euro area fiscal stance by 0.3% of GDP in 2016 is heavily tilted towards the stabilisation objective, while deviating significantly from both the sustainability objective and the benchmark requirement under the SGP.**

#### Chart B

Stabilisation objective: real-time versus ex post assessment for 2007

(percentages of GDP)



Sources: European Commission (AMECO database) and ECB calculations.

slight tightening of the fiscal stance by around 0.3% of GDP. At the same time, the sustainability criterion would not have been a constraint since the debt ratio in the euro area stood at around 65%

#### The assessment of the stabilisation

##### objective based on output gap developments

**may suffer from a real-time bias.** As explained

above, a comparison of output gap estimates for the euro area with the respective estimates contained in real-time forecast vintages suggests a tendency to mismeasure output gaps in real time. This real-time bias may result in very different assessments of the appropriateness of the fiscal stance against the stabilisation criterion based on ex post and real-time data. Chart B provides an illustrative example for the year 2007. The European Commission’s spring 2007 forecast estimated a negative output gap of 0.4% of GDP for the euro area in 2007. Compared to 2006, this implied a closure of the gap by around 50%, implying that a broadly neutral fiscal stance would have been assessed as appropriate vis-à-vis the upper bound of the stabilisation component (see dark yellow circle in Chart B). A closure of the output gap by 25% would have been consistent with a

<sup>97</sup> The Fiscal Compact of the Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union requires contracting parties to reach budgetary positions in balance or in surplus. This fiscal rule is deemed to be respected if a structural deficit limit of 0.5% of GDP is not exceeded.

of GDP. Therefore, judged against the European Commission's metric and based on real-time data, the slight tightening of the fiscal stance by 0.2% of GDP (see grey bar in Chart B) would have been assessed as broadly appropriate. However, the estimate contained in the European Commission's 2016 winter forecast suggests that the euro area output gap in 2007 was not somewhat negative but strongly positive (+2.6% of GDP).<sup>98</sup> Based on ex post data, a closing of the output gap from positive territory by 25% and 50%, respectively, would have been consistent with a strong tightening of the structural primary balance (see blue circles in Chart B). In hindsight, a stronger fiscal tightening in economic good times before the crisis would have seemed more appropriate. This exemplifies the great uncertainty involved in a reliance on output gaps in the real-time assessment of the fiscal stance.

---

## 4 Limits of the current fiscal framework on the setting of the euro area fiscal stance

**The EU's current institutional framework entails no provisions or instruments to directly manage the aggregate euro area fiscal stance, which is a key difference between the euro area and federations such as the United States.** In fact, fiscal policies are conducted in 19 euro area countries on the basis of national budgets and within different national fiscal frameworks. While the EU budget has common resources used, in particular, to promote economic and social cohesion among Member States, it is rather small in size (around 1% of the EU's aggregate GDP), not specific to the euro area and not focused on macroeconomic stabilisation. At the euro area level, the institutional framework has been complemented by the European Stability Mechanism (ESM), a crisis management tool providing financial assistance to euro area countries experiencing or threatened by financing difficulties. Overall, however, the lack of common fiscal instruments at the centre stands in stark contrast to other federations such as the United States, where important policy instruments such as the setting of tax policies and important spending functions, e.g. defence and social and health insurance, operate at the federal level.

**Notably, the SGP affects the aggregate fiscal stance indirectly rather than steering it directly.** The euro area countries' decentralised fiscal policies are coordinated by the SGP, which takes the economic cycle into account. As indicated in Box 4, the SGP contains a multitude of provisions for countries under both its preventive and corrective arms that modulate the required structural effort according to economic conditions and, to a lesser extent, the government debt ratio. Consequently, the SGP affects the aggregate euro area fiscal stance indirectly.

**In addition, the SGP does not entail obligations for countries that have fiscal room for manoeuvre to contribute to a desirable aggregate fiscal stance.** As indicated in Chart 1 above, the euro area aggregate fiscal stance is expected to be mildly expansionary in 2016. At the same time, while a number of euro area

---

<sup>98</sup> The same holds true for 2006, where the output gap was estimated at -0.8% of GDP in real time, while the latest Commission forecast suggests that it stood at +1.4% of GDP.

countries were assessed as being at risk of non-compliance with the SGP and therefore required additional fiscal tightening measures,<sup>99</sup> others still have fiscal room for manoeuvre under the SGP rules. This notwithstanding, the SGP does not contain any provisions that incentivise these countries to use their existing fiscal room for manoeuvre to provide support to the euro area economy. The logic of the SGP is that it sets minimum requirements rather than targets for national fiscal policies, leaving it up to individual Member States to set themselves targets going beyond minimum requirements.

**Recent legislative developments tend towards stronger coordination of the euro area fiscal stance.** In particular, Regulation (EU) No 473/2013, which entered into force on 30 May 2013, includes common provisions for monitoring and assessing draft budgetary plans. Moreover, it requests the Council to issue policy recommendations for the euro area as a whole, including advice regarding the euro area aggregate fiscal stance. For example, to strengthen the scope of this advice, within the 2016 European Semester, i.e. the annual cycle of policy coordination and surveillance, the release of these recommendations for the euro area was frontloaded to November 2015.<sup>100</sup> Member States should take these recommendations into account when defining their policy strategy. Thus, instead of actively steering the aggregate euro area fiscal stance, this frontloading enables the Commission and the Council to assess the draft budgetary plans of the individual euro area countries for the forthcoming year in the light of the recommended aggregate fiscal stance for the euro area as a whole.

#### Box 4

##### Provisions for accommodating the state of the economy in the SGP

---

**The provisions of the SGP take into account the state of the economy.** The 2005 reform of the SGP introduced the concept of the structural balance, which caters for cyclical impacts on the government budget balance. To this end, it enshrined the medium-term budgetary objective (MTO), which sets country-specific structural balance targets over the medium term. These are designed, inter alia, to ensure sustainable government debt ratios by also taking into account the budgetary costs of ageing. At the same time, MTOs are aimed at ensuring sufficient fiscal room for manoeuvre to deal with cyclical downturns and preserve public investment.<sup>101</sup>

---

<sup>99</sup> See the Eurogroup statement on the follow-up to the review of draft budgetary plans for 2016, available at <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2016/03/07-eurogroup-statement-draft-budgetary-plans-2016>

<sup>100</sup> See also Recommendation for a Council Recommendation on the economic policy of the euro area (COM(2015) 692 final), available at [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2016/ags2016\\_euro\\_area\\_recommendations.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2016/ags2016_euro_area_recommendations.pdf)

<sup>101</sup> MTOs are set by Member States according to country-specific circumstances. They must respect minimum values and are designed to serve three goals: (i) Member States maintain a safety margin that prevents them from breaching the 3% deficit reference value during cyclical downturns; (ii) Member States' debts are sustainable taking into consideration the economic and budgetary impact of ageing populations (i.e. by in part frontloading projected ageing-related increases in government spending, while ensuring long-run convergence of the debt ratio to 60%); and (iii) Member States have room for budgetary manoeuvre, in particular when it comes to preserving public investment. For more details, see the box entitled "The effectiveness of the medium-term budgetary objective as an anchor of fiscal policies", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2015.

**The SGP foresees a significant role for the operation of automatic fiscal stabilisers.** Such fiscal stabilisers are built into existing tax-transfer systems and operate automatically over the cycle and thus around the countries' paths of structural adjustment. At the same time, countries that have reached their MTOs can let their automatic stabilisers operate freely, thereby helping to smooth the business cycle.

**In addition, under its preventive arm, the SGP foresees a modulation of fiscal adjustment requirements according to the cyclical position and other factors.** On 12 February 2016, the ECOFIN Council endorsed a commonly agreed position on how to take the economic cycle, structural reforms and investment into account within the existing rules of the SGP. Within a matrix, different states of the economy are defined and related to structural adjustment needs. Specifically, it distinguishes "economic good times" and divides economic developments that are worse than in "normal times" into "bad", "very bad" and "exceptionally bad" economic times. The matrix modulates the structural adjustment requirements needed in order to move towards the MTO according to the size of the output gap, economic growth and the debt ratio. These adjustment requirements can be reduced if a country implements structural reforms or undertakes public investment, with the possible cumulative reduction being capped at 0.75% of GDP. Consequently, in an unfavourable economic environment, even countries with high debt-to-GDP ratios could be allowed to let their structural balance deteriorate without falling foul of the EU's fiscal rules.

**Under the SGP's corrective arm, excessive deficit procedure (EDP) deadlines can be set over horizons of several years and can be further extended.** This allows a spreading of the required amount of structural adjustment over the medium term, thereby taking stabilisation considerations into account. Furthermore, various relevant factors, such as low inflation, are taken into account in the assessment of compliance with the requirements under the debt rule.<sup>102</sup>

**The SGP also contains a general escape clause, introduced with the "six-pack" reforms<sup>103</sup> in 2011, which can bring about broad-based reductions in structural effort requirements.** This clause can be triggered for all or for individual euro area countries whenever an unusual event outside the control of Member States occurs that has a major impact on the financial position of the general government or in periods of severe economic downturn for the euro area or the Union as a whole.<sup>104</sup> In the event of such developments, it is possible to depart from the adjustment requirements under the preventive arm. Similarly, the fiscal effort requirements under EDPs can be adjusted and EDP deadlines can be extended. However, under the corrective arm, an annual structural improvement of 0.5% of GDP should in principle apply. In any case, the general escape clause can only be triggered if it does not endanger the fiscal sustainability of the Member State concerned in the medium term. The exact conditions for the application of this clause (including the metric for sustainability) are not explicitly defined.<sup>105</sup>

---

<sup>102</sup> See the article entitled "Debt reduction strategies in the euro area", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, May 2016.

<sup>103</sup> For more information on the "six pack", see the box entitled "The EU's new framework for economic governance", *Monthly Bulletin*, ECB, July 2012.

<sup>104</sup> A severe economic downturn is defined as a protracted period of negative growth and/or large negative output gaps.

<sup>105</sup> According to the European Commission, this exceptional provision is expected to be used only in the most unusual of circumstances. See "Vade mecum on the Stability and Growth Pact", *European Economy – Occasional Papers*, No 151, European Commission, May 2013.

## 5 Institutional considerations surrounding the future setting of the euro area fiscal stance

### 5.1 The European Fiscal Board

**The newly created European Fiscal Board will advise the European Commission on the appropriateness of the fiscal stance at both national and euro area level within the rules of the SGP.** As a follow-up to the Five Presidents' Report, Commission Decision (EU) 2015/1937<sup>106</sup> established a European Fiscal Board which – once fully operational – will provide an evaluation of the implementation of the provisions of the SGP and of the implications of budgetary policies at national level for the aggregate euro area fiscal stance.

**The European Fiscal Board will not be equipped with policy tools to actively influence the setting of fiscal policies.** It will rather contribute in an advisory capacity to multilateral surveillance in the euro area. However, the Commission Decision does not specify how the Board will perform its advisory function. In particular, it remains unclear how it would be involved in the procedures of the European Semester, the EU's annual cycle of economic and fiscal policy coordination.

**Given the envisaged institutional set-up, it is unclear how effectively the European Fiscal Board will be able to carry out its role.** The fact that, according to the Commission Decision, the European Fiscal Board will operate within the European Commission's institutional structure and not have a strong public voice is likely to undermine its credibility as an independent policy advisory institution.<sup>107</sup>

**From an operational point of view, the European Fiscal Board will need to develop a sound methodological framework on which to base its assessment of the fiscal stance.** The Commission Decision also remains vague on how the Board shall perform its tasks in practice. While the assessment of Member States' compliance with the provisions of the EU fiscal framework can build on well-established methodological foundations, this is not the case for the assessment of the appropriateness of the fiscal stance, in particular at the euro area level. Given the European Fiscal Board's mandate to provide its assessments within the rules of the SGP, it will be important to ensure that SGP compliance in all Member States and debt sustainability risks form key elements of the assessment of the fiscal stance.

### 5.2 Options for a better setting of fiscal policies at the euro area level

**In the context of a far-reaching overhaul of the institutional architecture of EMU, the Five Presidents' Report proposes two fiscal instruments at the euro**

<sup>106</sup> Commission Decision (EU) 2015/1937 of 21 October 2015 establishing an independent advisory European Fiscal Board.

<sup>107</sup> See the box entitled "The creation of a European Fiscal Board", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2015.

#### **area level – a macroeconomic stabilisation function and a euro area treasury.**

The experience of the crisis has shown that, without monetary policy instruments at the national level, fiscal policies can become overwhelmed if country-specific shocks are very large and not well catered for by the shock-absorbing capacity of the economy and the financial sector. At the same time, as discussed in Section 4, the pursuit of national policies does not necessarily result in an appropriate stance at the euro area level. Central fiscal policy tools may therefore be useful to address idiosyncratic shocks more effectively and/or better steer the aggregate fiscal stance where appropriate.

#### **A macroeconomic stabilisation function at the euro area level could complement automatic stabilisers at national level under certain conditions.**

While the ultimate design of a euro area macroeconomic stabilisation function would depend on political preferences, certain design principles should be adhered to in order to preserve incentives for sound fiscal policymaking and for addressing structural weaknesses at the national level. As emphasised in the Five Presidents' Report, a euro area macroeconomic stabilisation function should neither be aimed at income equalisation nor lead to permanent transfers between Member States. It should take the form of automatic stabilisation and not aim at fiscal fine-tuning of the economic cycle. The stabilisation function would therefore not be a tool to actively steer the euro area fiscal stance, but rather reduce the need for euro area countries to address large country-specific shocks by using discretionary policies.

**Mutual insurance against asymmetric shocks through a stabilisation function will require convergence in other policy areas.** In this context, the Five Presidents' Report emphasises that any move towards risk sharing needs to be preceded by a new convergence process towards more resilient economic structures in euro area countries.

**In the longer term, a euro area treasury could be created and equipped with fiscal instruments to contribute to the setting of the aggregate euro area fiscal stance.** The creation of such a central treasury would be the only way to effectively steer the euro area aggregate stance. However, to be effective, the budgetary capacity of this treasury needs to be sufficiently large to be able to react to economic shocks in the euro area. It is clear that the creation of such a central treasury function would require far-reaching institutional reform – in particular, a shift of sovereignty to the euro area level via an amendment to the Treaty on the Functioning of the European Union. A future euro area treasury would need to be democratically legitimised and accountable in order to carry out fiscal policy functions at the central level.

## **6 Conclusions**

**Recent institutional reforms have gone in the direction of strengthening the aggregate euro area perspective when assessing fiscal policies in the euro**

**area.** Following the “two-pack” reforms in 2013,<sup>108</sup> the Council – based on the Commission’s assessment of euro area countries’ draft budgetary plans – now issues policy recommendations for the euro area as a whole, including advice regarding the appropriateness of the euro area aggregate fiscal stance. Member States should take into account this advice when defining their policy strategy in the context of the annual stability programme updates. At the same time, once operational, the newly established European Fiscal Board will advise the Commission on the appropriateness of the fiscal stance at both the national and euro area level within the rules of the SGP. The SGP, however, does not contain any requirement to contribute to the euro area-wide fiscal stance.

**The assessment of the appropriateness of the euro area fiscal stance is not straightforward.** Such an assessment needs to balance various objectives, notably with regard to sustainability and stabilisation, and to account for severe measurement problems, notably with respect to the output gap. While the European Commission’s approach to assessing the fiscal stance at the national and euro area level provides a useful basis for discussion, further work needs to be done to develop a sound methodological framework that is sufficiently robust to draw policy conclusions. Compliance with the provisions of the SGP and the timely correction of debt sustainability risks need to be key elements of the assessment of the fiscal stance.

**The Stability and Growth Pact provides flexibility for Member States’ budgetary policies to react to cyclical fluctuations while ensuring adequate progress towards sound and sustainable fiscal positions.** The full and consistent implementation of the SGP is crucial to ensure that markets trust the capability of the EU governance framework to effectively coordinate fiscal policies in EMU. At the same time, compliance with the SGP rules will enable Member States to rebuild fiscal buffers and increase their capacity to cushion future economic shocks effectively.

**The decentralised fiscal framework, however, does not necessarily result in an appropriate stance at the euro area level.** Two additional features for the future institutional architecture of EMU therefore appear desirable. First, the creation of a euro area macroeconomic stabilisation function to cushion large country-specific shocks, which can overwhelm national stabilisation capacities as experienced in the recent crisis. The aim of such a central macroeconomic stabilisation function would not be to actively steer the euro area fiscal stance but to provide an additional layer of automatic stabilisation, which would mitigate the need for discretionary policies at national level. A central stabilisation function would need to be well designed to preserve incentives for sound fiscal policymaking and for addressing structural weaknesses at the national level. At the same time, access to a prospective macroeconomic stabilisation function would need to be made conditional on significant progress on economic convergence in the euro area to achieve similarly resilient economic structures, ensuring that the stabilisation function does not imply permanent transfers between Member States. Increased risk sharing in the euro

---

<sup>108</sup> See the box entitled “The ‘two-pack’ regulations to strengthen economic governance in the euro area”, *Monthly Bulletin*, ECB, April 2013.



area would also have to be accompanied by more joint economic policy decision-making. Second, in the longer term, a euro area treasury could be equipped with fiscal policy tools to contribute directly to the setting of the euro area fiscal stance. This would require a shift of sovereignty to the euro area level via a Treaty amendment. Strong democratic legitimacy and accountability are crucial prerequisites for a euro area treasury that would carry out fiscal policy functions.



# Statistieken

## Inhoud

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

## Verdere informatie

|                                                                                                                  |                                                                                                                                     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ECB-statistieken kunnen worden ingezien in en gedownload van het Statistical Data Warehouse (SDW):               | <a href="http://sdw.ecb.europa.eu/">http://sdw.ecb.europa.eu/</a>                                                                   |
| Gegevens uit de statistische bijlage van het Economisch Bulletin zijn beschikbaar in het SDW:                    | <a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813</a>               |
| Een alomvattend Statistics Bulletin kan worden gevonden in het SDW:                                              | <a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045</a>               |
| Methodologische definities kunnen worden gevonden in de "General Notes" bij het Statistics Bulletin:             | <a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023</a>                   |
| Details ten aanzien van berekeningen kunnen worden gevonden in de "Technical Notes" bij het Statistics Bulletin: | <a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022</a>                   |
| Een uitleg van termen en afkortingen kan worden gevonden in de "Statistics Glossary" van de ECB op               | <a href="http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html">http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html</a> |

## In de tabellen gebruikte conventies

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

# 1 Externe omgeving

## 1.1 Belangrijkste handelspartners, bbp en CPI

|                   | Bbp <sup>1)</sup><br>(mutaties in procenten, periode-op-periode) |                  |                     |       |       |                | CPI<br>(mutaties in procenten per jaar) |                           |                  |                     |       |       |                                     |
|-------------------|------------------------------------------------------------------|------------------|---------------------|-------|-------|----------------|-----------------------------------------|---------------------------|------------------|---------------------|-------|-------|-------------------------------------|
|                   | G 20 <sup>2)</sup>                                               | Verenigde Staten | Verenigd Koninkrijk | Japan | China | PM: eurogebied | OESO-landen                             |                           | Verenigde Staten | Verenigd Koninkrijk | Japan | China | PM: eurogebied <sup>3)</sup> (HICP) |
|                   | 1                                                                | 2                | 3                   | 4     | 5     | 6              | Totaal                                  | m.u.v. voeding en energie | 9                | 10                  | 11    | 12    | 13                                  |
| 2013              | 3,1                                                              | 1,5              | 2,2                 | 1,4   | 7,7   | -0,3           | 1,6                                     | 1,6                       | 1,5              | 2,6                 | 0,4   | 2,6   | 1,4                                 |
| 2014              | 3,3                                                              | 2,4              | 2,9                 | -0,1  | 7,3   | 0,9            | 1,7                                     | 1,8                       | 1,6              | 1,5                 | 2,7   | 2,0   | 0,4                                 |
| 2015              | 3,1                                                              | 2,4              | 2,3                 | 0,6   | 6,9   | 1,6            | 0,6                                     | 1,7                       | 0,1              | 0,0                 | 0,8   | 1,4   | 0,0                                 |
| 2015 II           | 0,8                                                              | 1,0              | 0,6                 | -0,4  | 1,8   | 0,4            | 0,5                                     | 1,6                       | 0,0              | 0,0                 | 0,5   | 1,4   | 0,2                                 |
| III               | 0,7                                                              | 0,5              | 0,4                 | 0,4   | 1,8   | 0,3            | 0,5                                     | 1,7                       | 0,1              | 0,0                 | 0,2   | 1,7   | 0,1                                 |
| IV                | 0,7                                                              | 0,3              | 0,6                 | -0,4  | 1,5   | 0,3            | 0,7                                     | 1,8                       | 0,5              | 0,1                 | 0,3   | 1,5   | 0,2                                 |
| 2016 I            | .                                                                | 0,2              | 0,4                 | 0,4   | 1,1   | 0,5            | 1,0                                     | 1,9                       | 1,1              | 0,3                 | 0,1   | 2,1   | 0,0                                 |
| 2015 dec.         | -                                                                | -                | -                   | -     | -     | -              | 0,9                                     | 1,9                       | 0,7              | 0,2                 | 0,2   | 1,6   | 0,2                                 |
| 2016 jan.         | -                                                                | -                | -                   | -     | -     | -              | 1,2                                     | 1,9                       | 1,4              | 0,3                 | 0,0   | 1,8   | 0,3                                 |
| feb.              | -                                                                | -                | -                   | -     | -     | -              | 1,0                                     | 1,9                       | 1,0              | 0,3                 | 0,3   | 2,3   | -0,2                                |
| maart             | -                                                                | -                | -                   | -     | -     | -              | 0,8                                     | 1,9                       | 0,9              | 0,5                 | -0,1  | 2,3   | 0,0                                 |
| april             | -                                                                | -                | -                   | -     | -     | -              | 0,8                                     | 1,8                       | 1,1              | 0,3                 | -0,3  | 2,3   | -0,2                                |
| mei <sup>4)</sup> | -                                                                | -                | -                   | -     | -     | -              | .                                       | .                         | .                | .                   | .     | .     | -0,1                                |

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

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

2) De gegevens voor Argentinië zijn momenteel niet beschikbaar vanwege de noodtoestand in het nationale statistisch systeem die op 7 januari 2016 door de regering van Argentinië is afgekondigd. Dientengevolge is Argentinië niet meegenomen in de berekening van het G20-aggregaat. Het beleid ten aanzien van het opnemen van Argentinië zal in de toekomst worden heroverwogen op grond van de verdere ontwikkelingen.

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

4) Het cijfer voor het eurogebied is een schatting gebaseerd op voorlopige nationale gegevens, die gewoonlijk betrekking hebben op rond 95% van het eurogebied, en op vroege informatie over de energieprijzen.

## 1.2 Belangrijkste handelspartners, Purchasing Managers' Index en mondiale handel

|           | Purchasing Managers' Surveys (spreidingsindices; voor seizoenen gecorrigeerd) |                  |                     |       |       |                |                                                 |          |                      | Goederenimport <sup>1)</sup> |                         |                           |
|-----------|-------------------------------------------------------------------------------|------------------|---------------------|-------|-------|----------------|-------------------------------------------------|----------|----------------------|------------------------------|-------------------------|---------------------------|
|           | Composite Purchasing Managers' Index                                          |                  |                     |       |       |                | Global Purchasing Managers' Index <sup>2)</sup> |          |                      | Mondiaal                     | Geavanceerde economieën | Opkomende markteconomieën |
|           | Mondiaal <sup>2)</sup>                                                        | Verenigde Staten | Verenigd Koninkrijk | Japan | China | PM: eurogebied | Verwerkende industrie                           | Diensten | Nieuwe uitvoerorders |                              |                         |                           |
|           | 1                                                                             | 2                | 3                   | 4     | 5     | 6              | 7                                               | 8        | 9                    | 10                           | 11                      | 12                        |
| 2013      | 53,4                                                                          | 54,8             | 56,8                | 52,6  | 51,5  | 49,7           | 52,2                                            | 52,7     | 50,6                 | 3,1                          | -0,1                    | 5,5                       |
| 2014      | 54,2                                                                          | 57,3             | 57,9                | 50,9  | 51,1  | 52,7           | 53,1                                            | 54,1     | 51,5                 | 2,8                          | 3,7                     | 2,3                       |
| 2015      | 53,3                                                                          | 55,8             | 56,3                | 51,4  | 50,4  | 53,8           | 51,7                                            | 53,9     | 50,3                 | 0,8                          | 3,8                     | -1,4                      |
| 2015 II   | 53,3                                                                          | 55,9             | 57,2                | 51,3  | 51,1  | 53,9           | 51,1                                            | 54,1     | 49,6                 | -1,2                         | -1,0                    | -1,4                      |
| III       | 53,0                                                                          | 55,4             | 55,1                | 51,9  | 49,0  | 53,9           | 50,2                                            | 54,0     | 48,8                 | 1,9                          | 1,0                     | 2,6                       |
| IV        | 52,7                                                                          | 55,0             | 55,4                | 52,3  | 49,9  | 54,1           | 51,3                                            | 53,2     | 50,5                 | 1,4                          | 0,2                     | 2,2                       |
| 2016 I    | 51,1                                                                          | 51,5             | 54,2                | 51,2  | 50,3  | 53,2           | 50,6                                            | 51,3     | 49,4                 | -2,7                         | 0,2                     | -4,8                      |
| 2015 dec. | 52,2                                                                          | 54,0             | 55,2                | 52,6  | 49,4  | 54,3           | 50,9                                            | 52,6     | 49,8                 | 1,4                          | 0,2                     | 2,2                       |
| 2016 jan. | 52,2                                                                          | 53,2             | 56,2                | 52,6  | 50,1  | 53,6           | 51,0                                            | 52,7     | 50,1                 | -0,2                         | -0,9                    | 0,4                       |
| feb.      | 50,2                                                                          | 50,0             | 52,7                | 51,0  | 49,4  | 53,0           | 49,9                                            | 50,3     | 48,9                 | -1,2                         | -0,3                    | -1,9                      |
| maart     | 51,0                                                                          | 51,3             | 53,6                | 49,9  | 51,3  | 53,1           | 51,0                                            | 51,1     | 49,3                 | -2,7                         | 0,2                     | -4,8                      |
| april     | 51,2                                                                          | 52,4             | 51,9                | 48,9  | 50,8  | 53,0           | 49,9                                            | 51,6     | 48,7                 | .                            | .                       | .                         |
| mei       | .                                                                             | 50,8             | .                   | .     | .     | 52,9           | .                                               | .        | .                    | .                            | .                       | .                         |

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

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

2) Met uitzondering van het eurogebied.

## 2 Financiële ontwikkelingen

### 2.1 Geldmarktrente

(procenten per jaar; gemiddelden per periode)

|           | Eurogebied <sup>1)</sup>  |                               |                               |                               |                                | Verenigde Staten            | Japan                       |
|-----------|---------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
|           | Girale deposito's (EONIA) | 1-maands deposito's (EURIBOR) | 3-maands deposito's (EURIBOR) | 6-maands deposito's (EURIBOR) | 12-maands deposito's (EURIBOR) | 3-maands deposito's (LIBOR) | 3-maands deposito's (LIBOR) |
|           | 1                         | 2                             | 3                             | 4                             | 5                              | 6                           | 7                           |
| 2013      | 0,09                      | 0,13                          | 0,22                          | 0,34                          | 0,54                           | 0,27                        | 0,15                        |
| 2014      | 0,09                      | 0,13                          | 0,21                          | 0,31                          | 0,48                           | 0,23                        | 0,13                        |
| 2015      | -0,11                     | -0,07                         | -0,02                         | 0,05                          | 0,17                           | 0,31                        | 0,09                        |
| 2015 nov. | -0,13                     | -0,14                         | -0,09                         | -0,02                         | 0,08                           | 0,37                        | 0,08                        |
| dec.      | -0,20                     | -0,19                         | -0,13                         | -0,04                         | 0,06                           | 0,53                        | 0,08                        |
| 2016 jan. | -0,24                     | -0,22                         | -0,15                         | -0,06                         | 0,04                           | 0,62                        | 0,08                        |
| feb.      | -0,24                     | -0,25                         | -0,18                         | -0,12                         | -0,01                          | 0,62                        | 0,01                        |
| maart     | -0,29                     | -0,31                         | -0,23                         | -0,13                         | -0,01                          | 0,63                        | -0,01                       |
| april     | -0,34                     | -0,34                         | -0,25                         | -0,14                         | -0,01                          | 0,63                        | -0,02                       |
| mei       | -0,34                     | -0,35                         | -0,26                         | -0,14                         | -0,01                          | 0,64                        | -0,03                       |

Bron: ECB.

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

### 2.2 Rendementscurves

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

|           | Spot-rentes                  |        |        |        |         | Ecarten                      |                  |                     | Onmiddellijke termijrentes   |        |        |         |
|-----------|------------------------------|--------|--------|--------|---------|------------------------------|------------------|---------------------|------------------------------|--------|--------|---------|
|           | Eurogebied <sup>1), 2)</sup> |        |        |        |         | Eurogebied <sup>1), 2)</sup> | Verenigde Staten | Verenigd Koninkrijk | Eurogebied <sup>1), 2)</sup> |        |        |         |
|           | 3 maanden                    | 1 jaar | 2 jaar | 5 jaar | 10 jaar | 10 jaar - 1 jaar             | 10 jaar - 1 jaar | 10 jaar - 1 jaar    | 1 jaar                       | 2 jaar | 5 jaar | 10 jaar |
|           | 1                            | 2      | 3      | 4      | 5       | 6                            | 7                | 8                   | 9                            | 10     | 11     | 12      |
| 2013      | 0,08                         | 0,09   | 0,25   | 1,07   | 2,24    | 2,15                         | 2,91             | 2,66                | 0,18                         | 0,67   | 2,53   | 3,88    |
| 2014      | -0,02                        | -0,09  | -0,12  | 0,07   | 0,65    | 0,74                         | 1,95             | 1,45                | -0,15                        | -0,11  | 0,58   | 1,77    |
| 2015      | -0,45                        | -0,40  | -0,35  | 0,02   | 0,77    | 1,17                         | 1,66             | 1,68                | -0,35                        | -0,22  | 0,82   | 1,98    |
| 2015 nov. | -0,41                        | -0,40  | -0,40  | -0,13  | 0,58    | 0,98                         | 1,73             | 1,34                | -0,41                        | -0,36  | 0,58   | 1,77    |
| dec.      | -0,45                        | -0,40  | -0,35  | 0,02   | 0,77    | 1,17                         | 1,66             | 1,68                | -0,35                        | -0,22  | 0,82   | 1,98    |
| 2016 jan. | -0,45                        | -0,45  | -0,47  | -0,23  | 0,44    | 0,89                         | 1,47             | 1,18                | -0,47                        | -0,46  | 0,43   | 1,55    |
| feb.      | -0,50                        | -0,51  | -0,54  | -0,36  | 0,22    | 0,73                         | 1,14             | 1,01                | -0,54                        | -0,56  | 0,18   | 1,23    |
| maart     | -0,49                        | -0,49  | -0,49  | -0,30  | 0,26    | 0,75                         | 1,18             | 1,03                | -0,49                        | -0,47  | 0,25   | 1,21    |
| april     | -0,54                        | -0,52  | -0,50  | -0,27  | 0,34    | 0,86                         | 1,28             | 1,13                | -0,50                        | -0,45  | 0,33   | 1,39    |
| mei       | -0,56                        | -0,54  | -0,53  | -0,33  | 0,22    | 0,76                         | 1,17             | 1,03                | -0,53                        | -0,48  | 0,19   | 1,19    |

Bron: ECB.

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

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

### 2.3 Effectenbeursindices

(indices in punten; gemiddelden per periode)

|           | Dow Jones EURO STOXX-indices |               |                        |                           |                    |             |            |           |             |               |                  |                 | Verenigde Staten      | Japan      |
|-----------|------------------------------|---------------|------------------------|---------------------------|--------------------|-------------|------------|-----------|-------------|---------------|------------------|-----------------|-----------------------|------------|
|           | Referentie                   |               | Belangrijkste sectoren |                           |                    |             |            |           |             |               |                  |                 | Standard & Poor's 500 | Nikkei 225 |
|           | Ruime index                  | Euro STOXX 50 | Grondstoffen           | Diensten voor consumenten | Consumptiegoederen | Olie en gas | Financieel | Industrie | Technologie | Nutsbedrijven | Telecommunicatie | Gezondheidszorg |                       |            |
|           | 1                            | 2             | 3                      | 4                         | 5                  | 6           | 7          | 8         | 9           | 10            | 11               | 12              | 13                    | 14         |
| 2013      | 281,9                        | 2.794,0       | 586,3                  | 195,0                     | 468,2              | 312,8       | 151,5      | 402,7     | 274,1       | 230,6         | 253,4            | 629,4           | 1.643,8               | 13.577,9   |
| 2014      | 318,7                        | 3.145,3       | 644,3                  | 216,6                     | 510,6              | 335,5       | 180,0      | 452,9     | 310,8       | 279,2         | 306,7            | 668,1           | 1.931,4               | 15.460,4   |
| 2015      | 356,2                        | 3.444,1       | 717,4                  | 261,9                     | 628,2              | 299,9       | 189,8      | 500,6     | 373,2       | 278,0         | 377,7            | 821,3           | 2.061,1               | 19.203,8   |
| 2015 nov. | 358,2                        | 3.439,6       | 703,0                  | 269,0                     | 640,1              | 297,3       | 187,0      | 507,4     | 394,1       | 270,3         | 385,3            | 850,1           | 2.080,6               | 19.581,8   |
| dec.      | 346,0                        | 3.288,6       | 652,5                  | 262,8                     | 630,2              | 278,1       | 180,2      | 494,9     | 391,7       | 263,6         | 363,3            | 811,0           | 2.054,1               | 19.202,6   |
| 2016 jan. | 320,8                        | 3.030,5       | 589,3                  | 250,1                     | 584,0              | 252,6       | 161,6      | 463,6     | 379,6       | 254,3         | 345,1            | 769,6           | 1.918,6               | 17.302,3   |
| feb.      | 304,3                        | 2.862,6       | 559,2                  | 245,9                     | 569,1              | 250,5       | 144,0      | 449,9     | 352,5       | 245,7         | 332,8            | 732,6           | 1.904,4               | 16.347,0   |
| maart     | 322,2                        | 3.031,4       | 598,6                  | 257,6                     | 595,8              | 271,6       | 155,9      | 483,1     | 366,3       | 248,1         | 349,9            | 746,9           | 2.022,0               | 16.897,3   |
| april     | 323,4                        | 3.031,2       | 623,9                  | 254,7                     | 597,3              | 273,2       | 153,6      | 491,4     | 364,9       | 252,3         | 337,0            | 772,7           | 2.075,5               | 16.543,5   |
| mei       | 319,5                        | 2.983,7       | 602,3                  | 248,6                     | 591,6              | 279,5       | 150,8      | 491,9     | 357,8       | 252,1         | 335,4            | 755,7           | 2.065,6               | 16.612,7   |

Bron: ECB.

## 2 Financiële ontwikkelingen

### 2.4 Door MFI's op leningen aan en deposito's van huishoudens toegepaste rentetarieven (nieuwe contracten)<sup>1), 2)</sup>

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

|      | Deposito's           |                                        |                         |                 | Doorlopende kredieten en rekening-courant-kredieten | Verlengd krediet-kaart-krediet | Consumptief krediet                |                 |                    | Leningen aan eenmans-zaken en persoons-vennootschappen zonder rechts-persoonlijkheid | Woninghypotheken                    |                                   |                                    |                  |                                                      | Samen-gestelde indicato-leen-kosten |      |
|------|----------------------|----------------------------------------|-------------------------|-----------------|-----------------------------------------------------|--------------------------------|------------------------------------|-----------------|--------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------|------------------------------------|------------------|------------------------------------------------------|-------------------------------------|------|
|      | Giraal               | Met opzeg-termijn tot en met 3 maanden | Met vaste looptijd van: |                 |                                                     |                                | Naar oorspronkelijke rentelooptijd |                 | APRC <sup>3)</sup> |                                                                                      | Naar oorspronkelijke rente-looptijd |                                   |                                    |                  | Effectieve rente in procenten per jaar <sup>3)</sup> |                                     |      |
|      |                      |                                        | Tot en met 2 jaar       | Meer dan 2 jaar |                                                     |                                | Variabele rente tot en met 1 jaar  | Meer dan 1 jaar |                    |                                                                                      | Variabele rente tot en met 1 jaar   | Meer dan 1 jaar tot en met 5 jaar | Meer dan 5 jaar tot en met 10 jaar | Meer dan 10 jaar |                                                      |                                     |      |
|      |                      |                                        |                         |                 |                                                     |                                |                                    |                 |                    |                                                                                      |                                     |                                   |                                    |                  |                                                      |                                     |      |
|      | 1                    | 2                                      | 3                       | 4               | 5                                                   | 6                              | 7                                  | 8               | 9                  | 10                                                                                   | 11                                  | 12                                | 13                                 | 14               | 15                                                   | 16                                  |      |
| 2015 | april                | 0,16                                   | 0,79                    | 0,87            | 1,19                                                | 7,03                           | 17,01                              | 4,89            | 6,13               | 6,42                                                                                 | 2,66                                | 2,02                              | 2,41                               | 2,17             | 2,35                                                 | 2,49                                | 2,24 |
|      | mei                  | 0,16                                   | 0,82                    | 0,83            | 1,13                                                | 6,98                           | 17,08                              | 5,04            | 6,29               | 6,60                                                                                 | 2,67                                | 2,06                              | 2,36                               | 2,09             | 2,29                                                 | 2,45                                | 2,17 |
|      | juni                 | 0,15                                   | 0,78                    | 0,77            | 1,11                                                | 6,97                           | 17,02                              | 4,88            | 6,15               | 6,47                                                                                 | 2,59                                | 2,03                              | 2,27                               | 2,12             | 2,31                                                 | 2,48                                | 2,18 |
|      | juli                 | 0,15                                   | 0,74                    | 0,67            | 1,14                                                | 6,83                           | 17,08                              | 5,10            | 6,20               | 6,53                                                                                 | 2,61                                | 2,06                              | 2,32                               | 2,21             | 2,35                                                 | 2,56                                | 2,22 |
|      | aug.                 | 0,14                                   | 0,67                    | 0,67            | 1,00                                                | 6,83                           | 17,03                              | 5,30            | 6,28               | 6,62                                                                                 | 2,60                                | 2,12                              | 2,35                               | 2,30             | 2,33                                                 | 2,60                                | 2,26 |
|      | sept.                | 0,14                                   | 0,67                    | 0,67            | 1,08                                                | 6,85                           | 17,06                              | 5,21            | 6,18               | 6,55                                                                                 | 2,68                                | 2,07                              | 2,36                               | 2,29             | 2,38                                                 | 2,61                                | 2,25 |
|      | okt.                 | 0,14                                   | 0,66                    | 0,64            | 0,99                                                | 6,71                           | 16,98                              | 5,22            | 6,03               | 6,43                                                                                 | 2,64                                | 2,06                              | 2,32                               | 2,30             | 2,41                                                 | 2,58                                | 2,26 |
|      | nov.                 | 0,14                                   | 0,65                    | 0,64            | 0,96                                                | 6,68                           | 16,91                              | 5,23            | 6,22               | 6,60                                                                                 | 2,68                                | 2,04                              | 2,31                               | 2,32             | 2,45                                                 | 2,62                                | 2,27 |
|      | dec.                 | 0,13                                   | 0,64                    | 0,64            | 0,98                                                | 6,61                           | 16,95                              | 4,84            | 5,94               | 6,25                                                                                 | 2,53                                | 1,99                              | 2,27                               | 2,27             | 2,41                                                 | 2,55                                | 2,22 |
| 2016 | jan.                 | 0,12                                   | 0,62                    | 0,63            | 1,25                                                | 6,65                           | 16,88                              | 5,31            | 6,29               | 6,65                                                                                 | 2,53                                | 1,99                              | 2,22                               | 2,30             | 2,40                                                 | 2,53                                | 2,23 |
|      | feb.                 | 0,12                                   | 0,60                    | 0,60            | 0,89                                                | 6,66                           | 16,88                              | 5,01            | 6,13               | 6,46                                                                                 | 2,61                                | 1,99                              | 2,19                               | 2,23             | 2,33                                                 | 2,48                                | 2,19 |
|      | maart <sup>(v)</sup> | 0,11                                   | 0,58                    | 0,59            | 0,87                                                | 6,63                           | 16,88                              | 5,14            | 5,98               | 6,35                                                                                 | 2,53                                | 1,89                              | 2,09                               | 2,10             | 2,24                                                 | 2,38                                | 2,10 |

Bron: ECB.

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

2) Met inbegrip van instellingen zonder winst oogmerk ten behoeve van huishoudens.

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

### 2.5 Door MFI's op leningen aan en deposito's van niet-financiële vennootschappen toegepaste rentetarieven (nieuwe contracten)<sup>1), 2)</sup>

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

|                      | Deposito's |                         |                 | Doorlopende kredieten en rekening-courant-kredieten | Overige leningen naar omvang en oorspronkelijke rentelooptijd |                                      |                 |                                        |                                      |                 |                                      |                                      |                 | Samen-gestelde indicator leenkosten |
|----------------------|------------|-------------------------|-----------------|-----------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|--------------------------------------|-----------------|----------------------------------------|--------------------------------------|-----------------|--------------------------------------|--------------------------------------|-----------------|-------------------------------------|
|                      | Giraal     | Met vaste looptijd van: |                 |                                                     | Tot en met EUR 0,25 miljoen                                   |                                      |                 | Meer dan EUR 0,25 tot en met 1 miljoen |                                      |                 | Meer dan EUR 1 miljoen               |                                      |                 |                                     |
|                      |            | Tot en met 2 jaar       | Meer dan 2 jaar |                                                     | Variabele rente tot en met 3 maanden                          | Meer dan 3 maanden tot en met 1 jaar | Meer dan 1 jaar | Variabele rente tot en met 3 maanden   | Meer dan 3 maanden tot en met 1 jaar | Meer dan 1 jaar | Variabele rente tot en met 3 maanden | Meer dan 3 maanden tot en met 1 jaar | Meer dan 1 jaar |                                     |
|                      | 1          | 2                       | 3               | 4                                                   | 5                                                             | 6                                    | 7               | 8                                      | 9                                    | 10              | 11                                   | 12                                   | 13              | 14                                  |
| 2015 april           | 0,19       | 0,30                    | 0,90            | 3,34                                                | 3,46                                                          | 3,58                                 | 2,97            | 2,18                                   | 2,60                                 | 2,26            | 1,63                                 | 1,93                                 | 2,02            | 2,34                                |
| mei                  | 0,18       | 0,30                    | 0,91            | 3,28                                                | 3,37                                                          | 3,50                                 | 2,97            | 2,15                                   | 2,46                                 | 2,23            | 1,56                                 | 1,85                                 | 2,04            | 2,25                                |
| juni                 | 0,18       | 0,31                    | 1,09            | 3,25                                                | 3,19                                                          | 3,47                                 | 2,87            | 2,09                                   | 2,33                                 | 2,23            | 1,59                                 | 1,91                                 | 2,03            | 2,24                                |
| juli                 | 0,17       | 0,32                    | 0,86            | 3,19                                                | 3,27                                                          | 3,60                                 | 2,87            | 2,07                                   | 2,36                                 | 2,20            | 1,50                                 | 1,73                                 | 2,04            | 2,17                                |
| aug.                 | 0,17       | 0,24                    | 0,92            | 3,16                                                | 3,25                                                          | 3,57                                 | 2,91            | 2,07                                   | 2,32                                 | 2,23            | 1,42                                 | 1,53                                 | 2,03            | 2,15                                |
| sept.                | 0,17       | 0,26                    | 0,98            | 3,20                                                | 3,23                                                          | 3,51                                 | 2,89            | 2,03                                   | 2,25                                 | 2,21            | 1,53                                 | 1,87                                 | 2,17            | 2,22                                |
| okt.                 | 0,16       | 0,26                    | 0,80            | 3,09                                                | 3,18                                                          | 3,42                                 | 2,89            | 2,04                                   | 2,28                                 | 2,20            | 1,45                                 | 1,69                                 | 2,02            | 2,15                                |
| nov.                 | 0,16       | 0,23                    | 0,84            | 3,05                                                | 3,14                                                          | 3,39                                 | 2,88            | 2,02                                   | 2,16                                 | 2,20            | 1,43                                 | 1,62                                 | 1,98            | 2,12                                |
| dec.                 | 0,14       | 0,23                    | 0,85            | 3,01                                                | 3,07                                                          | 3,18                                 | 2,77            | 2,01                                   | 2,13                                 | 2,17            | 1,47                                 | 1,77                                 | 1,92            | 2,08                                |
| 2016 jan.            | 0,13       | 0,27                    | 0,77            | 2,97                                                | 3,23                                                          | 3,25                                 | 2,78            | 2,00                                   | 2,22                                 | 2,17            | 1,39                                 | 1,67                                 | 2,07            | 2,09                                |
| feb.                 | 0,13       | 0,24                    | 0,70            | 2,93                                                | 3,16                                                          | 3,28                                 | 2,76            | 1,96                                   | 2,11                                 | 2,09            | 1,33                                 | 1,47                                 | 1,74            | 2,01                                |
| maart <sup>(v)</sup> | 0,13       | 0,14                    | 0,87            | 2,89                                                | 3,04                                                          | 3,22                                 | 2,68            | 1,92                                   | 2,03                                 | 2,02            | 1,36                                 | 1,77                                 | 1,77            | 2,04                                |

Bron: ECB.

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

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

## 2 Financiële ontwikkelingen

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

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

|            | Uitstaande bedragen |                                            |                                              |                                             |                      |                     |        | Bruto uitgiften <sup>1)</sup>              |                                              |                                             |                      |                     |      |      |
|------------|---------------------|--------------------------------------------|----------------------------------------------|---------------------------------------------|----------------------|---------------------|--------|--------------------------------------------|----------------------------------------------|---------------------------------------------|----------------------|---------------------|------|------|
|            | Totaal              | MFI's<br>(m.i.v. het<br>Eurosyst-<br>teem) | Niet-monetaire financiële<br>vennootschappen |                                             | Overheid             |                     | Totaal | MFI's<br>(m.i.v. het<br>Eurosyst-<br>teem) | Niet-monetaire financiële<br>vennootschappen |                                             | Overheid             |                     |      |      |
|            |                     |                                            | Financiële<br>anders<br>dan MFI's            | Niet-<br>financiële<br>vennoot-<br>schappen | Centrale<br>overheid | Overige<br>Overheid |        |                                            | Financiële<br>anders<br>dan MFI's            | Niet-<br>financiële<br>vennoot-<br>schappen | Centrale<br>overheid | Overige<br>Overheid |      |      |
|            |                     |                                            |                                              |                                             |                      |                     |        |                                            |                                              |                                             |                      |                     | FVCs | FVCs |
| 1          | 2                   | 3                                          | 4                                            | 5                                           | 6                    | 7                   | 8      | 9                                          | 10                                           | 11                                          | 12                   | 13                  | 14   |      |
| Kortlopend |                     |                                            |                                              |                                             |                      |                     |        |                                            |                                              |                                             |                      |                     |      |      |
| 2013       | 1.255               | 483                                        | 124                                          | .                                           | 67                   | 529                 | 53     | 508                                        | 314                                          | 31                                          | .                    | 44                  | 99   | 21   |
| 2014       | 1.318               | 542                                        | 129                                          | .                                           | 59                   | 538                 | 50     | 410                                        | 219                                          | 34                                          | .                    | 38                  | 93   | 25   |
| 2015       | 1.260               | 517                                        | 139                                          | .                                           | 61                   | 478                 | 65     | 334                                        | 150                                          | 36                                          | .                    | 32                  | 82   | 34   |
| 2015 okt.  | 1.336               | 547                                        | 146                                          | .                                           | 74                   | 509                 | 60     | 363                                        | 172                                          | 32                                          | .                    | 32                  | 86   | 42   |
| nov.       | 1.348               | 554                                        | 146                                          | .                                           | 73                   | 509                 | 66     | 311                                        | 140                                          | 39                                          | .                    | 30                  | 75   | 26   |
| dec.       | 1.260               | 517                                        | 139                                          | .                                           | 61                   | 478                 | 65     | 295                                        | 133                                          | 51                                          | .                    | 27                  | 57   | 26   |
| 2016 jan.  | 1.284               | 524                                        | 142                                          | .                                           | 68                   | 483                 | 67     | 329                                        | 141                                          | 35                                          | .                    | 33                  | 87   | 33   |
| feb.       | 1.300               | 535                                        | 141                                          | .                                           | 71                   | 487                 | 66     | 317                                        | 143                                          | 31                                          | .                    | 30                  | 81   | 31   |
| maart      | 1.283               | 515                                        | 134                                          | .                                           | 72                   | 493                 | 69     | 319                                        | 123                                          | 37                                          | .                    | 30                  | 89   | 40   |
| Langlopend |                     |                                            |                                              |                                             |                      |                     |        |                                            |                                              |                                             |                      |                     |      |      |
| 2013       | 15.111              | 4.403                                      | 3.090                                        | .                                           | 921                  | 6.069               | 628    | 222                                        | 70                                           | 39                                          | .                    | 16                  | 89   | 9    |
| 2014       | 15.130              | 4.046                                      | 3.162                                        | .                                           | 995                  | 6.285               | 642    | 220                                        | 65                                           | 43                                          | .                    | 16                  | 85   | 10   |
| 2015       | 15.179              | 3.783                                      | 3.211                                        | .                                           | 1.067                | 6.482               | 637    | 213                                        | 66                                           | 44                                          | .                    | 13                  | 81   | 8    |
| 2015 okt.  | 15.332              | 3.856                                      | 3.289                                        | .                                           | 1.050                | 6.500               | 636    | 232                                        | 78                                           | 43                                          | .                    | 12                  | 89   | 10   |
| nov.       | 15.376              | 3.866                                      | 3.275                                        | .                                           | 1.063                | 6.528               | 644    | 196                                        | 67                                           | 34                                          | .                    | 16                  | 67   | 11   |
| dec.       | 15.179              | 3.783                                      | 3.211                                        | .                                           | 1.067                | 6.482               | 637    | 154                                        | 49                                           | 61                                          | .                    | 16                  | 23   | 4    |
| 2016 jan.  | 15.150              | 3.753                                      | 3.188                                        | .                                           | 1.053                | 6.522               | 634    | 205                                        | 75                                           | 23                                          | .                    | 6                   | 93   | 8    |
| feb.       | 15.086              | 3.750                                      | 3.107                                        | .                                           | 1.046                | 6.550               | 633    | 208                                        | 65                                           | 42                                          | .                    | 4                   | 88   | 10   |
| maart      | 15.097              | 3.727                                      | 3.071                                        | .                                           | 1.056                | 6.604               | 639    | 246                                        | 73                                           | 38                                          | .                    | 25                  | 94   | 17   |

Bron: ECB.

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

### 2.7 Groeipercents en uitstaande bedragen van schuldbewijzen en beursgenoteerde aandelen

(EUR miljard; mutaties in procenten)

|                   | Schuldbewijzen |                                            |                                                |                                         |                      |                     |       | Beursgenoteerde aandelen |       |                                                           |                                         |  |
|-------------------|----------------|--------------------------------------------|------------------------------------------------|-----------------------------------------|----------------------|---------------------|-------|--------------------------|-------|-----------------------------------------------------------|-----------------------------------------|--|
|                   | Totaal         | MFI's<br>(m.i.v. het<br>Eurosyst-<br>teem) | Niet-monetaire financiële ven-<br>nootschappen |                                         |                      | Overheid            |       | Totaal                   | MFIs  | Financiële<br>vennoot-<br>schappen<br>anders dan<br>MFI's | Niet-financiële<br>vennoot-<br>schappen |  |
|                   |                |                                            | Financiële<br>vennootschappen                  | Niet-financiële<br>vennoot-<br>schappen | Centrale<br>overheid | Overige<br>Overheid |       |                          |       |                                                           |                                         |  |
|                   |                |                                            |                                                |                                         |                      |                     |       |                          |       |                                                           |                                         |  |
| 1                 | 2              | 3                                          | 4                                              | 5                                       | 6                    | 7                   | 8     | 9                        | 10    | 11                                                        |                                         |  |
| Uitstaand bedrag  |                |                                            |                                                |                                         |                      |                     |       |                          |       |                                                           |                                         |  |
| 2013              | 16.366,6       | 4.886,4                                    | 3.214,6                                        | .                                       | 987,4                | 6.598,1             | 680,1 | 5.649,0                  | 569,1 | 742,5                                                     | 4.337,4                                 |  |
| 2014              | 16.448,0       | 4.588,1                                    | 3.290,7                                        | .                                       | 1.053,3              | 6.823,2             | 692,7 | 5.958,0                  | 591,1 | 780,6                                                     | 4.586,3                                 |  |
| 2015              | 16.439,0       | 4.300,1                                    | 3.349,8                                        | .                                       | 1.127,8              | 6.959,9             | 701,4 | 6.744,8                  | 586,1 | 911,6                                                     | 5.247,1                                 |  |
| 2015 okt.         | 16.667,7       | 4.403,1                                    | 3.434,8                                        | .                                       | 1.124,2              | 7.009,4             | 696,2 | 6.832,1                  | 612,1 | 888,4                                                     | 5.331,5                                 |  |
| nov.              | 16.723,7       | 4.420,6                                    | 3.420,4                                        | .                                       | 1.136,3              | 7.036,3             | 710,2 | 7.029,8                  | 613,9 | 942,2                                                     | 5.473,7                                 |  |
| dec.              | 16.439,0       | 4.300,1                                    | 3.349,8                                        | .                                       | 1.127,8              | 6.959,9             | 701,4 | 6.744,8                  | 586,1 | 911,6                                                     | 5.247,1                                 |  |
| 2016 jan.         | 16.433,8       | 4.276,6                                    | 3.329,8                                        | .                                       | 1.120,9              | 7.005,5             | 701,1 | 6.343,8                  | 490,7 | 858,0                                                     | 4.995,1                                 |  |
| feb.              | 16.386,2       | 4.285,1                                    | 3.248,0                                        | .                                       | 1.117,1              | 7.037,1             | 698,9 | 6.240,6                  | 471,7 | 877,4                                                     | 4.891,6                                 |  |
| maart             | 16.380,1       | 4.242,2                                    | 3.205,5                                        | .                                       | 1.128,0              | 7.097,1             | 707,3 | 6.419,7                  | 483,4 | 902,0                                                     | 5.034,3                                 |  |
| Groeipercentsages |                |                                            |                                                |                                         |                      |                     |       |                          |       |                                                           |                                         |  |
| 2013              |                | -8,9                                       | -3,3                                           | .                                       | 8,0                  | 4,5                 | -1,1  | 0,7                      | 7,2   | -0,4                                                      | 0,2                                     |  |
| 2014              |                | -7,9                                       | 0,4                                            | .                                       | 5,1                  | 3,1                 | 1,1   | 1,5                      | 7,2   | 1,2                                                       | 0,7                                     |  |
| 2015              |                | -6,9                                       | 3,2                                            | .                                       | 5,3                  | 1,8                 | 0,5   | 1,1                      | 4,5   | 1,5                                                       | 0,6                                     |  |
| 2015 okt.         | 0,1            | -6,0                                       | 2,4                                            | .                                       | 4,3                  | 2,4                 | 0,1   | 1,0                      | 3,3   | 1,0                                                       | 0,7                                     |  |
| nov.              | 0,0            | -5,7                                       | 1,5                                            | .                                       | 4,5                  | 2,2                 | 1,2   | 1,0                      | 3,0   | 1,5                                                       | 0,6                                     |  |
| dec.              |                | -6,9                                       | 3,2                                            | .                                       | 5,3                  | 1,8                 | 0,5   | 1,1                      | 4,5   | 1,5                                                       | 0,6                                     |  |
| 2016 jan.         |                | -7,7                                       | 1,7                                            | .                                       | 4,4                  | 2,0                 | 0,6   | 1,0                      | 3,3   | 1,5                                                       | 0,7                                     |  |
| feb.              |                | -7,2                                       | -0,8                                           | .                                       | 2,8                  | 2,0                 | -0,5  | 1,0                      | 3,3   | 1,2                                                       | 0,7                                     |  |
| maart             |                | -6,9                                       | -2,5                                           | .                                       | 3,3                  | 2,2                 | 0,1   | 0,9                      | 3,3   | 1,5                                                       | 0,6                                     |  |

Bron: ECB.

## 2 Financiële ontwikkelingen

### 2.8 Effectieve wisselkoersen<sup>1)</sup>

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

|                                                | 19 handelspartners |                |                |                         |                                 |                   | 38 handelspartners |                |
|------------------------------------------------|--------------------|----------------|----------------|-------------------------|---------------------------------|-------------------|--------------------|----------------|
|                                                | Nominaal<br>1      | Reële VPI<br>2 | Reële EPI<br>3 | Reële BIP-Deflator<br>4 | Reële LSK/VG <sup>2)</sup><br>5 | Reële LSK/GW<br>6 | Nominaal<br>7      | Reële VPI<br>8 |
| 2013                                           | 101,2              | 98,2           | 96,7           | 91,1                    | 102,1                           | 98,6              | 111,9              | 95,6           |
| 2014                                           | 101,8              | 97,8           | 96,7           | 91,3                    | 102,4                           | 100,2             | 114,7              | 96,1           |
| 2015                                           | 92,4               | 88,4           | 89,1           | 83,4                    | 91,4                            | 91,2              | 106,5              | 87,9           |
| 2015 II                                        | 91,2               | 87,5           | 88,2           | 82,2                    | 90,4                            | 90,1              | 104,4              | 86,3           |
| III                                            | 92,7               | 88,7           | 89,6           | 83,8                    | 92,3                            | 91,4              | 107,6              | 88,6           |
| IV                                             | 92,4               | 88,3           | 89,3           | 83,9                    | 91,0                            | 91,0              | 107,7              | 88,3           |
| 2016 I                                         | 94,1               | 89,5           | 90,8           | -                       | -                               | -                 | 110,4              | 90,1           |
| 2015 dec.                                      | 92,5               | 88,2           | 89,3           | -                       | -                               | -                 | 108,0              | 88,4           |
| 2016 jan.                                      | 93,6               | 89,1           | 90,3           | -                       | -                               | -                 | 109,9              | 89,6           |
| feb.                                           | 94,7               | 90,0           | 91,4           | -                       | -                               | -                 | 111,3              | 90,9           |
| maart                                          | 94,1               | 89,5           | 90,9           | -                       | -                               | -                 | 110,0              | 89,9           |
| april                                          | 94,8               | 90,0           | 91,6           | -                       | -                               | -                 | 110,6              | 90,2           |
| mei                                            | 95,1               | 90,2           | 91,8           | -                       | -                               | -                 | 111,1              | 90,4           |
| <i>Procentuele mutatie t.o.v. vorige maand</i> |                    |                |                |                         |                                 |                   |                    |                |
| 2016 mei                                       | 0,2                | 0,1            | 0,2            | -                       | -                               | -                 | 0,4                | 0,2            |
| <i>Procentuele mutatie t.o.v. vorig jaar</i>   |                    |                |                |                         |                                 |                   |                    |                |
| 2016 mei                                       | 3,8                | 2,6            | 3,6            | -                       | -                               | -                 | 6,1                | 4,5            |

Bron: ECB.

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

2) AEPVI-gedeflateerde reeksen zijn alleen beschikbaar voor de groep van 19 handelspartners.

### 2.9 Bilaterale wisselkoersen

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

|                                                | Chinese<br>renminbi<br>1 | Kroatische<br>kuna<br>2 | Tsjechische<br>koruna<br>3 | Deense<br>krone<br>4 | Hongaarse<br>forint<br>5 | Japanse<br>yen<br>6 | Poolse<br>zloty<br>7 | Pond<br>8 | Roemeense<br>leu<br>9 | Zweedse<br>krona<br>10 | Zwitserse<br>franc<br>11 | Amerikaanse<br>dollar<br>12 |
|------------------------------------------------|--------------------------|-------------------------|----------------------------|----------------------|--------------------------|---------------------|----------------------|-----------|-----------------------|------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 2013                                           | 8,165                    | 7,579                   | 25,980                     | 7,458                | 296,873                  | 129,663             | 4,197                | 0,849     | 4,4190                | 8,652                  | 1,231                    | 1,328                       |
| 2014                                           | 8,186                    | 7,634                   | 27,536                     | 7,455                | 308,706                  | 140,306             | 4,184                | 0,806     | 4,4437                | 9,099                  | 1,215                    | 1,329                       |
| 2015                                           | 6,973                    | 7,614                   | 27,279                     | 7,459                | 309,996                  | 134,314             | 4,184                | 0,726     | 4,4454                | 9,353                  | 1,068                    | 1,110                       |
| 2015 II                                        | 6,857                    | 7,574                   | 27,379                     | 7,462                | 306,100                  | 134,289             | 4,088                | 0,721     | 4,4442                | 9,300                  | 1,041                    | 1,105                       |
| III                                            | 7,008                    | 7,578                   | 27,075                     | 7,462                | 312,095                  | 135,863             | 4,188                | 0,717     | 4,4290                | 9,429                  | 1,072                    | 1,112                       |
| IV                                             | 7,000                    | 7,623                   | 27,057                     | 7,460                | 312,652                  | 132,952             | 4,264                | 0,722     | 4,4573                | 9,302                  | 1,085                    | 1,095                       |
| 2016 I                                         | 7,210                    | 7,617                   | 27,040                     | 7,461                | 312,024                  | 126,997             | 4,365                | 0,770     | 4,4924                | 9,327                  | 1,096                    | 1,102                       |
| 2015 dec.                                      | 7,019                    | 7,640                   | 27,027                     | 7,461                | 314,398                  | 132,358             | 4,290                | 0,726     | 4,5033                | 9,245                  | 1,083                    | 1,088                       |
| 2016 jan.                                      | 7,139                    | 7,658                   | 27,027                     | 7,462                | 314,679                  | 128,324             | 4,407                | 0,755     | 4,5311                | 9,283                  | 1,094                    | 1,086                       |
| feb.                                           | 7,266                    | 7,636                   | 27,040                     | 7,463                | 310,365                  | 127,346             | 4,397                | 0,776     | 4,4814                | 9,410                  | 1,102                    | 1,109                       |
| maart                                          | 7,222                    | 7,559                   | 27,051                     | 7,457                | 311,154                  | 125,385             | 4,293                | 0,780     | 4,4666                | 9,285                  | 1,092                    | 1,110                       |
| april                                          | 7,346                    | 7,495                   | 27,031                     | 7,443                | 311,462                  | 124,287             | 4,311                | 0,792     | 4,4724                | 9,203                  | 1,093                    | 1,134                       |
| mei                                            | 7,386                    | 7,498                   | 27,026                     | 7,439                | 314,581                  | 123,214             | 4,404                | 0,778     | 4,4991                | 9,295                  | 1,106                    | 1,131                       |
| <i>Procentuele mutatie t.o.v. vorige maand</i> |                          |                         |                            |                      |                          |                     |                      |           |                       |                        |                          |                             |
| 2016 mei                                       | 0,5                      | 0,0                     | 0,0                        | -0,1                 | 1,0                      | -0,9                | 2,2                  | -1,8      | 0,6                   | 1,0                    | 1,2                      | -0,2                        |
| <i>Procentuele mutatie t.o.v. vorig jaar</i>   |                          |                         |                            |                      |                          |                     |                      |           |                       |                        |                          |                             |
| 2016 mei                                       | 6,8                      | -0,8                    | -1,4                       | -0,3                 | 2,7                      | -8,6                | 7,9                  | 7,8       | 1,2                   | -0,1                   | 6,4                      | 1,4                         |

Bron: ECB.

## 2 Financiële ontwikkelingen

### 2.10 Betalingsbalans eurogebied, financiële rekening

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

|                                                          | Totaal <sup>1)</sup> |          |        | Directe investeringen |         | Effectenverkeer |          | Netto financiële derivaten | Overige financiële transacties |         | Officiële reserves | PM: Bruto externe schuld |
|----------------------------------------------------------|----------------------|----------|--------|-----------------------|---------|-----------------|----------|----------------------------|--------------------------------|---------|--------------------|--------------------------|
|                                                          | Activa               | Passiva  | Netto  | Activa                | Passiva | Activa          | Passiva  |                            | Activa                         | Passiva |                    |                          |
|                                                          | 1                    | 2        | 3      | 4                     | 5       | 6               | 7        | 8                          | 9                              | 10      | 11                 | 12                       |
| Uitstaande bedragen (internationale investeringspositie) |                      |          |        |                       |         |                 |          |                            |                                |         |                    |                          |
| 2015 I                                                   | 22.500,8             | 23.313,7 | -812,9 | 9.479,7               | 7.094,0 | 7.296,1         | 10.971,1 | -67,3                      | 5.101,9                        | 5.248,6 | 690,4              | 13.190,0                 |
| II                                                       | 22.094,2             | 22.748,5 | -654,3 | 9.382,6               | 7.171,3 | 7.193,4         | 10.532,3 | -26,1                      | 4.885,9                        | 5.044,9 | 658,5              | 12.815,0                 |
| III                                                      | 21.653,1             | 22.261,8 | -608,6 | 9.384,2               | 7.265,4 | 6.854,8         | 9.999,3  | -33,6                      | 4.803,5                        | 4.997,1 | 644,2              | 12.660,8                 |
| IV                                                       | 22.101,4             | 22.519,6 | -418,2 | 9.694,9               | 7.521,1 | 7.169,5         | 10.157,5 | -42,6                      | 4.635,4                        | 4.840,9 | 644,2              | 12.498,8                 |
| Uitstaande bedragen als percentage bbp                   |                      |          |        |                       |         |                 |          |                            |                                |         |                    |                          |
| 2015 IV                                                  | 212,5                | 216,5    | -4,0   | 93,2                  | 72,3    | 68,9            | 97,7     | -0,4                       | 44,6                           | 46,5    | 6,2                | 120,2                    |
| Transacties                                              |                      |          |        |                       |         |                 |          |                            |                                |         |                    |                          |
| 2015 II                                                  | 95,8                 | 3,1      | 92,7   | 123,9                 | 130,7   | 135,9           | 8,7      | -0,1                       | -161,5                         | -136,3  | -2,4               | -                        |
| III                                                      | 87,3                 | 35,8     | 51,5   | 119,3                 | 131,9   | 24,3            | -67,4    | -0,8                       | -58,2                          | -28,8   | 2,7                | -                        |
| IV                                                       | 31,3                 | -149,9   | 181,2  | 114,7                 | 77,7    | 106,2           | -31,3    | 45,1                       | -239,3                         | -196,3  | 4,6                | -                        |
| 2016 I                                                   | 354,5                | 288,3    | 66,2   | 94,3                  | 67,0    | 116,0           | -32,3    | 7,1                        | 136,0                          | 253,6   | 1,1                | -                        |
| 2015 okt.                                                | 235,4                | 109,0    | 126,3  | 119,5                 | 62,6    | 63,4            | 24,4     | 8,0                        | 50,6                           | 22,1    | -6,0               | -                        |
| nov.                                                     | -74,3                | -47,6    | -26,7  | -84,7                 | -14,3   | 23,7            | 1,9      | 17,9                       | -33,6                          | -35,2   | 2,5                | -                        |
| dec.                                                     |                      | -211,3   | 81,5   | 80,0                  | 29,5    | 19,1            | -57,5    | 19,3                       | -256,2                         | -183,3  | 8,1                | -                        |
| 2016 jan.                                                | 172,1                | 194,7    | -22,6  | 1,8                   | 32,8    | 23,8            | -50,4    | 10,1                       | 137,7                          | 212,3   | -1,1               | -                        |
| feb.                                                     | 169,8                | 132,4    | 37,4   | 66,5                  | 22,0    | 44,4            | -21,7    | 4,6                        | 53,1                           | 132,0   | 1,1                | -                        |
| maart                                                    | 12,5                 | -38,8    | 51,3   | 25,9                  | 12,1    | 47,8            | 39,8     | -7,5                       | -54,8                          | -90,7   | 1,1                | -                        |
| Procentuele mutatie t.o.v. vorige maand                  |                      |          |        |                       |         |                 |          |                            |                                |         |                    |                          |
| 2016 maart                                               | 568,9                | 177,3    | 391,6  | 452,2                 | 407,3   | 382,4           | -122,1   | 51,3                       | -323,1                         | -107,8  | 6,0                | -                        |
| Procentuele mutatie t.o.v. vorige maand                  |                      |          |        |                       |         |                 |          |                            |                                |         |                    |                          |
| 2016 maart                                               | 5,5                  | 1,7      | 3,8    | 4,3                   | 3,9     | 3,7             | -1,2     | 0,5                        | -3,1                           | -1,0    | 0,1                | -                        |

Bron: ECB.

1) Netto financiële derivaten zijn opgenomen onder totale activa.

### 3 Economische bedrijvigheid

#### 3.1 Bbp en uitgavencomponenten

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

|                                                                                      | Bbp      |                    |                         |                     |                                     |                   |                                  |       |                                |                            |                       |                      |
|--------------------------------------------------------------------------------------|----------|--------------------|-------------------------|---------------------|-------------------------------------|-------------------|----------------------------------|-------|--------------------------------|----------------------------|-----------------------|----------------------|
|                                                                                      | Totaal   | Binnenlandse vraag |                         |                     |                                     |                   |                                  |       |                                | Extern saldo <sup>1)</sup> |                       |                      |
|                                                                                      |          | Totaal             | Particuliere consumptie | Overheidsconsumptie | Bruto investeringen in vaste activa |                   |                                  |       | Voorraadmutaties <sup>2)</sup> | Totaal                     | Uitvoer <sup>1)</sup> | Invoer <sup>1)</sup> |
|                                                                                      |          |                    |                         |                     | Totaal bouw-nijverheid              | Totaal machinerie | Producten intellectueel eigendom |       |                                |                            |                       |                      |
|                                                                                      | 1        | 2                  | 3                       | 4                   | 5                                   | 6                 | 7                                | 8     | 9                              | 10                         | 11                    | 12                   |
| Lopende prijzen (EUR miljard)                                                        |          |                    |                         |                     |                                     |                   |                                  |       |                                |                            |                       |                      |
| 2013                                                                                 | 9.931,8  | 9.595,2            | 5.558,5                 | 2.094,5             | 1.949,0                             | 1.004,3           | 573,1                            | 366,7 | -6,8                           | 336,6                      | 4.373,4               | 4.036,7              |
| 2014                                                                                 | 10.106,4 | 9.732,9            | 5.631,1                 | 2.128,5             | 1.984,6                             | 1.007,5           | 595,7                            | 376,3 | -11,3                          | 373,6                      | 4.521,3               | 4.147,8              |
| 2015                                                                                 | 10.400,2 | 9.940,4            | 5.738,0                 | 2.169,1             | 2.054,2                             | 1.020,5           | 631,9                            | 396,5 | -20,8                          | 459,7                      | 4.751,0               | 4.291,3              |
| 2015 I                                                                               | 2.573,8  | 2.462,9            | 1.421,0                 | 538,3               | 509,0                               | 255,8             | 154,9                            | 97,0  | -5,4                           | 110,9                      | 1.167,6               | 1.056,8              |
| II                                                                                   | 2.591,7  | 2.473,5            | 1.433,0                 | 540,4               | 510,1                               | 253,4             | 155,6                            | 99,8  | -10,0                          | 118,2                      | 1.196,8               | 1.078,7              |
| III                                                                                  | 2.606,9  | 2.490,4            | 1.439,4                 | 543,0               | 513,6                               | 253,8             | 156,7                            | 101,7 | -5,6                           | 116,5                      | 1.195,2               | 1.078,7              |
| IV                                                                                   | 2.624,0  | 2.510,0            | 1.444,1                 | 546,4               | 521,6                               | 256,4             | 161,2                            | 102,7 | -2,1                           | 114,0                      | 1.192,5               | 1.078,4              |
| Als percentage bbp                                                                   |          |                    |                         |                     |                                     |                   |                                  |       |                                |                            |                       |                      |
| 2015                                                                                 | 100,0    | 95,6               | 55,2                    | 20,9                | 19,8                                | 9,8               | 6,1                              | 3,8   | -0,2                           | 4,4                        | -                     | -                    |
| Kettingvolumes (prijzen van het voorgaande jaar)                                     |          |                    |                         |                     |                                     |                   |                                  |       |                                |                            |                       |                      |
| Mutaties in procenten van kwartaal op kwartaal                                       |          |                    |                         |                     |                                     |                   |                                  |       |                                |                            |                       |                      |
| 2015 II                                                                              | 0,4      | 0,0                | 0,3                     | 0,3                 | 0,1                                 | -1,0              | 0,2                              | 2,7   | -                              | -                          | 1,7                   | 1,0                  |
| III                                                                                  | 0,3      | 0,7                | 0,5                     | 0,3                 | 0,4                                 | 0,0               | 0,5                              | 1,3   | -                              | -                          | 0,2                   | 1,2                  |
| IV                                                                                   | 0,3      | 0,6                | 0,2                     | 0,6                 | 1,3                                 | 1,1               | 2,0                              | 0,9   | -                              | -                          | 0,2                   | 0,9                  |
| 2016 I                                                                               | 0,5      | .                  | .                       | .                   | .                                   | .                 | .                                | .     | -                              | -                          | .                     | .                    |
| Mutaties in procenten per jaar                                                       |          |                    |                         |                     |                                     |                   |                                  |       |                                |                            |                       |                      |
| 2013                                                                                 | -0,3     | -0,7               | -0,6                    | 0,2                 | -2,6                                | -3,6              | -2,5                             | 0,1   | -                              | -                          | 2,1                   | 1,3                  |
| 2014                                                                                 | 0,9      | 0,9                | 0,8                     | 0,8                 | 1,3                                 | -0,5              | 4,1                              | 2,1   | -                              | -                          | 4,1                   | 4,5                  |
| 2015                                                                                 | 1,6      | 1,8                | 1,7                     | 1,3                 | 2,7                                 | 0,7               | 5,2                              | 4,2   | -                              | -                          | 5,0                   | 5,7                  |
| 2015 II                                                                              | 1,6      | 1,4                | 1,7                     | 1,2                 | 2,6                                 | 0,4               | 4,6                              | 5,2   | -                              | -                          | 6,0                   | 5,8                  |
| III                                                                                  | 1,6      | 1,9                | 1,8                     | 1,2                 | 2,5                                 | 0,4               | 3,1                              | 6,9   | -                              | -                          | 4,6                   | 5,5                  |
| IV                                                                                   | 1,6      | 2,2                | 1,5                     | 1,6                 | 3,4                                 | 1,2               | 5,0                              | 6,5   | -                              | -                          | 3,6                   | 5,3                  |
| 2016 I                                                                               | 1,5      | .                  | .                       | .                   | .                                   | .                 | .                                | .     | -                              | -                          | .                     | .                    |
| Bijdrage tot de mutaties in procenten van kwartaal op kwartaal in bbp; procentpunten |          |                    |                         |                     |                                     |                   |                                  |       |                                |                            |                       |                      |
| 2015 II                                                                              | 0,4      | 0,0                | 0,2                     | 0,1                 | 0,0                                 | -0,1              | 0,0                              | 0,1   | -0,2                           | 0,4                        | -                     | -                    |
| III                                                                                  | 0,3      | 0,7                | 0,3                     | 0,1                 | 0,1                                 | 0,0               | 0,0                              | 0,1   | 0,3                            | -0,4                       | -                     | -                    |
| IV                                                                                   | 0,3      | 0,6                | 0,1                     | 0,1                 | 0,3                                 | 0,1               | 0,1                              | 0,0   | 0,1                            | -0,3                       | -                     | -                    |
| 2016 I                                                                               | 0,5      | .                  | .                       | .                   | .                                   | .                 | .                                | .     | .                              | .                          | -                     | -                    |
| Bijdrage tot mutaties in procenten per jaar in bbp; procentpunten                    |          |                    |                         |                     |                                     |                   |                                  |       |                                |                            |                       |                      |
| 2013                                                                                 | -0,3     | -0,7               | -0,4                    | 0,0                 | -0,5                                | -0,4              | -0,2                             | 0,0   | 0,2                            | 0,4                        | -                     | -                    |
| 2014                                                                                 | 0,9      | 0,9                | 0,4                     | 0,2                 | 0,3                                 | 0,0               | 0,2                              | 0,1   | 0,0                            | 0,0                        | -                     | -                    |
| 2015                                                                                 | 1,6      | 1,7                | 0,9                     | 0,3                 | 0,5                                 | 0,1               | 0,3                              | 0,2   | 0,0                            | -0,1                       | -                     | -                    |
| 2015 II                                                                              | 1,6      | 1,3                | 1,0                     | 0,3                 | 0,5                                 | 0,0               | 0,3                              | 0,2   | -0,4                           | 0,3                        | -                     | -                    |
| III                                                                                  | 1,6      | 1,8                | 1,0                     | 0,3                 | 0,5                                 | 0,0               | 0,2                              | 0,3   | 0,1                            | -0,2                       | -                     | -                    |
| IV                                                                                   | 1,6      | 2,2                | 0,8                     | 0,3                 | 0,7                                 | 0,1               | 0,3                              | 0,2   | 0,3                            | -0,6                       | -                     | -                    |
| 2016 I                                                                               | 1,5      | .                  | .                       | .                   | .                                   | .                 | .                                | .     | .                              | .                          | -                     | -                    |

Bronnen: Eurostat en ECB-berekeningen.

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

2) Met inbegrip van aankopen minus verkopen van kostbaarheden.



### 3 Economische bedrijvigheid

#### 3.2 Toegevoegde waarde naar bedrijfstak

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

|                                                                                                         | Bruto toegevoegde waarde (basisprijzen) |                                             |                                                                    |                     |                                   |                                    |                                                             |                   |                                                                        |                                                                                                  |                                                                                  | Belastingen<br>minus<br>subsidies op<br>producten |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|---------------------|-----------------------------------|------------------------------------|-------------------------------------------------------------|-------------------|------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|
|                                                                                                         | Totaal                                  | Land-<br>bouw,<br>bosbouw<br>en<br>visserij | Verwer-<br>kende<br>industrie,<br>energie<br>en nuts-<br>bedrijven | Bouw-<br>nijverheid | Handel,<br>transport<br>en horeca | Informatie<br>en commu-<br>nicatie | Financiële<br>dienst-<br>verlening<br>en verze-<br>keringen | Onroerend<br>goed | Profes-<br>sionele,<br>zakelijke<br>en onder-<br>steunende<br>diensten | Openbaar<br>bestuur,<br>onderwijs,<br>gezond-<br>heidszorg<br>en sociale<br>dienst-<br>verlening | Kunst- en<br>enter-<br>tainment-<br>sector en<br>overige<br>dienst-<br>verlening |                                                   |
|                                                                                                         | 1                                       | 2                                           | 3                                                                  | 4                   | 5                                 | 6                                  | 7                                                           | 8                 | 9                                                                      | 10                                                                                               | 11                                                                               | 12                                                |
| <b>Lopende prijzen (EUR miljard)</b>                                                                    |                                         |                                             |                                                                    |                     |                                   |                                    |                                                             |                   |                                                                        |                                                                                                  |                                                                                  |                                                   |
| 2013                                                                                                    | 8.927,3                                 | 152,3                                       | 1.737,0                                                            | 458,1               | 1.680,2                           | 412,6                              | 442,3                                                       | 1.030,6           | 945,2                                                                  | 1.751,4                                                                                          | 317,6                                                                            | 1.004,5                                           |
| 2014                                                                                                    | 9.073,5                                 | 146,7                                       | 1.756,9                                                            | 461,6               | 1.711,1                           | 417,6                              | 453,9                                                       | 1.051,0           | 968,0                                                                  | 1.781,8                                                                                          | 324,8                                                                            | 1.033,0                                           |
| 2015                                                                                                    | 9.329,3                                 | 146,4                                       | 1.815,9                                                            | 469,8               | 1.771,3                           | 431,1                              | 456,4                                                       | 1.075,8           | 1.008,2                                                                | 1.821,1                                                                                          | 333,4                                                                            | 1.070,9                                           |
| 2015 I                                                                                                  | 2.312,6                                 | 36,1                                        | 451,1                                                              | 117,1               | 438,5                             | 106,3                              | 114,9                                                       | 265,7             | 247,8                                                                  | 452,5                                                                                            | 82,5                                                                             | 261,2                                             |
| II                                                                                                      | 2.324,2                                 | 36,2                                        | 453,6                                                              | 116,4               | 441,1                             | 107,4                              | 114,5                                                       | 267,6             | 250,9                                                                  | 453,5                                                                                            | 83,0                                                                             | 267,4                                             |
| III                                                                                                     | 2.337,7                                 | 36,7                                        | 454,3                                                              | 117,0               | 444,4                             | 108,3                              | 113,7                                                       | 270,5             | 253,3                                                                  | 456,0                                                                                            | 83,6                                                                             | 269,2                                             |
| IV                                                                                                      | 2.351,7                                 | 37,4                                        | 454,4                                                              | 118,7               | 447,3                             | 109,2                              | 113,1                                                       | 271,9             | 256,3                                                                  | 459,2                                                                                            | 84,2                                                                             | 272,3                                             |
| <b>Als percentage toegevoegde waarde</b>                                                                |                                         |                                             |                                                                    |                     |                                   |                                    |                                                             |                   |                                                                        |                                                                                                  |                                                                                  |                                                   |
| 2015                                                                                                    | 100,0                                   | 1,6                                         | 19,5                                                               | 5,0                 | 19,0                              | 4,6                                | 4,9                                                         | 11,5              | 10,8                                                                   | 19,5                                                                                             | 3,6                                                                              | -                                                 |
| <b>Kettingvolumes (prijzen van het voorgaande jaar)</b>                                                 |                                         |                                             |                                                                    |                     |                                   |                                    |                                                             |                   |                                                                        |                                                                                                  |                                                                                  |                                                   |
| <b>Procentuele mutatie t.o.v. vorige kwartaal</b>                                                       |                                         |                                             |                                                                    |                     |                                   |                                    |                                                             |                   |                                                                        |                                                                                                  |                                                                                  |                                                   |
| 2015 I                                                                                                  | 0,6                                     | 0,8                                         | 1,0                                                                | 0,6                 | 0,8                               | 0,5                                | 0,6                                                         | 0,1               | 1,0                                                                    | 0,3                                                                                              | 0,2                                                                              | 0,1                                               |
| II                                                                                                      | 0,3                                     | 0,3                                         | 0,4                                                                | -0,5                | 0,4                               | 0,9                                | 0,1                                                         | 0,1               | 0,9                                                                    | 0,1                                                                                              | 0,3                                                                              | 1,0                                               |
| III                                                                                                     | 0,3                                     | 0,6                                         | 0,2                                                                | -0,1                | 0,5                               | 0,5                                | -0,6                                                        | 0,7               | 0,6                                                                    | 0,1                                                                                              | 0,4                                                                              | 0,3                                               |
| IV                                                                                                      | 0,2                                     | 0,5                                         | -0,5                                                               | 1,0                 | 0,3                               | 0,8                                | 0,3                                                         | 0,3               | 0,6                                                                    | 0,2                                                                                              | 0,4                                                                              | 1,2                                               |
| <b>Mutaties in procenten per jaar</b>                                                                   |                                         |                                             |                                                                    |                     |                                   |                                    |                                                             |                   |                                                                        |                                                                                                  |                                                                                  |                                                   |
| 2013                                                                                                    | -0,2                                    | 3,2                                         | -0,6                                                               | -3,3                | -0,8                              | 2,5                                | -2,5                                                        | 1,1               | 0,3                                                                    | 0,4                                                                                              | -0,5                                                                             | -1,1                                              |
| 2014                                                                                                    | 0,9                                     | 3,1                                         | 0,6                                                                | -0,9                | 1,4                               | 2,0                                | -0,6                                                        | 1,3               | 1,4                                                                    | 0,5                                                                                              | 1,2                                                                              | 0,8                                               |
| 2015                                                                                                    | 1,5                                     | 0,8                                         | 1,8                                                                | 0,3                 | 2,0                               | 2,7                                | 0,8                                                         | 1,1               | 2,7                                                                    | 0,8                                                                                              | 1,1                                                                              | 2,6                                               |
| 2015 I                                                                                                  | 1,2                                     | 0,6                                         | 1,2                                                                | -1,0                | 1,7                               | 2,5                                | 1,1                                                         | 1,0               | 2,2                                                                    | 0,6                                                                                              | 0,8                                                                              | 2,2                                               |
| II                                                                                                      | 1,5                                     | 0,6                                         | 1,8                                                                | 0,1                 | 2,1                               | 3,1                                | 1,3                                                         | 0,7               | 2,7                                                                    | 0,8                                                                                              | 1,0                                                                              | 2,6                                               |
| III                                                                                                     | 1,5                                     | 0,2                                         | 1,9                                                                | 0,2                 | 2,0                               | 2,4                                | 0,2                                                         | 1,1               | 2,8                                                                    | 0,7                                                                                              | 0,9                                                                              | 2,9                                               |
| IV                                                                                                      | 1,5                                     | 2,2                                         | 1,1                                                                | 0,9                 | 1,9                               | 2,7                                | 0,4                                                         | 1,2               | 3,1                                                                    | 0,7                                                                                              | 1,3                                                                              | 2,7                                               |
| <b>Bijdrage tot mutaties in procenten van kwartaal op kwartaal in toegevoegde waarde; procentpunten</b> |                                         |                                             |                                                                    |                     |                                   |                                    |                                                             |                   |                                                                        |                                                                                                  |                                                                                  |                                                   |
| 2015 I                                                                                                  | 0,6                                     | 0,0                                         | 0,2                                                                | 0,0                 | 0,1                               | 0,0                                | 0,0                                                         | 0,0               | 0,1                                                                    | 0,1                                                                                              | 0,0                                                                              | -                                                 |
| II                                                                                                      | 0,3                                     | 0,0                                         | 0,1                                                                | 0,0                 | 0,1                               | 0,0                                | 0,0                                                         | 0,0               | 0,1                                                                    | 0,0                                                                                              | 0,0                                                                              | -                                                 |
| III                                                                                                     | 0,3                                     | 0,0                                         | 0,0                                                                | 0,0                 | 0,1                               | 0,0                                | 0,0                                                         | 0,1               | 0,1                                                                    | 0,0                                                                                              | 0,0                                                                              | -                                                 |
| IV                                                                                                      | 0,2                                     | 0,0                                         | -0,1                                                               | 0,0                 | 0,1                               | 0,0                                | 0,0                                                         | 0,0               | 0,1                                                                    | 0,0                                                                                              | 0,0                                                                              | -                                                 |
| <b>Bijdrage tot mutaties in procenten per jaar in bbp; procentpunten</b>                                |                                         |                                             |                                                                    |                     |                                   |                                    |                                                             |                   |                                                                        |                                                                                                  |                                                                                  |                                                   |
| 2013                                                                                                    | -0,2                                    | 0,1                                         | -0,1                                                               | -0,2                | -0,2                              | 0,1                                | -0,1                                                        | 0,1               | 0,0                                                                    | 0,1                                                                                              | 0,0                                                                              | -                                                 |
| 2014                                                                                                    | 0,9                                     | 0,1                                         | 0,1                                                                | 0,0                 | 0,3                               | 0,1                                | 0,0                                                         | 0,1               | 0,1                                                                    | 0,1                                                                                              | 0,0                                                                              | -                                                 |
| 2015                                                                                                    | 1,5                                     | 0,0                                         | 0,3                                                                | 0,0                 | 0,4                               | 0,1                                | 0,0                                                         | 0,1               | 0,3                                                                    | 0,1                                                                                              | 0,0                                                                              | -                                                 |
| 2015 I                                                                                                  | 1,2                                     | 0,0                                         | 0,2                                                                | 0,0                 | 0,3                               | 0,1                                | 0,1                                                         | 0,1               | 0,2                                                                    | 0,1                                                                                              | 0,0                                                                              | -                                                 |
| II                                                                                                      | 1,5                                     | 0,0                                         | 0,3                                                                | 0,0                 | 0,4                               | 0,1                                | 0,1                                                         | 0,1               | 0,3                                                                    | 0,2                                                                                              | 0,0                                                                              | -                                                 |
| III                                                                                                     | 1,5                                     | 0,0                                         | 0,4                                                                | 0,0                 | 0,4                               | 0,1                                | 0,0                                                         | 0,1               | 0,3                                                                    | 0,1                                                                                              | 0,0                                                                              | -                                                 |
| IV                                                                                                      | 1,5                                     | 0,0                                         | 0,2                                                                | 0,0                 | 0,4                               | 0,1                                | 0,0                                                         | 0,1               | 0,3                                                                    | 0,1                                                                                              | 0,0                                                                              | -                                                 |

Bronnen: Eurostat en ECB-berekeningen.

## 3 Economische bedrijvigheid

### 3.3 Werkgelegenheid<sup>1)</sup>

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

|                                                | Totaal | Naar soort werkgelegenheid |               | Naar bedrijfstak              |                                                 |                |                             |                            |                                             |                |                                                     |                                                                         |                                                           |
|------------------------------------------------|--------|----------------------------|---------------|-------------------------------|-------------------------------------------------|----------------|-----------------------------|----------------------------|---------------------------------------------|----------------|-----------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|
|                                                |        | Werknemers                 | Zelfstandigen | Landbouw, bosbouw en visserij | Verwerkende industrie, energie en nutsbedrijven | Bouwnijverheid | Handel, transport en horeca | Informatie en communicatie | Financiële dienstverlening en verzekeringen | Onroerend goed | Professionele, zakelijke en ondersteunende diensten | Openbaar bestuur, onderwijs, gezondheidszorg en sociale dienstverlening | Kunst- en entertainment-sector en overige dienstverlening |
|                                                | 1      | 2                          | 3             | 4                             | 5                                               | 6              | 7                           | 8                          | 9                                           | 10             | 11                                                  | 12                                                                      | 13                                                        |
| <b>Werknemers</b>                              |        |                            |               |                               |                                                 |                |                             |                            |                                             |                |                                                     |                                                                         |                                                           |
| <i>Als percentage van totale werknemers</i>    |        |                            |               |                               |                                                 |                |                             |                            |                                             |                |                                                     |                                                                         |                                                           |
| 2013                                           | 100,0  | 85,0                       | 15,0          | 3,4                           | 15,3                                            | 6,2            | 24,8                        | 2,7                        | 2,7                                         | 1,0            | 12,9                                                | 24,0                                                                    | 7,0                                                       |
| 2014                                           | 100,0  | 85,1                       | 14,9          | 3,4                           | 15,2                                            | 6,0            | 24,8                        | 2,7                        | 2,7                                         | 1,0            | 13,0                                                | 24,1                                                                    | 7,1                                                       |
| 2015                                           | 100,0  | 85,3                       | 14,7          | 3,4                           | 15,1                                            | 6,0            | 24,9                        | 2,7                        | 2,6                                         | 1,0            | 13,3                                                | 24,0                                                                    | 7,0                                                       |
| <i>Mutaties in procenten per jaar</i>          |        |                            |               |                               |                                                 |                |                             |                            |                                             |                |                                                     |                                                                         |                                                           |
| 2013                                           | -0,7   | -0,6                       | -1,0          | -1,6                          | -1,3                                            | -4,2           | -0,8                        | 0,3                        | -1,0                                        | -1,9           | 0,3                                                 | 0,2                                                                     | -0,2                                                      |
| 2014                                           | 0,6    | 0,7                        | -0,2          | 0,7                           | -0,1                                            | -1,8           | 0,7                         | 0,8                        | -0,9                                        | 1,0            | 1,9                                                 | 0,7                                                                     | 0,7                                                       |
| 2015                                           | 1,0    | 1,2                        | -0,2          | 0,1                           | 0,3                                             | -0,2           | 1,3                         | 1,0                        | -0,1                                        | 1,7            | 2,8                                                 | 0,8                                                                     | 0,6                                                       |
| 2015 I                                         | 0,9    | 1,0                        | -0,2          | -0,3                          | 0,2                                             | -0,3           | 1,2                         | 0,4                        | -0,5                                        | 1,4            | 2,6                                                 | 0,7                                                                     | 0,5                                                       |
| II                                             | 0,9    | 1,1                        | 0,1           | 0,4                           | 0,1                                             | 0,5            | 1,0                         | 0,8                        | 0,2                                         | 2,1            | 2,8                                                 | 0,7                                                                     | 0,4                                                       |
| III                                            | 1,0    | 1,3                        | -0,4          | 0,1                           | 0,5                                             | -0,6           | 1,3                         | 1,4                        | -0,1                                        | 1,7            | 3,0                                                 | 0,9                                                                     | 0,4                                                       |
| IV                                             | 1,2    | 1,5                        | -0,3          | 0,3                           | 0,5                                             | -0,4           | 1,6                         | 1,5                        | 0,0                                         | 1,2            | 3,0                                                 | 0,9                                                                     | 1,3                                                       |
| <b>Gewerkte uren</b>                           |        |                            |               |                               |                                                 |                |                             |                            |                                             |                |                                                     |                                                                         |                                                           |
| <i>Als percentage van totale gewerkte uren</i> |        |                            |               |                               |                                                 |                |                             |                            |                                             |                |                                                     |                                                                         |                                                           |
| 2013                                           | 100,0  | 80,1                       | 19,9          | 4,4                           | 15,7                                            | 6,9            | 25,8                        | 2,9                        | 2,8                                         | 1,0            | 12,5                                                | 21,8                                                                    | 6,3                                                       |
| 2014                                           | 100,0  | 80,3                       | 19,7          | 4,4                           | 15,6                                            | 6,7            | 25,8                        | 2,9                        | 2,7                                         | 1,0            | 12,7                                                | 21,9                                                                    | 6,3                                                       |
| 2015                                           | 100,0  | 80,5                       | 19,5          | 4,4                           | 15,6                                            | 6,7            | 25,7                        | 2,9                        | 2,7                                         | 1,0            | 12,9                                                | 21,9                                                                    | 6,3                                                       |
| <i>Mutaties in procenten per jaar</i>          |        |                            |               |                               |                                                 |                |                             |                            |                                             |                |                                                     |                                                                         |                                                           |
| 2013                                           | -1,4   | -1,4                       | -1,8          | -1,4                          | -1,5                                            | -5,5           | -1,6                        | -0,1                       | -1,6                                        | -3,1           | -0,8                                                | -0,4                                                                    | -1,4                                                      |
| 2014                                           | 0,6    | 0,8                        | -0,4          | -0,4                          | 0,2                                             | -1,7           | 0,6                         | 1,0                        | -1,0                                        | 0,6            | 2,0                                                 | 1,1                                                                     | 0,6                                                       |
| 2015                                           | 1,2    | 1,4                        | 0,1           | 0,9                           | 0,7                                             | 0,4            | 1,0                         | 1,9                        | -0,2                                        | 2,0            | 3,0                                                 | 0,9                                                                     | 1,0                                                       |
| 2015 I                                         | 0,7    | 0,9                        | -0,3          | 0,4                           | 0,0                                             | -0,6           | 0,6                         | 0,7                        | -0,9                                        | 1,7            | 2,4                                                 | 0,8                                                                     | 1,1                                                       |
| II                                             | 1,0    | 1,3                        | 0,1           | 0,9                           | 0,6                                             | 0,8            | 0,5                         | 1,7                        | 0,0                                         | 2,7            | 3,0                                                 | 0,9                                                                     | 1,0                                                       |
| III                                            | 1,2    | 1,5                        | 0,1           | 0,8                           | 0,8                                             | 0,0            | 1,0                         | 2,7                        | -0,4                                        | 2,9            | 3,5                                                 | 1,1                                                                     | 1,1                                                       |
| IV                                             | 1,3    | 1,6                        | 0,1           | 1,3                           | 0,9                                             | 0,5            | 1,4                         | 2,1                        | 0,2                                         | 0,8            | 2,9                                                 | 0,7                                                                     | 1,5                                                       |
| <b>Gewerkte uren per werknemer</b>             |        |                            |               |                               |                                                 |                |                             |                            |                                             |                |                                                     |                                                                         |                                                           |
| <i>Mutaties in procenten per jaar</i>          |        |                            |               |                               |                                                 |                |                             |                            |                                             |                |                                                     |                                                                         |                                                           |
| 2013                                           | -0,8   | -0,7                       | -0,8          | 0,2                           | -0,2                                            | -1,4           | -0,8                        | -0,4                       | -0,5                                        | -1,3           | -1,1                                                | -0,5                                                                    | -1,2                                                      |
| 2014                                           | 0,0    | 0,1                        | -0,1          | -1,1                          | 0,2                                             | 0,1            | -0,1                        | 0,1                        | -0,1                                        | -0,4           | 0,1                                                 | 0,4                                                                     | -0,1                                                      |
| 2015                                           | 0,1    | 0,2                        | 0,3           | 0,8                           | 0,4                                             | 0,6            | -0,2                        | 0,8                        | -0,1                                        | 0,3            | 0,2                                                 | 0,1                                                                     | 0,3                                                       |
| 2015 I                                         | -0,2   | -0,1                       | -0,1          | 0,7                           | -0,2                                            | -0,2           | -0,6                        | 0,3                        | -0,4                                        | 0,3            | -0,3                                                | 0,1                                                                     | 0,6                                                       |
| II                                             | 0,1    | 0,2                        | 0,0           | 0,5                           | 0,4                                             | 0,3            | -0,5                        | 0,8                        | -0,1                                        | 0,6            | 0,2                                                 | 0,2                                                                     | 0,6                                                       |
| III                                            | 0,2    | 0,3                        | 0,4           | 0,7                           | 0,3                                             | 0,6            | -0,3                        | 1,2                        | -0,3                                        | 1,2            | 0,5                                                 | 0,2                                                                     | 0,7                                                       |
| IV                                             | 0,1    | 0,1                        | 0,5           | 1,0                           | 0,5                                             | 0,9            | -0,1                        | 0,6                        | 0,2                                         | -0,4           | -0,1                                                | -0,3                                                                    | 0,2                                                       |

Bronnen: Eurostat, ECB-berekeningen.

1) De werkgelegenheidscijfers zijn gebaseerd op ESR 2010.

### 3 Economische bedrijvigheid

#### 3.4 Beroepsbevolking, werkloosheid en vacatures

(voor seizoen gecorrigeerd, tenzij anders aangegeven)

|                         | Beroeps-<br>bevol-<br>king, miljoen <sup>1)</sup> | Onder-<br>bezet-<br>ting, %<br>beroeps-<br>bevol-<br>king <sup>1)</sup> | Werkloosheid |                                   |                                                                          |               |                                   |         |                                   |               |                                   |         |                                   | Vacature-<br>cijfer <sup>2)</sup> |
|-------------------------|---------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|--------------|-----------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|---------------|-----------------------------------|---------|-----------------------------------|---------------|-----------------------------------|---------|-----------------------------------|-----------------------------------|
|                         |                                                   |                                                                         | Totaal       |                                   | Langdurige<br>werkloos-<br>heid %<br>beroeps-<br>bevolking <sup>1)</sup> | Naar leeftijd |                                   |         |                                   | Naar geslacht |                                   |         |                                   |                                   |
|                         |                                                   |                                                                         | Miljoen      | % be-<br>roeps-<br>bevol-<br>king |                                                                          | Volwassenen   |                                   | Jeugd   |                                   | Mannen        |                                   | Vrouwen |                                   |                                   |
|                         |                                                   |                                                                         |              |                                   |                                                                          | Miljoen       | % be-<br>roeps-<br>bevol-<br>king | Miljoen | % be-<br>roeps-<br>bevol-<br>king | Miljoen       | % be-<br>roeps-<br>bevol-<br>king | Miljoen | % be-<br>roeps-<br>bevol-<br>king |                                   |
|                         | 1                                                 | 2                                                                       | 3            | 4                                 | 5                                                                        | 6             | 7                                 | 8       | 9                                 | 10            | 11                                | 12      | 13                                | % totaal<br>aantal<br>banen       |
| % van totaal<br>in 2013 |                                                   |                                                                         | 100,0        |                                   |                                                                          | 81,3          |                                   | 18,7    |                                   | 53,6          |                                   | 46,4    |                                   |                                   |
| 2013                    | 159,334                                           | 4,6                                                                     | 19,217       | 12,0                              | 5,9                                                                      | 15,623        | 10,7                              | 3,594   | 24,4                              | 10,299        | 11,9                              | 8,918   | 12,1                              | 1,4                               |
| 2014                    | 160,308                                           | 4,6                                                                     | 18,630       | 11,6                              | 6,1                                                                      | 15,214        | 10,4                              | 3,417   | 23,7                              | 9,932         | 11,5                              | 8,699   | 11,8                              | 1,5                               |
| 2015                    | 160,556                                           | 4,5                                                                     | 17,438       | 10,9                              | 5,6                                                                      | 14,293        | 9,8                               | 3,145   | 22,3                              | 9,252         | 10,7                              | 8,187   | 11,0                              | 1,6                               |
| 2015 II                 | 160,462                                           | 4,6                                                                     | 17,690       | 11,0                              | 5,7                                                                      | 14,518        | 9,9                               | 3,172   | 22,5                              | 9,404         | 10,9                              | 8,286   | 11,2                              | 1,5                               |
| III                     | 160,591                                           | 4,4                                                                     | 17,213       | 10,7                              | 5,3                                                                      | 14,098        | 9,6                               | 3,115   | 22,2                              | 9,134         | 10,6                              | 8,079   | 10,9                              | 1,5                               |
| IV                      | 161,081                                           | 4,4                                                                     | 16,909       | 10,5                              | 5,4                                                                      | 13,838        | 9,4                               | 3,071   | 22,0                              | 8,939         | 10,3                              | 7,971   | 10,7                              | 1,6                               |
| 2016 I                  | .                                                 | .                                                                       | 16,640       | 10,3                              | .                                                                        | 13,622        | 9,3                               | 3,018   | 21,7                              | 8,727         | 10,1                              | 7,913   | 10,6                              | .                                 |
| 2015 nov.               | -                                                 | -                                                                       | 16,878       | 10,5                              | -                                                                        | 13,821        | 9,4                               | 3,057   | 21,9                              | 8,903         | 10,3                              | 7,975   | 10,7                              | -                                 |
| dec.                    | -                                                 | -                                                                       | 16,824       | 10,5                              | -                                                                        | 13,770        | 9,4                               | 3,054   | 21,9                              | 8,894         | 10,3                              | 7,930   | 10,7                              | -                                 |
| 2016 jan.               | -                                                 | -                                                                       | 16,741       | 10,4                              | -                                                                        | 13,693        | 9,3                               | 3,048   | 21,9                              | 8,792         | 10,1                              | 7,949   | 10,7                              | -                                 |
| feb.                    | -                                                 | -                                                                       | 16,695       | 10,4                              | -                                                                        | 13,655        | 9,3                               | 3,040   | 21,8                              | 8,760         | 10,1                              | 7,935   | 10,7                              | -                                 |
| maart                   | -                                                 | -                                                                       | 16,483       | 10,2                              | -                                                                        | 13,517        | 9,2                               | 2,966   | 21,4                              | 8,629         | 10,0                              | 7,854   | 10,6                              | -                                 |
| april                   | -                                                 | -                                                                       | 16,420       | 10,2                              | -                                                                        | 13,489        | 9,2                               | 2,932   | 21,1                              | 8,543         | 9,8                               | 7,877   | 10,6                              | -                                 |

Bronnen: Eurostat en ECB-berekeningen.

1) Niet voor seizoen gecorrigeerd.

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

#### 3.5 Kortetermijnondernemingsstatistieken

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

|                                                                      | Industriële productie         |                          |                                     |                              |         |      | Productie<br>bouw-<br>nijverheid | ECB-<br>indicator<br>industriële<br>nieuwe<br>orderont-<br>vangsten | Detailhandel |                                             |                                |           | Registratie<br>nieuwe<br>personen-<br>auto's |
|----------------------------------------------------------------------|-------------------------------|--------------------------|-------------------------------------|------------------------------|---------|------|----------------------------------|---------------------------------------------------------------------|--------------|---------------------------------------------|--------------------------------|-----------|----------------------------------------------|
|                                                                      | Totaal                        |                          | Belangrijkste bedrijfstakken        |                              |         |      |                                  |                                                                     | Totaal       | Voedings-<br>middelen,<br>dranken,<br>tabak | Niet-<br>voedings-<br>middelen | Brandstof |                                              |
|                                                                      | Verwer-<br>kende<br>industrie | Half-<br>fabri-<br>katen | Inves-<br>terings-<br>goede-<br>ren | Con-<br>sumptie-<br>goederen | Energie |      |                                  |                                                                     |              |                                             |                                |           |                                              |
|                                                                      | 1                             | 2                        | 3                                   | 4                            | 5       | 6    | 7                                | 8                                                                   | 9            | 10                                          | 11                             | 12        | 13                                           |
| % van totaal<br>in 2010                                              | 100,0                         | 86,0                     | 33,6                                | 29,2                         | 22,5    | 14,7 | 100,0                            | 100,0                                                               | 100,0        | 39,3                                        | 51,5                           | 9,1       | 100,0                                        |
| Mutaties in procenten per jaar                                       |                               |                          |                                     |                              |         |      |                                  |                                                                     |              |                                             |                                |           |                                              |
| 2013                                                                 | -0,7                          | -0,6                     | -0,9                                | -0,5                         | -0,4    | -0,8 | -2,3                             | -0,3                                                                | -0,6         | -0,6                                        | -0,5                           | -0,8      | -4,4                                         |
| 2014                                                                 | 0,9                           | 1,8                      | 1,3                                 | 1,8                          | 2,6     | -5,4 | 1,7                              | 3,2                                                                 | 1,5          | 0,7                                         | 2,4                            | -0,1      | 3,8                                          |
| 2015                                                                 | 1,6                           | 1,7                      | 0,9                                 | 2,1                          | 2,0     | 0,5  | -0,8                             | 2,6                                                                 | 2,8          | 1,7                                         | 3,7                            | 2,7       | 8,8                                          |
| 2015 II                                                              | 1,4                           | 1,8                      | 1,0                                 | 2,7                          | 1,0     | -1,1 | -0,9                             | 5,3                                                                 | 2,7          | 1,7                                         | 3,6                            | 2,8       | 7,0                                          |
| III                                                                  | 1,9                           | 2,2                      | 1,0                                 | 2,8                          | 2,8     | 0,0  | -1,1                             | 2,1                                                                 | 3,4          | 2,6                                         | 4,1                            | 3,0       | 9,4                                          |
| IV                                                                   | 1,3                           | 1,7                      | 1,6                                 | 1,7                          | 1,7     | -1,9 | 0,5                              | 1,5                                                                 | 2,5          | 1,3                                         | 3,4                            | 2,0       | 10,0                                         |
| 2016 I                                                               | 1,5                           | 2,2                      | 2,0                                 | 3,3                          | 1,5     | -2,9 | 1,9                              | 0,6                                                                 | 2,3          | 1,8                                         | 2,9                            | 0,9       | 9,4                                          |
| 2015 nov.                                                            | 1,8                           | 2,0                      | 2,3                                 | 2,0                          | 1,5     | -0,6 | 0,6                              | 3,3                                                                 | 2,1          | 1,0                                         | 2,8                            | 2,0       | 11,0                                         |
| dec.                                                                 | 0,0                           | 0,7                      | 0,9                                 | -0,5                         | 2,4     | -5,5 | 0,8                              | 0,6                                                                 | 2,8          | 1,5                                         | 3,7                            | 2,8       | 13,7                                         |
| 2016 jan.                                                            | 3,5                           | 4,6                      | 2,5                                 | 5,3                          | 6,8     | -2,7 | 4,9                              | 1,2                                                                 | 2,2          | 1,3                                         | 3,4                            | -0,6      | 10,8                                         |
| feb.                                                                 | 1,0                           | 2,1                      | 2,4                                 | 3,4                          | 0,8     | -5,3 | 3,4                              | 1,3                                                                 | 2,7          | 2,6                                         | 3,0                            | 0,8       | 10,3                                         |
| maart                                                                | 0,2                           | 0,2                      | 1,1                                 | 1,6                          | -2,5    | -0,7 | -0,5                             | -0,6                                                                | 2,1          | 1,5                                         | 2,1                            | 2,5       | 7,6                                          |
| april                                                                | .                             | .                        | .                                   | .                            | .       | .    | .                                | .                                                                   | .            | .                                           | .                              | .         | 8,5                                          |
| Mutaties in procenten van maand op maand (voor seizoen gecorrigeerd) |                               |                          |                                     |                              |         |      |                                  |                                                                     |              |                                             |                                |           |                                              |
| 2015 nov.                                                            | -0,2                          | -0,2                     | 0,6                                 | -1,3                         | 0,2     | -2,0 | 1,1                              | 0,6                                                                 | 0,1          | -0,1                                        | -0,1                           | 0,2       | 2,7                                          |
| nov.                                                                 | -0,5                          | -0,2                     | -0,2                                | -0,6                         | 0,2     | -2,7 | -0,6                             | -0,2                                                                | 0,6          | 0,7                                         | 0,6                            | 1,4       | 3,9                                          |
| 2016 jan.                                                            | 2,4                           | 2,4                      | 1,2                                 | 4,0                          | 3,1     | 2,9  | 2,0                              | -0,6                                                                | 0,3          | 0,3                                         | 0,5                            | -0,3      | 0,3                                          |
| feb.                                                                 | -1,2                          | -1,2                     | 0,1                                 | -1,1                         | -2,3    | -1,3 | -0,6                             | 0,0                                                                 | 0,3          | 0,4                                         | 0,1                            | 0,0       | -0,4                                         |
| maart                                                                | -0,8                          | -1,1                     | -0,8                                | -1,1                         | -1,8    | 2,0  | -0,9                             | -0,8                                                                | -0,5         | -1,3                                        | -0,5                           | -0,4      | -1,5                                         |
| april                                                                | .                             | .                        | .                                   | .                            | .       | .    | .                                | .                                                                   | .            | .                                           | .                              | .         | 1,2                                          |

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

### 3 Economische bedrijvigheid

#### 3.6 Opiniepeilingen (voor seizoen gecorrigeerd)

|           | Conjunctuurenquêtes onder producenten en consumenten door de Europese Commissie<br>(procentuele saldi, tenzij anders aangegeven) |                                                  |                             |                                        |                                                    |                                                  |                                                         |                          | Purchasing Managers' Surveys<br>(spreidingsindices)                             |                                            |                                           |                                 |
|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|-----------------------------|----------------------------------------|----------------------------------------------------|--------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|--------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|-------------------------------------------|---------------------------------|
|           | Conjunctuur-<br>indicator<br>(langlopend<br>gemiddelde<br>= 100)                                                                 | Verwerkende industrie                            |                             | Indicator van<br>consumentenvertrouwen | Indicator van<br>vertrouwen<br>bouw-<br>nijverheid | Indicator van<br>vertrouwen<br>detail-<br>handel | Diensten                                                |                          | Purchasing<br>Managers'<br>Index (PMI)<br>voor de ver-<br>werkende<br>industrie | Productie<br>verwer-<br>kende<br>industrie | Bedrij-<br>vigheid<br>diensten-<br>sector | Samen-<br>gestelde<br>productie |
|           |                                                                                                                                  | Indicator<br>van produ-<br>centenver-<br>trouwen | Bezettings-<br>graad<br>(%) |                                        |                                                    |                                                  | Indicator<br>van ver-<br>trouwen<br>diensten-<br>sector | Bezettings-<br>graad (%) |                                                                                 |                                            |                                           |                                 |
|           | 1                                                                                                                                | 2                                                | 3                           | 4                                      | 5                                                  | 6                                                | 7                                                       | 8                        | 9                                                                               | 10                                         | 11                                        | 12                              |
| 1999-2013 | 100,0                                                                                                                            | -6,1                                             | 80,8                        | -12,8                                  | -13,6                                              | -8,6                                             | 6,9                                                     | -                        | 51,0                                                                            | 52,4                                       | 52,9                                      | 52,7                            |
| 2013      | 93,5                                                                                                                             | -9,0                                             | 78,7                        | -18,8                                  | -27,8                                              | -12,2                                            | -5,3                                                    | 87,2                     | 49,6                                                                            | 50,6                                       | 49,3                                      | 49,7                            |
| 2014      | 101,5                                                                                                                            | -3,8                                             | 80,5                        | -10,2                                  | -26,4                                              | -3,1                                             | 5,0                                                     | 87,7                     | 51,8                                                                            | 53,3                                       | 52,5                                      | 52,7                            |
| 2015      | 104,2                                                                                                                            | -3,1                                             | 81,4                        | -6,2                                   | -22,5                                              | 1,6                                              | 9,3                                                     | 88,4                     | 52,2                                                                            | 53,4                                       | 54,0                                      | 53,8                            |
| 2015 II   | 103,7                                                                                                                            | -3,1                                             | 81,2                        | -5,2                                   | -24,4                                              | -0,1                                             | 7,9                                                     | 88,3                     | 52,3                                                                            | 53,4                                       | 54,1                                      | 53,9                            |
| III       | 104,5                                                                                                                            | -2,9                                             | 81,4                        | -7,0                                   | -22,5                                              | 3,0                                              | 10,6                                                    | 88,5                     | 52,3                                                                            | 53,6                                       | 54,0                                      | 53,9                            |
| IV        | 106,2                                                                                                                            | -2,4                                             | 81,8                        | -6,4                                   | -18,4                                              | 5,0                                              | 12,7                                                    | 88,7                     | 52,8                                                                            | 54,0                                       | 54,2                                      | 54,1                            |
| 2016 I    | 104,0                                                                                                                            | -3,8                                             | 81,7                        | -8,3                                   | -18,9                                              | 1,9                                              | 10,7                                                    | 88,5                     | 51,7                                                                            | 52,9                                       | 53,3                                      | 53,2                            |
| 2015 dec. | 106,6                                                                                                                            | -1,9                                             | -                           | -5,7                                   | -17,5                                              | 2,9                                              | 12,9                                                    | -                        | 53,2                                                                            | 54,5                                       | 54,2                                      | 54,3                            |
| 2016 jan. | 105,0                                                                                                                            | -3,1                                             | 81,9                        | -6,3                                   | -18,9                                              | 2,7                                              | 11,6                                                    | 88,6                     | 52,3                                                                            | 53,4                                       | 53,6                                      | 53,6                            |
| feb.      | 104,0                                                                                                                            | -4,1                                             | -                           | -8,8                                   | -17,5                                              | 1,3                                              | 10,9                                                    | -                        | 51,2                                                                            | 52,3                                       | 53,3                                      | 53,0                            |
| maart     | 103,0                                                                                                                            | -4,1                                             | -                           | -9,7                                   | -20,4                                              | 1,8                                              | 9,6                                                     | -                        | 51,6                                                                            | 53,1                                       | 53,1                                      | 53,1                            |
| april     | 104,0                                                                                                                            | -3,6                                             | 81,5                        | -9,3                                   | -19,2                                              | 1,3                                              | 11,7                                                    | 88,3                     | 51,7                                                                            | 52,6                                       | 53,1                                      | 53,0                            |
| mei       | 104,7                                                                                                                            | -3,6                                             | -                           | -7,0                                   | -17,5                                              | 3,2                                              | 11,3                                                    | -                        | 51,5                                                                            | 52,4                                       | 53,1                                      | 52,9                            |

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

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

|        | Huishoudens                                                      |                                |                                               |                  |                                               |                               |                                               | Niet-financiële vennootschappen |                            |                                |             |                                               |                   |
|--------|------------------------------------------------------------------|--------------------------------|-----------------------------------------------|------------------|-----------------------------------------------|-------------------------------|-----------------------------------------------|---------------------------------|----------------------------|--------------------------------|-------------|-----------------------------------------------|-------------------|
|        | Spaar-<br>quote<br>(bruto) <sup>1)</sup>                         | Schuld-<br>ratio               | Reëel<br>bruto<br>besteed-<br>baar<br>inkomen | Beleg-<br>gingen | Niet-<br>financiële<br>beleggingen<br>(bruto) | Netto<br>waarde <sup>2)</sup> | Huis-<br>vermogen                             | Winst-<br>deel <sup>3)</sup>    | Spaar-<br>quote<br>(netto) | Schuld-<br>ratio <sup>4)</sup> | Beleggingen | Niet-<br>financiële<br>beleggingen<br>(bruto) | Finan-<br>ciering |
|        | Percentage van<br>bruto besteedbaar<br>inkomen<br>(gecorrigeerd) | Mutaties in procenten per jaar |                                               |                  |                                               |                               | Percentage van<br>netto toegevoegde<br>waarde |                                 | Percentage<br>bbp          | Mutaties in procenten per jaar |             |                                               |                   |
|        | 1                                                                | 2                              | 3                                             | 4                | 5                                             | 6                             | 7                                             | 8                               | 9                          | 10                             | 11          | 12                                            | 13                |
| 2012   | 12,3                                                             | 96,5                           | -1,7                                          | 1,7              | -5,3                                          | -0,1                          | -3,0                                          | 30,9                            | 1,3                        | 132,9                          | 1,4         | -6,4                                          | 1,2               |
| 2013   | 12,6                                                             | 95,0                           | -0,3                                          | 1,2              | -4,1                                          | 0,6                           | -1,8                                          | 32,2                            | 3,2                        | 130,4                          | 2,0         | -1,4                                          | 0,9               |
| 2014   | 12,7                                                             | 94,2                           | 0,7                                           | 2,0              | 0,9                                           | 2,7                           | 1,2                                           | 31,9                            | 3,6                        | 132,1                          | 1,6         | 3,3                                           | 1,0               |
| 2015 I | 12,6                                                             | 93,8                           | 1,8                                           | 2,0              | -0,4                                          | 4,1                           | 1,5                                           | 32,3                            | 4,2                        | 134,1                          | 2,0         | 2,9                                           | 1,3               |
| II     | 12,7                                                             | 93,6                           | 2,0                                           | 1,9              | -0,4                                          | 2,9                           | 1,6                                           | 33,1                            | 5,0                        | 133,3                          | 2,4         | 5,3                                           | 1,4               |
| II     | 12,6                                                             | 93,5                           | 1,6                                           | 2,0              | 1,3                                           | 2,6                           | 2,0                                           | 33,0                            | 5,2                        | 132,2                          | 2,6         | 3,7                                           | 1,6               |
| IV     | 12,5                                                             | 93,5                           | 1,5                                           | 2,1              | 4,1                                           | 3,5                           | 2,9                                           | 33,9                            | 6,9                        | 131,8                          | 3,3         | 8,7                                           | 1,8               |

Bronnen: ECB en Eurostat.

1) Gebaseerd op vierkwaartaals gecumuleerde sommen van zowel besparingen als bruto besteedbaar inkomen (gecorrigeerd voor de mutatie in het netto vermogen van huishoudens in pensioenfondsenreserves).

2) Financiële activa (met aftrek van financiële verplichtingen) en niet-financiële activa. Niet-financiële activa bestaan voornamelijk uit huisvermogen (woningen en land). Zij omvatten tevens niet-financiële activa van ondernemingen zonder rechtspersoonlijkheid die zijn opgenomen binnen de sector huishoudens.

3) Het winstdeel gebruikt netto inkomen uit ondernemen, dat globaal gelijk is aan lopende winst in ondernemingsboekhouding.

4) Gebaseerd op het uitstaande bedrag aan leningen, schuldbewijzen, handelskredieten en pensioenfondsenverplichtingen.

### 3 Economische bedrijvigheid

#### 3.8 Balans eurogebied, lopende rekening en vermogensoverdrachtenrekening (EUR miljard; voor seizoen gecorrigeerd tenzij anders aangegeven; transacties)

|                                                          | Lopende rekening |               |            |                  |               |                  |               |                   |               |                     |                | Vermogensoverdrachtenrekening <sup>1)</sup> |                |
|----------------------------------------------------------|------------------|---------------|------------|------------------|---------------|------------------|---------------|-------------------|---------------|---------------------|----------------|---------------------------------------------|----------------|
|                                                          | Totaal           |               |            | Goederen         |               | Diensten         |               | Primaire inkomens |               | Secundaire inkomens |                |                                             |                |
|                                                          | Ontvangsten<br>1 | Uitgaven<br>2 | Netto<br>3 | Ontvangsten<br>4 | Uitgaven<br>5 | Ontvangsten<br>6 | Uitgaven<br>7 | Ontvangsten<br>8  | Uitgaven<br>9 | Ontvangsten<br>10   | Uitgaven<br>11 | Ontvangsten<br>12                           | Uitgaven<br>13 |
| 2015 II                                                  | 905,2            | 822,5         | 82,8       | 525,8            | 445,3         | 190,5            | 171,8         | 162,6             | 146,9         | 26,4                | 58,4           | 9,7                                         | 37,4           |
| III                                                      | 892,6            | 810,3         | 82,3       | 514,2            | 434,6         | 190,5            | 174,5         | 162,6             | 144,0         | 25,3                | 57,2           | 9,7                                         | 4,1            |
| IV                                                       | 894,9            | 810,6         | 84,3       | 515,8            | 431,9         | 195,3            | 180,5         | 157,7             | 140,8         | 26,0                | 57,4           | 15,4                                        | 8,9            |
| 2016 I                                                   | 872,3            | 799,5         | 72,7       | 510,2            | 426,1         | 191,3            | 173,5         | 144,9             | 137,5         | 25,9                | 62,5           | 9,2                                         | 7,1            |
| 2015 okt.                                                | 300,8            | 272,9         | 27,9       | 172,8            | 144,8         | 64,8             | 60,6          | 54,3              | 48,0          | 8,8                 | 19,5           | 4,9                                         | 1,8            |
| nov.                                                     | 299,1            | 269,5         | 29,5       | 172,0            | 144,2         | 65,4             | 59,7          | 52,9              | 46,3          | 8,8                 | 19,3           | 4,3                                         | 1,9            |
| dec.                                                     | 295,0            | 268,2         | 26,9       | 170,9            | 142,9         | 65,1             | 60,1          | 50,5              | 46,6          | 8,5                 | 18,6           | 6,3                                         | 5,2            |
| 2016 jan.                                                | 292,5            | 266,3         | 26,2       | 171,5            | 142,7         | 64,4             | 60,4          | 48,0              | 44,7          | 8,6                 | 18,4           | 2,7                                         | 3,6            |
| feb.                                                     | 290,2            | 271,0         | 19,2       | 168,0            | 143,7         | 64,4             | 57,5          | 49,4              | 47,5          | 8,4                 | 22,3           | 3,5                                         | 1,2            |
| maart                                                    | 289,6            | 262,2         | 27,3       | 170,7            | 139,7         | 62,4             | 55,5          | 47,6              | 45,3          | 8,8                 | 21,8           | 3,1                                         | 2,3            |
| Twaalfmaands gecumuleerde transacties                    |                  |               |            |                  |               |                  |               |                   |               |                     |                |                                             |                |
| 2016 maart                                               | 3.565,0          | 3.243,0       | 322,0      | 2.065,9          | 1.737,9       | 767,6            | 700,3         | 627,9             | 569,3         | 103,6               | 235,5          | 44,0                                        | 57,5           |
| Twaalfmaands gecumuleerde transacties als percentage bbp |                  |               |            |                  |               |                  |               |                   |               |                     |                |                                             |                |
| 2016 maart                                               | 34,3             | 31,2          | 3,1        | 19,9             | 16,7          | 7,4              | 6,7           | 6,0               | 5,5           | 1,0                 | 2,3            | 0,4                                         | 0,6            |

1) De vermogensoverdrachtenrekening is niet voor seizoen gecorrigeerd.

#### 3.9 Externe handel eurogebied in goederen <sup>1)</sup>, waarde en volume naar categorie goederen <sup>2)</sup> (voor seizoen gecorrigeerd, tenzij anders aangegeven)

|                                                                                         | Totaal (niet voor seizoen gecorrigeerd) |        | Uitvoer (f.o.b.) |                       |                      |                                   |                 | Invoer (c.i.f.)       |                      |                                   |       |       |       |
|-----------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|--------|------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------------------|-----------------|-----------------------|----------------------|-----------------------------------|-------|-------|-------|
|                                                                                         | Uitvoer                                 | Invoer | Totaal           |                       |                      | PM:<br>Verwerken-<br>de industrie | Totaal          |                       |                      | PM:<br>Verwerken-<br>de industrie | Olie  |       |       |
|                                                                                         |                                         |        | Half-fabrikaten  | Investerings-goederen | Con-sumptie-goederen |                                   | Half-fabrikaten | Investerings-goederen | Con-sumptie-goederen |                                   |       |       |       |
|                                                                                         | 1                                       | 2      | 3                | 4                     | 5                    | 6                                 | 7               | 8                     | 9                    | 10                                | 11    | 12    | 13    |
| <i>Waarde (EUR miljard; mutaties in procenten per jaar voor kolommen 1 en 2)</i>        |                                         |        |                  |                       |                      |                                   |                 |                       |                      |                                   |       |       |       |
| 2015 II                                                                                 | 8,2                                     | 4,2    | 514,1            | 242,4                 | 106,0                | 153,5                             | 429,5           | 453,9                 | 265,2                | 71,0                              | 110,8 | 318,3 | 59,9  |
| III                                                                                     | 4,5                                     | 0,7    | 507,7            | 234,9                 | 105,7                | 153,7                             | 423,5           | 445,8                 | 253,9                | 71,4                              | 113,3 | 317,8 | 50,6  |
| IV                                                                                      | 3,5                                     | 2,0    | 509,5            | 238,3                 | 105,7                | 154,7                             | 426,6           | 444,1                 | 248,4                | 73,0                              | 114,5 | 324,9 | 44,6  |
| 2016 I                                                                                  | -1,3                                    | -3,0   | 499,1            | .                     | .                    | .                                 | 418,6           | 435,3                 | .                    | .                                 | .     | 323,8 | .     |
| 2015 okt.                                                                               | 0,5                                     | -0,7   | 168,2            | 79,8                  | 35,2                 | 50,8                              | 143,0           | 148,4                 | 84,0                 | 25,0                              | 37,6  | 107,4 | 15,9  |
| nov.                                                                                    | 6,2                                     | 4,1    | 170,8            | 78,8                  | 35,2                 | 51,7                              | 141,1           | 147,7                 | 82,3                 | 24,0                              | 38,3  | 107,8 | 14,2  |
| dec.                                                                                    | 4,0                                     | 3,1    | 170,5            | 79,7                  | 35,4                 | 52,2                              | 142,6           | 148,0                 | 82,1                 | 24,0                              | 38,7  | 109,8 | 14,4  |
| 2016 jan.                                                                               | -2,0                                    | -1,3   | 166,6            | 77,7                  | 33,8                 | 50,5                              | 139,0           | 145,7                 | 80,3                 | 22,8                              | 38,5  | 105,8 | 12,3  |
| feb.                                                                                    | 1,1                                     | 1,7    | 167,3            | 78,9                  | 33,9                 | 49,8                              | 140,1           | 146,8                 | 80,4                 | 24,4                              | 39,0  | 111,9 | 11,8  |
| maart                                                                                   | -2,7                                    | -8,4   | 165,1            | .                     | .                    | .                                 | 139,6           | 142,8                 | .                    | .                                 | .     | 106,1 | .     |
| <i>Volume-indices (2000 = 100; mutaties in procenten per jaar voor kolommen 1 en 2)</i> |                                         |        |                  |                       |                      |                                   |                 |                       |                      |                                   |       |       |       |
| 2015 II                                                                                 | 2,9                                     | 2,4    | 117,2            | 113,6                 | 119,1                | 121,6                             | 118,2           | 104,3                 | 104,1                | 104,6                             | 104,7 | 107,4 | 99,3  |
| III                                                                                     | 1,3                                     | 2,8    | 116,8            | 111,8                 | 118,9                | 122,5                             | 117,0           | 105,9                 | 105,4                | 107,1                             | 106,7 | 107,8 | 99,2  |
| IV                                                                                      | 0,8                                     | 4,8    | 117,7            | 115,1                 | 118,3                | 122,5                             | 117,5           | 107,4                 | 107,6                | 107,2                             | 107,5 | 110,2 | 101,3 |
| 2016 I                                                                                  | .                                       | .      | .                | .                     | .                    | .                                 | .               | .                     | .                    | .                                 | .     | .     | .     |
| 2015 sept.                                                                              | -1,6                                    | 2,3    | 116,4            | 111,6                 | 119,7                | 120,5                             | 117,4           | 106,3                 | 106,4                | 106,7                             | 106,3 | 109,1 | 100,2 |
| okt.                                                                                    | -1,6                                    | 3,1    | 117,0            | 115,3                 | 119,1                | 121,9                             | 118,9           | 107,3                 | 107,7                | 112,2                             | 106,0 | 110,0 | 102,6 |
| nov.                                                                                    | 3,7                                     | 7,0    | 118,4            | 114,2                 | 118,7                | 122,3                             | 116,7           | 107,1                 | 106,6                | 106,9                             | 107,9 | 110,3 | 94,7  |
| dec.                                                                                    | 0,5                                     | 4,3    | 117,8            | 115,8                 | 117,2                | 123,5                             | 116,9           | 107,7                 | 108,6                | 102,6                             | 108,5 | 110,3 | 106,7 |
| 2016 jan.                                                                               | -3,7                                    | 0,9    | 116,5            | 114,3                 | 113,5                | 120,6                             | 114,9           | 108,8                 | 109,2                | 102,7                             | 107,3 | 107,6 | 108,6 |
| feb.                                                                                    | 1,1                                     | 6,6    | 117,7            | 116,5                 | 114,4                | 119,9                             | 116,7           | 110,2                 | 110,9                | 108,8                             | 109,1 | 114,1 | 110,7 |

Bronnen: ECB en Eurostat.

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

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

## 4 Prijzen en kosten

### 4.1 Geharmoniseerde Consumptieprijsindex<sup>1)</sup>

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders aangegeven)

|                      | Totaal           |                                           |      |      |          | Totaal (niet voor seizoen gecorrigeerd; procentuele mutatie t.o.v. voorgaande periode) <sup>2)</sup> |        |                           |                             |                                     |                                          | PM: Door de overheid gereguleerde prijzen |                                                                |                                       |
|----------------------|------------------|-------------------------------------------|------|------|----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|---------------------------|-----------------------------|-------------------------------------|------------------------------------------|-------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|---------------------------------------|
|                      | Index: 2005 =100 | Totaal                                    |      |      | Goederen | Diensten                                                                                             | Totaal | Bewerkte voedingsmiddelen | Onbewerkte voedingsmiddelen | Industriële goederen m.u.v. energie | Energie (niet voor seizoen gecorrigeerd) | Diensten                                  | Totaal HICP uitgezonderd door de overheid gereguleerde prijzen | Door de overheid gereguleerde prijzen |
|                      |                  | Totaal m.u.v. voedingsmiddelen en energie |      |      |          |                                                                                                      |        |                           |                             |                                     |                                          |                                           |                                                                |                                       |
|                      | 1                | 2                                         | 3    | 4    | 5        | 6                                                                                                    | 7      | 8                         | 9                           | 10                                  | 11                                       | 12                                        | 13                                                             |                                       |
| % van totaal in 2016 | 100,0            | 100,0                                     | 70,7 | 55,8 | 44,2     | 100,0                                                                                                | 12,1   | 7,4                       | 26,5                        | 9,7                                 | 44,2                                     | 86,5                                      | 13,5                                                           |                                       |
| 2013                 | 99,5             | 1,4                                       | 1,1  | 1,3  | 1,4      | -                                                                                                    | -      | -                         | -                           | -                                   | -                                        | 1,2                                       | 2,1                                                            |                                       |
| 2014                 | 100,0            | 0,4                                       | 0,8  | -0,2 | 1,2      | -                                                                                                    | -      | -                         | -                           | -                                   | -                                        | 0,2                                       | 1,9                                                            |                                       |
| 2015                 | 100,0            | 0,0                                       | 0,8  | -0,8 | 1,2      | -                                                                                                    | -      | -                         | -                           | -                                   | -                                        | -0,1                                      | 0,9                                                            |                                       |
| 2015 II              | 100,5            | 0,2                                       | 0,8  | -0,5 | 1,1      | 0,5                                                                                                  | 0,3    | 0,6                       | 0,2                         | 2,4                                 | 0,3                                      | 0,1                                       | 1,0                                                            |                                       |
| III                  | 100,0            | 0,1                                       | 0,9  | -0,8 | 1,2      | 0,0                                                                                                  | 0,1    | 0,4                       | 0,2                         | -2,5                                | 0,4                                      | 0,0                                       | 0,9                                                            |                                       |
| IV                   | 100,2            | 0,2                                       | 1,0  | -0,6 | 1,2      | -0,1                                                                                                 | 0,1    | 1,0                       | 0,1                         | -3,0                                | 0,2                                      | 0,1                                       | 0,7                                                            |                                       |
| 2016 I               | 99,2             | 0,0                                       | 1,0  | -0,8 | 1,1      | -0,4                                                                                                 | 0,1    | -0,8                      | 0,2                         | -4,4                                | 0,2                                      | 0,0                                       | 0,3                                                            |                                       |
| 2015 dec.            | 100,2            | 0,2                                       | 0,9  | -0,5 | 1,1      | -0,2                                                                                                 | 0,0    | -0,6                      | 0,0                         | -1,8                                | 0,1                                      | 0,2                                       | 0,7                                                            |                                       |
| 2016 jan.            | 98,7             | 0,3                                       | 1,0  | -0,3 | 1,2      | -0,2                                                                                                 | 0,0    | -0,4                      | 0,2                         | -2,7                                | 0,0                                      | 0,3                                       | 0,3                                                            |                                       |
| feb.                 | 98,9             | -0,2                                      | 0,8  | -1,0 | 0,9      | -0,1                                                                                                 | 0,0    | 0,0                       | 0,0                         | -1,3                                | 0,0                                      | -0,2                                      | 0,3                                                            |                                       |
| maart                | 100,1            | 0,0                                       | 1,0  | -1,1 | 1,4      | 0,2                                                                                                  | 0,0    | 0,5                       | -0,1                        | 1,0                                 | 0,3                                      | -0,1                                      | 0,3                                                            |                                       |
| april                | 100,1            | -0,2                                      | 0,7  | -1,1 | 0,9      | 0,0                                                                                                  | 0,2    | 0,2                       | 0,1                         | 0,1                                 | -0,2                                     | -0,3                                      | 0,1                                                            |                                       |
| mei <sup>3)</sup>    | 100,5            | -0,1                                      | 0,8  | .    | 1,0      | 0,3                                                                                                  | 0,0    | 0,3                       | 0,0                         | 1,6                                 | 0,2                                      | .                                         | .                                                              |                                       |

|                         | Goederen                                                   |                                   |                                     |                      |                                              |         | Diensten    |       |           |              |                                          |          |  |
|-------------------------|------------------------------------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------------|----------------------|----------------------------------------------|---------|-------------|-------|-----------|--------------|------------------------------------------|----------|--|
|                         | Voedingsmiddelen<br>(m.i.v. alcoholische dranken en tabak) |                                   |                                     | Industriële goederen |                                              |         | Huisvesting |       | Transport | Communicatie | Recreatie en<br>persoonlijke<br>diensten | Diversen |  |
|                         | Totaal                                                     | Bewerkte<br>voedings-<br>middelen | Onbewerkte<br>voedings-<br>middelen | Totaal               | Industriële<br>goederen<br>m.u.v.<br>energie | Energie |             | Huren |           |              |                                          |          |  |
|                         | 14                                                         | 15                                | 16                                  | 17                   | 18                                           | 19      | 20          | 21    | 22        | 23           | 24                                       | 25       |  |
| % van totaal<br>in 2016 | 19,5                                                       | 12,1                              | 7,4                                 | 36,3                 | 26,5                                         | 9,7     | 10,7        | 6,4   | 7,1       | 3,2          | 15,2                                     | 8,0      |  |
| 2013                    | 2,7                                                        | 2,2                               | 3,5                                 | 0,6                  | 0,6                                          | 0,6     | 1,7         | 1,4   | 2,4       | -4,2         | 2,3                                      | 0,7      |  |
| 2014                    | 0,5                                                        | 1,2                               | -0,8                                | -0,5                 | 0,1                                          | -1,9    | 1,7         | 1,4   | 1,7       | -2,8         | 1,5                                      | 1,3      |  |
| 2015                    | 1,0                                                        | 0,6                               | 1,6                                 | -1,8                 | 0,3                                          | -6,8    | 1,2         | 1,1   | 1,3       | -0,8         | 1,5                                      | 1,2      |  |
| 2015 II                 | 1,1                                                        | 0,7                               | 1,8                                 | -1,3                 | 0,2                                          | -5,3    | 1,2         | 1,2   | 1,2       | -0,9         | 1,4                                      | 1,2      |  |
| III                     | 1,2                                                        | 0,6                               | 2,1                                 | -1,8                 | 0,4                                          | -7,2    | 1,1         | 0,9   | 1,4       | -0,4         | 1,7                                      | 1,0      |  |
| IV                      | 1,4                                                        | 0,7                               | 2,6                                 | -1,7                 | 0,5                                          | -7,2    | 1,2         | 1,0   | 1,1       | -0,1         | 1,5                                      | 1,2      |  |
| 2016 I                  | 0,8                                                        | 0,6                               | 1,1                                 | -1,7                 | 0,6                                          | -7,4    | 1,1         | 1,0   | 0,6       | 0,0          | 1,6                                      | 1,2      |  |
| 2015 dec.               | 1,2                                                        | 0,7                               | 2,0                                 | -1,3                 | 0,5                                          | -5,8    | 1,2         | 1,0   | 0,7       | -0,1         | 1,5                                      | 1,2      |  |
| 2016 jan.               | 1,0                                                        | 0,8                               | 1,4                                 | -1,0                 | 0,7                                          | -5,4    | 1,1         | 1,0   | 0,8       | 0,0          | 1,6                                      | 1,2      |  |
| feb.                    | 0,6                                                        | 0,6                               | 0,6                                 | -1,9                 | 0,7                                          | -8,1    | 1,1         | 1,0   | 0,4       | -0,1         | 1,0                                      | 1,3      |  |
| maart                   | 0,8                                                        | 0,4                               | 1,3                                 | -2,1                 | 0,5                                          | -8,7    | 1,1         | 1,0   | 0,7       | 0,1          | 2,1                                      | 1,3      |  |
| april                   | 0,8                                                        | 0,5                               | 1,2                                 | -2,1                 | 0,5                                          | -8,7    | 1,1         | 1,0   | 0,5       | 0,1          | 0,9                                      | 1,2      |  |
| mei <sup>3)</sup>       | 0,8                                                        | 0,6                               | 1,3                                 | .                    | 0,5                                          | -8,1    | .           | .     | .         | .            | .                                        | .        |  |

Bronnen: Eurostat en ECB-berekeningen.

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

2) In mei 2016 is de ECB begonnen met de publicatie van verbeterde voor seizoen gecorrigeerde HICP-reeksen voor het eurogebied, na een herziening van de benadering ten aanzien van seizoenscorrectie zoals beschreven in Box 1, Economic Bulletin, Issue 3, ECB, 2016 (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201603.en.pdf>).

3) Raming gebaseerd op voorlopige nationale gegevens, die gewoonlijk betrekking hebben op rond 95% van het eurogebied, en op vroege informatie over de energieprijzen.

## 4 Prijzen en kosten

### 4.2 Industrie, bouwrijverheid en onroerend goed

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders aangegeven)

|                      | Industriële producentenprijzen m.u.v. bouwrijverheid |                                            |        |                 |                      |                    |                                    |                       |      |         | Bouwrijverheid | Woningen <sup>1)</sup> | Experimentele indicator van commercieel onroerend goed <sup>1)</sup> |
|----------------------|------------------------------------------------------|--------------------------------------------|--------|-----------------|----------------------|--------------------|------------------------------------|-----------------------|------|---------|----------------|------------------------|----------------------------------------------------------------------|
|                      | Totaal (Index: 2010 = 100)                           | Industrie m.u.v. bouwrijverheid en energie |        |                 |                      |                    |                                    |                       |      | Energie |                |                        |                                                                      |
|                      |                                                      | Verwerkende industrie                      | Totaal | Half-fabrikaten | Investeringsgoederen | Consumptiegoederen |                                    |                       |      |         |                |                        |                                                                      |
|                      |                                                      |                                            |        |                 |                      | Totaal             | Voedingsmiddelen, dranken en tabak | Niet-voedingsmiddelen |      |         |                |                        |                                                                      |
|                      | 1                                                    | 2                                          | 3      | 4               | 5                    | 6                  | 7                                  | 8                     | 9    | 10      | 11             | 12                     | 13                                                                   |
| % van totaal in 2015 | 100,0                                                | 100,0                                      | 78,0   | 72,1            | 29,3                 | 20,0               | 22,7                               | 13,8                  | 8,9  | 27,9    |                |                        |                                                                      |
| 2013                 | 108,5                                                | -0,2                                       | -0,1   | 0,4             | -0,6                 | 0,6                | 1,7                                | 2,6                   | 0,3  | -1,6    | 0,3            | -1,9                   | -1,0                                                                 |
| 2014                 | 106,9                                                | -1,5                                       | -0,9   | -0,3            | -1,1                 | 0,4                | 0,1                                | -0,2                  | 0,3  | -4,4    | 0,3            | 0,2                    | 1,0                                                                  |
| 2015                 | 104,0                                                | -2,7                                       | -2,3   | -0,5            | -1,3                 | 0,7                | -0,6                               | -1,0                  | 0,2  | -8,1    | 0,2            | 1,6                    | 3,8                                                                  |
| 2015 II              | 104,9                                                | -2,1                                       | -1,6   | -0,3            | -0,7                 | 0,7                | -0,8                               | -1,4                  | 0,1  | -6,5    | 0,4            | 1,3                    | 4,0                                                                  |
| III                  | 104,0                                                | -2,6                                       | -2,6   | -0,5            | -1,1                 | 0,6                | -0,6                               | -1,1                  | 0,1  | -8,3    | 0,2            | 1,6                    | 3,5                                                                  |
| IV                   | 102,7                                                | -3,1                                       | -2,5   | -0,7            | -2,0                 | 0,6                | -0,2                               | -0,3                  | 0,2  | -9,3    | -0,1           | 2,3                    | 4,9                                                                  |
| 2016 I               | 100,5                                                | -3,8                                       | -2,7   | -0,9            | -2,2                 | 0,4                | -0,4                               | -0,5                  | 0,0  | -11,3   | .              | .                      | .                                                                    |
| 2015 okt.            | 103,1                                                | -3,2                                       | -2,8   | -0,7            | -1,9                 | 0,6                | -0,1                               | -0,3                  | 0,2  | -9,8    | -              | -                      | -                                                                    |
| nov.                 | 102,9                                                | -3,2                                       | -2,5   | -0,7            | -2,1                 | 0,6                | -0,2                               | -0,4                  | 0,2  | -9,3    | -              | -                      | -                                                                    |
| dec.                 | 102,1                                                | -3,0                                       | -2,2   | -0,7            | -1,9                 | 0,5                | -0,3                               | -0,4                  | 0,2  | -8,9    | -              | -                      | -                                                                    |
| 2016 jan.            | 100,9                                                | -3,0                                       | -2,0   | -0,7            | -1,8                 | 0,4                | -0,2                               | -0,2                  | 0,0  | -9,0    | -              | -                      | -                                                                    |
| feb.                 | 100,2                                                | -4,2                                       | -3,0   | -0,8            | -2,2                 | 0,4                | -0,4                               | -0,5                  | -0,1 | -12,7   | -              | -                      | -                                                                    |
| maart                | 100,5                                                | -4,2                                       | -3,1   | -1,1            | -2,6                 | 0,3                | -0,6                               | -0,9                  | -0,1 | -12,1   | -              | -                      | -                                                                    |

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

1) Experimentele gegevens gebaseerd op niet-geharmoniseerde bronnen (zie voor nadere details: <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

### 4.3 Grondstoffenprijzen en bbp-deflatoren

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders aangegeven)

|                         | Bbp-deflatoren                                                      |        |                    |                                      |                                    |                                                   |                       |                      | Olie-<br>prijzen<br>(EUR<br>per vat) | Prijzen grondstoffen m.u.v. energie (EUR) |                                 |                                |                                  |                                 |                                |
|-------------------------|---------------------------------------------------------------------|--------|--------------------|--------------------------------------|------------------------------------|---------------------------------------------------|-----------------------|----------------------|--------------------------------------|-------------------------------------------|---------------------------------|--------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|--------------------------------|
|                         | Totaal (voor<br>seizoen ge-<br>corrigeerd;<br>index:<br>2010 = 100) | Totaal | Binnenlandse vraag |                                      |                                    |                                                   | Uitvoer <sup>1)</sup> | Invoer <sup>1)</sup> |                                      | Invoergewogen <sup>2)</sup>               |                                 |                                | Aanwendingsgewogen <sup>2)</sup> |                                 |                                |
|                         |                                                                     |        | Totaal             | Parti-<br>culiere<br>con-<br>sumptie | Over-<br>heids-<br>con-<br>sumptie | Bruto<br>investe-<br>ringen<br>in vaste<br>activa |                       |                      |                                      | Totaal                                    | Voed-<br>ings-<br>midde-<br>len | Niet-<br>voedings-<br>middelen | Totaal                           | Voed-<br>ings-<br>midde-<br>len | Niet-<br>voedings-<br>middelen |
|                         |                                                                     |        |                    |                                      |                                    |                                                   |                       |                      |                                      |                                           |                                 |                                |                                  |                                 |                                |
|                         | 1                                                                   | 2      | 3                  | 4                                    | 5                                  | 6                                                 | 7                     | 8                    | 9                                    | 10                                        | 11                              | 12                             | 13                               | 14                              | 15                             |
| % van totaal<br>in 2015 |                                                                     |        |                    |                                      |                                    |                                                   |                       |                      |                                      | 100,0                                     | 35,0                            | 65,0                           | 100,0                            | 45,0                            | 55,0                           |
| 2013                    | 103,7                                                               | 1,3    | 0,9                | 1,1                                  | 1,2                                | 0,4                                               | -0,4                  | -1,3                 | 81,7                                 | -9,0                                      | -13,3                           | -6,9                           | -8,2                             | -9,9                            | -6,9                           |
| 2014                    | 104,5                                                               | 0,9    | 0,5                | 0,5                                  | 0,8                                | 0,5                                               | -0,7                  | -1,7                 | 74,5                                 | -8,8                                      | -1,8                            | -12,1                          | -4,7                             | 0,4                             | -8,7                           |
| 2015                    | 105,8                                                               | 1,2    | 0,3                | 0,2                                  | 0,6                                | 0,7                                               | 0,1                   | -2,1                 | 48,3                                 | -4,1                                      | 5,2                             | -9,0                           | -0,8                             | 4,8                             | -5,6                           |
| 2015 II                 | 105,7                                                               | 1,3    | 0,4                | 0,3                                  | 0,6                                | 0,9                                               | 0,9                   | -1,1                 | 57,4                                 | -0,6                                      | 2,0                             | -2,0                           | 3,9                              | 5,4                             | 2,6                            |
| III                     | 106,0                                                               | 1,3    | 0,3                | 0,3                                  | 0,5                                | 0,7                                               | 0,1                   | -2,3                 | 46,1                                 | -6,5                                      | 6,4                             | -13,1                          | -3,3                             | 5,7                             | -10,6                          |
| IV                      | 106,4                                                               | 1,3    | 0,4                | 0,3                                  | 0,6                                | 0,7                                               | -0,3                  | -2,4                 | 40,7                                 | -9,1                                      | 3,9                             | -16,2                          | -9,3                             | -3,0                            | -14,8                          |
| 2016 I                  | .                                                                   | .      | .                  | .                                    | .                                  | .                                                 | .                     | .                    | 32,5                                 | -13,4                                     | -4,9                            | -18,2                          | -13,7                            | -9,8                            | -17,2                          |
| 2015 dec.               | -                                                                   | -      | -                  | -                                    | -                                  | -                                                 | -                     | -                    | 35,7                                 | -11,1                                     | 1,8                             | -18,5                          | -12,5                            | -8,0                            | -16,5                          |
| 2016 jan.               | -                                                                   | -      | -                  | -                                    | -                                  | -                                                 | -                     | -                    | 29,7                                 | -14,9                                     | -3,8                            | -21,2                          | -14,7                            | -9,7                            | -19,3                          |
| feb.                    | -                                                                   | -      | -                  | -                                    | -                                  | -                                                 | -                     | -                    | 31,0                                 | -14,4                                     | -5,5                            | -19,5                          | -14,1                            | -9,5                            | -18,3                          |
| maart                   | -                                                                   | -      | -                  | -                                    | -                                  | -                                                 | -                     | -                    | 36,5                                 | -10,9                                     | -5,3                            | -14,1                          | -12,3                            | -10,2                           | -14,2                          |
| april                   | -                                                                   | -      | -                  | -                                    | -                                  | -                                                 | -                     | -                    | 38,2                                 | -10,1                                     | -6,4                            | -12,2                          | -13,2                            | -12,9                           | -13,5                          |
| mei                     | -                                                                   | -      | -                  | -                                    | -                                  | -                                                 | -                     | -                    | 42,7                                 | -9,7                                      | 0,1                             | -15,2                          | -12,0                            | -9,2                            | -14,6                          |

Bronnen: Eurostat, ECB-berekeningen en Thomson Reuters (kol. 9).

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

2) Invoergewogen: gewogen volgens de gemiddelde invoerstructuur over 2004-2006; aanwendingsgewogen: gewogen volgens de gemiddelde binnenlandsvraagstructuur over 2004-2006.

## 4 Prijzen en kosten

### 4.4 Opiniepeilingen met betrekking tot prijzen

(voor seizoen gecorrigeerd)

|           | Conjunctuurenquêtes onder producenten en consumenten door de Europese Commissie (procentuele saldi) |              |          |                |                                                       | Purchasing Managers' Surveys (spreidingsindices) |          |                       |          |
|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|----------|----------------|-------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|----------|-----------------------|----------|
|           | Verwachtingen verkoopprijzen (voor de komende drie maanden)                                         |              |          |                | Consumptie-prijsindex gedurende de laatste 12 maanden | Betaalde prijzen                                 |          | Afzetprijzen          |          |
|           | Verwerkende industrie                                                                               | Detailhandel | Diensten | Bouwnijverheid |                                                       | Verwerkende industrie                            | Diensten | Verwerkende industrie | Diensten |
|           | 1                                                                                                   | 2            | 3        | 4              | 5                                                     | 6                                                | 7        | 8                     | 9        |
| 1999-2013 | 4,8                                                                                                 | -            | -        | -2,0           | 34,0                                                  | 57,7                                             | 56,7     | -                     | 49,9     |
| 2014      | -0,9                                                                                                | -1,5         | 1,0      | -17,2          | 14,2                                                  | 49,6                                             | 53,5     | 49,7                  | 48,2     |
| 2015      | -2,7                                                                                                | 1,4          | 2,5      | -13,3          | -1,1                                                  | 48,9                                             | 53,5     | 49,6                  | 49,0     |
| 2016      | .                                                                                                   | .            | .        | .              | .                                                     | .                                                | .        | .                     | .        |
| 2015 II   | -1,3                                                                                                | 3,2          | 2,9      | -15,1          | -0,9                                                  | 54,7                                             | 54,4     | 50,4                  | 49,0     |
| III       | -2,0                                                                                                | 1,1          | 2,2      | -12,5          | -0,2                                                  | 49,5                                             | 53,6     | 49,9                  | 49,9     |
| IV        | -2,1                                                                                                | 1,9          | 3,7      | -8,7           | -0,8                                                  | 45,6                                             | 53,6     | 49,2                  | 49,6     |
| 2016 I    | -4,8                                                                                                | 0,7          | 3,5      | -9,3           | -1,7                                                  | 41,5                                             | 52,5     | 47,7                  | 49,0     |
| 2015 dec. | -3,2                                                                                                | 1,4          | 2,4      | -7,1           | 0,3                                                   | 47,0                                             | 53,5     | 49,8                  | 49,4     |
| 2016 jan. | -4,1                                                                                                | 0,2          | 3,3      | -7,9           | -0,9                                                  | 42,1                                             | 52,7     | 48,3                  | 49,1     |
| feb.      | -5,6                                                                                                | 1,4          | 3,5      | -10,4          | -1,4                                                  | 40,8                                             | 52,4     | 47,6                  | 48,9     |
| maart     | -4,6                                                                                                | 0,4          | 3,7      | -9,6           | -2,9                                                  | 41,6                                             | 52,5     | 47,1                  | 49,1     |
| april     | -2,8                                                                                                | 1,6          | 4,0      | -8,9           | -2,9                                                  | 45,2                                             | 52,7     | 47,4                  | 48,7     |
| mei       | -0,7                                                                                                | 2,2          | 5,8      | -8,0           | -2,3                                                  | 47,7                                             | 55,5     | 48,8                  | 49,1     |

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

### 4.5 Arbeidskosten

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders aangegeven)

|                      | Totaal (Index: 2012 = 100) | Totaal | Naar component |                                                      | Naar geselecteerde bedrijfstak |                                    | PM: Indicator van contractlonen <sup>1)</sup> |
|----------------------|----------------------------|--------|----------------|------------------------------------------------------|--------------------------------|------------------------------------|-----------------------------------------------|
|                      |                            |        | Lonen          | Door werkgevers betaalde sociale-verzekeringspremies | Bedrijfseconomie               | Voornamelijk niet-bedrijfseconomie |                                               |
|                      | 1                          | 2      | 3              | 4                                                    | 5                              | 6                                  | 7                                             |
| % van totaal in 2012 | 100,0                      | 100,0  | 74,6           | 25,4                                                 | 69,3                           | 30,7                               |                                               |
| 2013                 | 101,4                      | 1,4    | 1,5            | 1,1                                                  | 1,2                            | 1,9                                | 1,8                                           |
| 2014                 | 102,7                      | 1,3    | 1,3            | 1,2                                                  | 1,3                            | 1,2                                | 1,7                                           |
| 2015                 | 104,2                      | 1,5    | 1,8            | 0,6                                                  | 1,6                            | 1,4                                | 1,5                                           |
| 2015 II              | 108,3                      | 1,7    | 2,2            | 0,4                                                  | 1,8                            | 1,6                                | 1,5                                           |
| III                  | 101,6                      | 1,1    | 1,5            | 0,2                                                  | 1,2                            | 0,9                                | 1,6                                           |
| IV                   | 109,4                      | 1,3    | 1,5            | 0,7                                                  | 1,2                            | 1,6                                | 1,5                                           |
| 2016 I               | .                          | .      | .              | .                                                    | .                              | .                                  | 1,4                                           |

Bronnen: Eurostat en ECB-berekeningen.

1) Experimentele gegevens gebaseerd op niet-geharmoniseerde bronnen (zie voor nadere details: <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).



## 4 Prijzen en kosten

### 4.6 Arbeidskosten per eenheid product, loonsom per arbeidsinzet en arbeidsproductiviteit

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

|                                     | Totaal<br>(Index:<br>2010=100) | Totaal | Naar bedrijfstak                         |                                                                    |                     |                                   |                                    |                                                             |                   |                                                                        |                                                                                                  |                                                                             |
|-------------------------------------|--------------------------------|--------|------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|---------------------|-----------------------------------|------------------------------------|-------------------------------------------------------------|-------------------|------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|
|                                     | 1                              | 2      | Land-<br>bouw,<br>bosbouw<br>en visserij | Verwer-<br>kende<br>industrie,<br>energie<br>en nuts-<br>bedrijven | Bouw-<br>nijverheid | Handel,<br>transport<br>en horeca | Informatie<br>en commu-<br>nicatie | Financiële<br>dienst-<br>verlening<br>en verzeke-<br>ringen | Onroerend<br>goed | Profes-<br>sionele,<br>zakelijke<br>en onder-<br>steunende<br>diensten | Openbaar<br>bestuur,<br>onderwijs,<br>gezond-<br>heidszorg<br>en sociale<br>dienst-<br>verlening | Kunst- en<br>entertainment-<br>sector en<br>overige<br>dienst-<br>verlening |
|                                     |                                |        | 3                                        | 4                                                                  | 5                   | 6                                 | 7                                  | 8                                                           | 9                 | 10                                                                     | 11                                                                                               | 12                                                                          |
| Arbeidskosten per eenheid product   |                                |        |                                          |                                                                    |                     |                                   |                                    |                                                             |                   |                                                                        |                                                                                                  |                                                                             |
| 2013                                | 103,7                          | 1,2    | -1,2                                     | 2,1                                                                | 0,3                 | 0,9                               | -1,6                               | 3,6                                                         | -2,9              | 1,0                                                                    | 1,4                                                                                              | 2,1                                                                         |
| 2014                                | 104,7                          | 1,0    | -4,0                                     | 1,4                                                                | 0,7                 | 0,5                               | 0,8                                | 1,3                                                         | 1,4               | 2,1                                                                    | 1,2                                                                                              | 0,7                                                                         |
| 2015                                | 105,4                          | 0,6    | 0,3                                      | 0,1                                                                | 0,4                 | 0,6                               | 0,6                                | 0,1                                                         | 3,3               | 1,6                                                                    | 1,1                                                                                              | 0,9                                                                         |
| 2015 I                              | 105,1                          | 0,8    | -0,3                                     | 0,6                                                                | 1,2                 | 0,6                               | -0,2                               | -0,1                                                        | 3,4               | 2,3                                                                    | 1,2                                                                                              | 1,0                                                                         |
| II                                  | 105,3                          | 0,7    | 0,6                                      | 0,3                                                                | 0,9                 | 0,4                               | 0,3                                | 0,1                                                         | 3,3               | 1,4                                                                    | 1,1                                                                                              | 1,2                                                                         |
| III                                 | 105,6                          | 0,7    | 0,8                                      | 0,0                                                                | 0,3                 | 0,6                               | 1,3                                | 1,1                                                         | 3,1               | 1,9                                                                    | 1,2                                                                                              | 0,8                                                                         |
| IV                                  | 106,1                          | 0,9    | 0,4                                      | 0,9                                                                | -0,2                | 1,4                               | 0,8                                | 0,5                                                         | 3,3               | 1,1                                                                    | 1,5                                                                                              | 0,7                                                                         |
| Loonsom per werknemer               |                                |        |                                          |                                                                    |                     |                                   |                                    |                                                             |                   |                                                                        |                                                                                                  |                                                                             |
| 2013                                | 105,2                          | 1,6    | 3,7                                      | 2,7                                                                | 1,2                 | 0,8                               | 0,6                                | 2,0                                                         | 0,0               | 1,1                                                                    | 1,6                                                                                              | 1,8                                                                         |
| 2014                                | 106,6                          | 1,3    | -1,6                                     | 2,0                                                                | 1,7                 | 1,2                               | 2,0                                | 1,7                                                         | 1,6               | 1,6                                                                    | 1,0                                                                                              | 1,2                                                                         |
| 2015                                | 107,9                          | 1,3    | 1,0                                      | 1,6                                                                | 0,9                 | 1,3                               | 2,3                                | 1,0                                                         | 2,7               | 1,5                                                                    | 1,1                                                                                              | 1,3                                                                         |
| 2015 I                              | 107,7                          | 1,2    | 0,5                                      | 1,6                                                                | 0,5                 | 1,0                               | 1,9                                | 1,5                                                         | 3,0               | 1,9                                                                    | 1,2                                                                                              | 1,4                                                                         |
| II                                  | 107,9                          | 1,4    | 0,8                                      | 1,9                                                                | 0,6                 | 1,4                               | 2,6                                | 1,3                                                         | 1,9               | 1,4                                                                    | 1,2                                                                                              | 1,8                                                                         |
| III                                 | 108,2                          | 1,3    | 0,9                                      | 1,4                                                                | 1,1                 | 1,4                               | 2,2                                | 1,3                                                         | 2,5               | 1,7                                                                    | 1,0                                                                                              | 1,4                                                                         |
| IV                                  | 108,7                          | 1,3    | 2,2                                      | 1,5                                                                | 1,1                 | 1,7                               | 2,0                                | 0,9                                                         | 3,3               | 1,2                                                                    | 1,3                                                                                              | 0,7                                                                         |
| Arbeidsproductiviteit per werknemer |                                |        |                                          |                                                                    |                     |                                   |                                    |                                                             |                   |                                                                        |                                                                                                  |                                                                             |
| 2013                                | 101,4                          | 0,4    | 4,9                                      | 0,7                                                                | 0,8                 | -0,1                              | 2,2                                | -1,5                                                        | 3,0               | 0,1                                                                    | 0,2                                                                                              | -0,3                                                                        |
| 2014                                | 101,8                          | 0,3    | 2,4                                      | 0,6                                                                | 1,0                 | 0,7                               | 1,2                                | 0,4                                                         | 0,3               | -0,5                                                                   | -0,2                                                                                             | 0,5                                                                         |
| 2015                                | 102,4                          | 0,6    | 0,7                                      | 1,5                                                                | 0,5                 | 0,7                               | 1,7                                | 0,9                                                         | -0,6              | -0,1                                                                   | 0,0                                                                                              | 0,4                                                                         |
| 2015 I                              | 102,5                          | 0,4    | 0,8                                      | 1,0                                                                | -0,6                | 0,5                               | 2,1                                | 1,6                                                         | -0,4              | -0,4                                                                   | 0,0                                                                                              | 0,3                                                                         |
| II                                  | 102,5                          | 0,7    | 0,2                                      | 1,6                                                                | -0,4                | 1,1                               | 2,3                                | 1,1                                                         | -1,3              | 0,0                                                                    | 0,1                                                                                              | 0,6                                                                         |
| III                                 | 102,5                          | 0,6    | 0,1                                      | 1,4                                                                | 0,8                 | 0,7                               | 1,0                                | 0,3                                                         | -0,5              | -0,2                                                                   | -0,1                                                                                             | 0,5                                                                         |
| IV                                  | 102,5                          | 0,4    | 1,9                                      | 0,6                                                                | 1,3                 | 0,3                               | 1,2                                | 0,4                                                         | 0,0               | 0,1                                                                    | -0,2                                                                                             | 0,0                                                                         |
| Loonsom per gewerkt uur             |                                |        |                                          |                                                                    |                     |                                   |                                    |                                                             |                   |                                                                        |                                                                                                  |                                                                             |
| 2013                                | 107,2                          | 2,3    | 3,7                                      | 2,9                                                                | 2,6                 | 1,8                               | 0,8                                | 2,5                                                         | 1,5               | 2,2                                                                    | 2,1                                                                                              | 3,0                                                                         |
| 2014                                | 108,5                          | 1,2    | -0,4                                     | 1,8                                                                | 1,5                 | 1,3                               | 1,8                                | 1,7                                                         | 1,2               | 1,2                                                                    | 0,7                                                                                              | 1,3                                                                         |
| 2015                                | 109,6                          | 1,1    | 0,7                                      | 1,2                                                                | 0,3                 | 1,3                               | 1,2                                | 1,3                                                         | 2,4               | 1,3                                                                    | 1,1                                                                                              | 0,9                                                                         |
| 2015 I                              | 109,5                          | 1,4    | 1,0                                      | 1,9                                                                | 0,5                 | 1,5                               | 1,1                                | 2,1                                                         | 2,8               | 2,1                                                                    | 1,0                                                                                              | 0,4                                                                         |
| II                                  | 109,6                          | 1,2    | 0,2                                      | 1,5                                                                | 0,3                 | 1,7                               | 1,5                                | 1,5                                                         | 0,7               | 1,1                                                                    | 1,0                                                                                              | 1,1                                                                         |
| III                                 | 109,7                          | 1,0    | 0,6                                      | 1,0                                                                | 0,5                 | 1,4                               | 1,1                                | 1,8                                                         | 1,9               | 1,3                                                                    | 0,9                                                                                              | 0,4                                                                         |
| IV                                  | 110,3                          | 1,2    | 1,4                                      | 0,9                                                                | 0,4                 | 1,7                               | 1,2                                | 1,0                                                         | 3,2               | 1,1                                                                    | 1,7                                                                                              | 0,5                                                                         |
| Arbeidsproductiviteit per uur       |                                |        |                                          |                                                                    |                     |                                   |                                    |                                                             |                   |                                                                        |                                                                                                  |                                                                             |
| 2013                                | 103,5                          | 1,2    | 4,7                                      | 0,9                                                                | 2,3                 | 0,7                               | 2,6                                | -1,0                                                        | 4,4               | 1,2                                                                    | 0,7                                                                                              | 0,9                                                                         |
| 2014                                | 103,8                          | 0,3    | 3,6                                      | 0,4                                                                | 0,9                 | 0,8                               | 1,0                                | 0,5                                                         | 0,7               | -0,6                                                                   | -0,6                                                                                             | 0,6                                                                         |
| 2015                                | 104,3                          | 0,5    | -0,2                                     | 1,1                                                                | -0,1                | 1,0                               | 0,9                                | 1,0                                                         | -0,9              | -0,3                                                                   | -0,1                                                                                             | 0,1                                                                         |
| 2015 I                              | 104,4                          | 0,6    | 0,1                                      | 1,2                                                                | -0,4                | 1,1                               | 1,8                                | 2,0                                                         | -0,7              | -0,2                                                                   | -0,1                                                                                             | -0,3                                                                        |
| II                                  | 104,4                          | 0,6    | -0,3                                     | 1,2                                                                | -0,7                | 1,6                               | 1,5                                | 1,3                                                         | -1,9              | -0,2                                                                   | -0,1                                                                                             | 0,0                                                                         |
| III                                 | 104,2                          | 0,4    | -0,6                                     | 1,1                                                                | 0,3                 | 1,0                               | -0,3                               | 0,6                                                         | -1,7              | -0,7                                                                   | -0,3                                                                                             | -0,2                                                                        |
| IV                                  | 104,2                          | 0,3    | 0,9                                      | 0,2                                                                | 0,4                 | 0,5                               | 0,5                                | 0,2                                                         | 0,4               | 0,2                                                                    | 0,0                                                                                              | -0,2                                                                        |

Bronnen: Eurostat en ECB-berekeningen.

## 5 Geld en krediet

### 5.1 Monetaire aggregaten<sup>1)</sup>

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

|                      | M3                          |                      |         |                                                          |                                                              |         |          |        |                                   |                                                                |        |          |
|----------------------|-----------------------------|----------------------|---------|----------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|---------|----------|--------|-----------------------------------|----------------------------------------------------------------|--------|----------|
|                      | M2                          |                      |         |                                                          |                                                              |         | M3-M2    |        |                                   |                                                                |        |          |
|                      | M1                          |                      |         | M2-M1                                                    |                                                              |         |          |        |                                   |                                                                |        |          |
|                      | Chartale<br>geld-<br>omloop | Girale<br>deposito's |         | Deposito's<br>met vaste<br>looptijd tot en<br>met 2 jaar | Deposito's<br>met<br>opzegtermijn<br>tot en met<br>3 maanden |         |          | Repo's | Aandelen<br>geldmarkt-<br>fondsen | Schuld-<br>bewijzen<br>met<br>looptijd<br>tot en met<br>2 jaar |        |          |
|                      | 1                           | 2                    | 3       | 4                                                        | 5                                                            | 6       | 7        | 8      | 9                                 | 10                                                             | 11     | 12       |
| Uitstaande bedragen  |                             |                      |         |                                                          |                                                              |         |          |        |                                   |                                                                |        |          |
| 2013                 | 909,7                       | 4.476,3              | 5.386,1 | 1.683,3                                                  | 2.142,8                                                      | 3.826,1 | 9.212,1  | 121,4  | 418,1                             | 86,5                                                           | 626,0  | 9.838,1  |
| 2014                 | 968,5                       | 4.952,3              | 5.920,9 | 1.598,5                                                  | 2.148,8                                                      | 3.747,2 | 9.668,1  | 123,9  | 423,4                             | 106,4                                                          | 653,6  | 10.321,7 |
| 2015                 | 1.034,5                     | 5.569,7              | 6.604,1 | 1.448,1                                                  | 2.160,6                                                      | 3.608,6 | 10.212,8 | 77,1   | 474,2                             | 72,9                                                           | 624,3  | 10.837,0 |
| 2015 II              | 1.014,0                     | 5.298,7              | 6.312,6 | 1.480,1                                                  | 2.160,5                                                      | 3.640,7 | 9.953,3  | 90,3   | 436,8                             | 100,6                                                          | 627,6  | 10.580,9 |
| III                  | 1.028,2                     | 5.425,1              | 6.453,3 | 1.449,3                                                  | 2.164,4                                                      | 3.613,7 | 10.067,0 | 98,4   | 452,8                             | 75,2                                                           | 626,4  | 10.693,4 |
| IV                   | 1.034,5                     | 5.569,7              | 6.604,1 | 1.448,1                                                  | 2.160,6                                                      | 3.608,6 | 10.212,8 | 77,1   | 474,2                             | 72,9                                                           | 624,3  | 10.837,0 |
| 2016 I               | 1.051,5                     | 5.715,1              | 6.766,6 | 1.426,9                                                  | 2.163,7                                                      | 3.590,5 | 10.357,2 | 88,7   | 463,3                             | 89,3                                                           | 641,3  | 10.998,5 |
| 2015 nov.            | 1.037,4                     | 5.544,1              | 6.581,6 | 1.448,3                                                  | 2.162,6                                                      | 3.610,8 | 10.192,4 | 91,5   | 480,6                             | 83,8                                                           | 655,9  | 10.848,3 |
| dec.                 | 1.034,5                     | 5.569,7              | 6.604,1 | 1.448,1                                                  | 2.160,6                                                      | 3.608,6 | 10.212,8 | 77,1   | 474,2                             | 72,9                                                           | 624,3  | 10.837,0 |
| 2016 jan.            | 1.044,5                     | 5.625,5              | 6.670,0 | 1.450,1                                                  | 2.156,8                                                      | 3.606,9 | 10.276,9 | 86,0   | 474,2                             | 78,8                                                           | 639,0  | 10.915,9 |
| feb.                 | 1.046,9                     | 5.669,4              | 6.716,2 | 1.430,2                                                  | 2.165,1                                                      | 3.595,2 | 10.311,4 | 92,6   | 468,1                             | 88,3                                                           | 648,9  | 10.960,3 |
| maart                | 1.051,5                     | 5.715,1              | 6.766,6 | 1.426,9                                                  | 2.163,7                                                      | 3.590,5 | 10.357,2 | 88,7   | 463,3                             | 89,3                                                           | 641,3  | 10.998,5 |
| april <sup>(v)</sup> | 1.047,5                     | 5.747,5              | 6.795,0 | 1.408,7                                                  | 2.162,7                                                      | 3.571,4 | 10.366,4 | 93,5   | 472,2                             | 98,0                                                           | 663,7  | 11.030,1 |
| Transacties          |                             |                      |         |                                                          |                                                              |         |          |        |                                   |                                                                |        |          |
| 2013                 | 45,6                        | 250,4                | 295,9   | -114,4                                                   | 45,5                                                         | -68,9   | 227,0    | -11,6  | -48,7                             | -63,3                                                          | -123,6 | 103,4    |
| 2014                 | 58,2                        | 379,4                | 437,5   | -90,9                                                    | 3,2                                                          | -87,7   | 349,8    | 1,0    | 10,8                              | 12,8                                                           | 24,6   | 374,4    |
| 2015                 | 64,8                        | 576,3                | 641,1   | -143,3                                                   | 12,0                                                         | -131,3  | 509,8    | -47,8  | 48,9                              | -26,2                                                          | -25,2  | 484,6    |
| 2015 II              | 20,5                        | 151,9                | 172,3   | -47,6                                                    | 10,9                                                         | -36,7   | 135,6    | -35,2  | 4,0                               | 4,0                                                            | -27,2  | 108,4    |
| III                  | 14,3                        | 129,0                | 143,3   | -35,3                                                    | 3,1                                                          | -32,3   | 111,0    | 8,2    | 18,3                              | -18,5                                                          | 8,0    | 119,0    |
| IV                   | 6,3                         | 128,8                | 135,0   | -3,4                                                     | -4,0                                                         | -7,4    | 127,6    | -21,5  | 21,4                              | -2,7                                                           | -2,8   | 124,8    |
| 2016 I               | 17,2                        | 155,9                | 173,1   | -17,0                                                    | 3,3                                                          | -13,7   | 159,4    | 12,1   | -10,9                             | 14,3                                                           | 15,4   | 174,8    |
| 2015 nov.            | 7,6                         | 48,2                 | 55,7    | 7,4                                                      | -1,9                                                         | 5,5     | 61,2     | -15,7  | 11,8                              | 5,1                                                            | 1,3    | 62,5     |
| dec.                 | -3,0                        | 31,3                 | 28,4    | 1,3                                                      | -1,9                                                         | -0,6    | 27,8     | -14,0  | -6,5                              | -12,2                                                          | -32,7  | -4,9     |
| 2016 jan.            | 10,1                        | 57,6                 | 67,8    | 2,5                                                      | -3,7                                                         | -1,3    | 66,5     | 9,0    | 0,6                               | 4,6                                                            | 14,1   | 80,6     |
| feb.                 | 2,4                         | 43,1                 | 45,5    | -18,2                                                    | 8,3                                                          | -10,0   | 35,5     | 6,4    | -6,1                              | 8,5                                                            | 8,9    | 44,4     |
| maart                | 4,7                         | 55,2                 | 59,9    | -1,2                                                     | -1,3                                                         | -2,5    | 57,4     | -3,4   | -5,4                              | 1,2                                                            | -7,5   | 49,8     |
| april <sup>(v)</sup> | -4,0                        | 31,9                 | 27,9    | -18,6                                                    | -1,0                                                         | -19,5   | 8,3      | 4,7    | 8,6                               | 8,9                                                            | 22,3   | 30,6     |
| Groeipercentages     |                             |                      |         |                                                          |                                                              |         |          |        |                                   |                                                                |        |          |
| 2013                 | 5,3                         | 5,9                  | 5,8     | -6,4                                                     | 2,2                                                          | -1,8    | 2,5      | -9,2   | -10,4                             | -38,0                                                          | -16,1  | 1,0      |
| 2014                 | 6,4                         | 8,4                  | 8,1     | -5,4                                                     | 0,1                                                          | -2,3    | 3,8      | 0,8    | 2,6                               | 18,7                                                           | 4,0    | 3,8      |
| 2015                 | 6,7                         | 11,6                 | 10,8    | -9,0                                                     | 0,6                                                          | -3,5    | 5,3      | -38,2  | 11,5                              | -25,6                                                          | -3,9   | 4,7      |
| 2015 II              | 8,8                         | 12,4                 | 11,8    | -10,7                                                    | 0,5                                                          | -4,4    | 5,2      | -30,9  | 6,9                               | 24,2                                                           | 0,6    | 4,9      |
| III                  | 8,3                         | 12,4                 | 11,7    | -11,4                                                    | 0,5                                                          | -4,7    | 5,2      | -23,0  | 9,0                               | -0,7                                                           | 0,7    | 4,9      |
| IV                   | 6,7                         | 11,6                 | 10,8    | -9,0                                                     | 0,6                                                          | -3,5    | 5,3      | -38,2  | 11,5                              | -25,6                                                          | -3,9   | 4,7      |
| 2016 I               | 5,9                         | 11,0                 | 10,1    | -6,8                                                     | 0,6                                                          | -2,4    | 5,4      | -28,9  | 7,6                               | -2,8                                                           | -1,0   | 5,0      |
| 2015 nov.            | 8,0                         | 11,7                 | 11,1    | -9,9                                                     | 0,3                                                          | -4,0    | 5,2      | -29,6  | 12,3                              | 7,7                                                            | 2,7    | 5,0      |
| dec.                 | 6,7                         | 11,6                 | 10,8    | -9,0                                                     | 0,6                                                          | -3,5    | 5,3      | -38,2  | 11,5                              | -25,6                                                          | -3,9   | 4,7      |
| 2016 jan.            | 6,1                         | 11,4                 | 10,5    | -7,4                                                     | 0,7                                                          | -2,7    | 5,5      | -29,3  | 10,1                              | -15,8                                                          | -1,2   | 5,1      |
| feb.                 | 5,7                         | 11,2                 | 10,3    | -7,4                                                     | 0,9                                                          | -2,6    | 5,4      | -28,1  | 7,6                               | -12,2                                                          | -2,4   | 4,9      |
| maart                | 5,9                         | 11,0                 | 10,1    | -6,8                                                     | 0,6                                                          | -2,4    | 5,4      | -28,9  | 7,6                               | -2,8                                                           | -1,0   | 5,0      |
| april <sup>(v)</sup> | 4,6                         | 10,7                 | 9,7     | -7,3                                                     | 0,4                                                          | -2,8    | 5,0      | -26,9  | 6,5                               | -4,5                                                           | -1,6   | 4,6      |

Bron: ECB.

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

## 5 Geld en krediet

### 5.2 Deposito's in M3<sup>1)</sup>

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

|                      | Niet-financiële vennootschappen <sup>2)</sup> |         |                                                     |                                                  |        | Huishoudens <sup>3)</sup> |         |                                                     |                                                  |        | Financiële<br>vennoot-<br>schappen<br>anders dan<br>verzekerings-<br>instellingen en<br>pensioen-<br>fondsen <sup>2)</sup> | Verzeke-<br>ringsinstel-<br>lingen en<br>pensioen-<br>fondsen | Overige<br>overheid <sup>4)</sup> |
|----------------------|-----------------------------------------------|---------|-----------------------------------------------------|--------------------------------------------------|--------|---------------------------|---------|-----------------------------------------------------|--------------------------------------------------|--------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|-----------------------------------|
|                      | Totaal                                        | Giraal  | Met<br>vaste<br>looptijd<br>tot en<br>met<br>2 jaar | Met opzeg-<br>termijn<br>tot en met<br>3 maanden | Repo's | Totaal                    | Giraal  | Met<br>vaste<br>looptijd<br>tot en<br>met<br>2 jaar | Met opzeg-<br>termijn<br>tot en met<br>3 maanden | Repo's |                                                                                                                            |                                                               |                                   |
|                      | 1                                             | 2       | 3                                                   | 4                                                | 5      | 6                         | 7       | 8                                                   | 9                                                | 10     | 11                                                                                                                         | 12                                                            | 13                                |
| Uitstaande bedragen  |                                               |         |                                                     |                                                  |        |                           |         |                                                     |                                                  |        |                                                                                                                            |                                                               |                                   |
| 2013                 | 1.710,5                                       | 1.186,7 | 397,8                                               | 109,8                                            | 16,2   | 5.413,6                   | 2.539,7 | 874,7                                               | 1.994,5                                          | 4,7    | 804,8                                                                                                                      | 194,9                                                         | 300,1                             |
| 2014                 | 1.814,9                                       | 1.318,7 | 365,4                                               | 111,6                                            | 19,2   | 5.556,8                   | 2.751,5 | 809,6                                               | 1.992,7                                          | 3,0    | 896,0                                                                                                                      | 222,7                                                         | 333,1                             |
| 2015                 | 1.927,4                                       | 1.480,8 | 321,8                                               | 116,5                                            | 8,2    | 5.750,9                   | 3.060,9 | 694,3                                               | 1.993,1                                          | 2,6    | 990,0                                                                                                                      | 224,5                                                         | 362,5                             |
| 2015 II              | 1.858,2                                       | 1.410,7 | 322,6                                               | 112,8                                            | 12,2   | 5.647,3                   | 2.911,4 | 735,1                                               | 1.998,0                                          | 2,8    | 955,1                                                                                                                      | 228,0                                                         | 340,9                             |
| III                  | 1.901,1                                       | 1.451,1 | 324,0                                               | 115,8                                            | 10,1   | 5.695,3                   | 2.987,9 | 707,4                                               | 1.997,0                                          | 3,0    | 966,6                                                                                                                      | 218,0                                                         | 356,2                             |
| IV                   | 1.927,4                                       | 1.480,8 | 321,8                                               | 116,5                                            | 8,2    | 5.750,9                   | 3.060,9 | 694,3                                               | 1.993,1                                          | 2,6    | 990,0                                                                                                                      | 224,5                                                         | 362,5                             |
| 2016 I               | 1.986,5                                       | 1.534,8 | 325,6                                               | 115,9                                            | 10,1   | 5.832,8                   | 3.140,3 | 694,3                                               | 1.995,5                                          | 2,6    | 980,1                                                                                                                      | 220,2                                                         | 374,8                             |
| 2015 nov.            | 1.934,2                                       | 1.486,9 | 321,4                                               | 116,9                                            | 9,1    | 5.727,8                   | 3.033,2 | 698,5                                               | 1.992,2                                          | 3,9    | 990,3                                                                                                                      | 222,4                                                         | 371,7                             |
| dec.                 | 1.927,4                                       | 1.480,8 | 321,8                                               | 116,5                                            | 8,2    | 5.750,9                   | 3.060,9 | 694,3                                               | 1.993,1                                          | 2,6    | 990,0                                                                                                                      | 224,5                                                         | 362,5                             |
| 2016 jan.            | 1.966,0                                       | 1.520,9 | 319,8                                               | 115,5                                            | 9,8    | 5.764,6                   | 3.077,4 | 694,5                                               | 1.989,1                                          | 3,5    | 986,0                                                                                                                      | 224,2                                                         | 377,7                             |
| feb.                 | 1.976,9                                       | 1.530,7 | 320,7                                               | 116,0                                            | 9,6    | 5.795,2                   | 3.102,9 | 693,4                                               | 1.996,0                                          | 2,9    | 979,4                                                                                                                      | 232,1                                                         | 373,5                             |
| maart                | 1.986,5                                       | 1.534,8 | 325,6                                               | 115,9                                            | 10,1   | 5.832,8                   | 3.140,3 | 694,3                                               | 1.995,5                                          | 2,6    | 980,1                                                                                                                      | 220,2                                                         | 374,8                             |
| april <sup>(v)</sup> | 2.008,9                                       | 1.561,7 | 322,9                                               | 115,7                                            | 8,6    | 5.849,2                   | 3.158,8 | 693,1                                               | 1.994,0                                          | 3,3    | 963,3                                                                                                                      | 213,8                                                         | 377,1                             |
| Transacties          |                                               |         |                                                     |                                                  |        |                           |         |                                                     |                                                  |        |                                                                                                                            |                                                               |                                   |
| 2013                 | 98,2                                          | 90,1    | -6,9                                                | 9,1                                              | 5,9    | 107,9                     | 182,4   | -100,1                                              | 31,9                                             | -6,2   | -15,1                                                                                                                      | -13,3                                                         | -7,8                              |
| 2014                 | 69,2                                          | 91,2    | -25,9                                               | 1,5                                              | 2,4    | 140,7                     | 210,0   | -65,7                                               | -1,8                                             | -1,7   | 53,6                                                                                                                       | 7,5                                                           | 21,7                              |
| 2015                 | 100,1                                         | 140,1   | -33,7                                               | 4,9                                              | -11,2  | 194,5                     | 302,4   | -108,2                                              | 0,7                                              | -0,4   | 76,5                                                                                                                       | -1,8                                                          | 27,9                              |
| 2015 II              | 13,6                                          | 32,0    | -16,8                                               | 1,0                                              | -2,6   | 50,9                      | 73,5    | -28,0                                               | 6,4                                              | -1,0   | 11,8                                                                                                                       | 2,8                                                           | 0,9                               |
| III                  | 42,5                                          | 41,0    | 0,4                                                 | 3,1                                              | -2,1   | 48,3                      | 77,7    | -27,7                                               | -1,9                                             | 0,2    | 10,8                                                                                                                       | -10,1                                                         | 13,4                              |
| IV                   | 14,5                                          | 18,5    | -2,8                                                | 0,7                                              | -2,0   | 56,1                      | 71,9    | -11,4                                               | -3,9                                             | -0,5   | 19,0                                                                                                                       | 4,2                                                           | 6,1                               |
| 2016 I               | 64,5                                          | 58,1    | 4,9                                                 | -0,5                                             | 2,0    | 84,0                      | 80,5    | 1,0                                                 | 2,5                                              | 0,1    | -3,4                                                                                                                       | -4,1                                                          | 13,3                              |
| 2015 nov.            | -7,6                                          | -10,1   | 3,8                                                 | -0,1                                             | -1,2   | 21,4                      | 28,6    | -5,5                                                | -2,1                                             | 0,4    | 21,1                                                                                                                       | -2,4                                                          | 5,5                               |
| dec.                 | -3,2                                          | -3,4    | 1,3                                                 | -0,3                                             | -0,8   | 24,1                      | 28,3    | -3,9                                                | 1,0                                              | -1,3   | 2,5                                                                                                                        | 2,1                                                           | -8,8                              |
| 2016 jan.            | 40,2                                          | 41,2    | -1,7                                                | -0,9                                             | 1,6    | 14,1                      | 16,5    | 0,6                                                 | -4,0                                             | 1,0    | -3,5                                                                                                                       | -0,4                                                          | 15,0                              |
| feb.                 | 10,5                                          | 9,3     | 1,0                                                 | 0,4                                              | -0,2   | 30,6                      | 25,4    | -1,0                                                | 6,8                                              | -0,6   | -6,7                                                                                                                       | 7,8                                                           | -2,7                              |
| maart                | 13,8                                          | 7,6     | 5,6                                                 | 0,0                                              | 0,6    | 39,4                      | 38,7    | 1,4                                                 | -0,4                                             | -0,3   | 6,8                                                                                                                        | -11,4                                                         | 0,9                               |
| april <sup>(v)</sup> | 22,1                                          | 26,7    | -2,9                                                | -0,2                                             | -1,5   | 16,4                      | 18,5    | -1,3                                                | -1,5                                             | 0,7    | -17,2                                                                                                                      | -6,4                                                          | 2,1                               |
| Groeipercentages     |                                               |         |                                                     |                                                  |        |                           |         |                                                     |                                                  |        |                                                                                                                            |                                                               |                                   |
| 2013                 | 6,1                                           | 8,2     | -1,7                                                | 8,9                                              | 56,4   | 2,0                       | 7,7     | -10,3                                               | 1,6                                              | -56,7  | -1,9                                                                                                                       | -6,4                                                          | -2,5                              |
| 2014                 | 4,0                                           | 7,6     | -6,5                                                | 1,4                                              | 14,4   | 2,6                       | 8,3     | -7,5                                                | -0,1                                             | -36,9  | 6,3                                                                                                                        | 4,0                                                           | 7,3                               |
| 2015                 | 5,5                                           | 10,6    | -9,4                                                | 4,4                                              | -57,9  | 3,5                       | 11,0    | -13,4                                               | 0,0                                              | -14,2  | 8,4                                                                                                                        | -0,8                                                          | 8,3                               |
| 2015 II              | 4,3                                           | 10,6    | -13,9                                               | 1,3                                              | -23,5  | 3,0                       | 10,8    | -13,9                                               | 0,1                                              | -37,8  | 13,6                                                                                                                       | -1,1                                                          | 5,3                               |
| III                  | 5,1                                           | 10,9    | -12,3                                               | 2,4                                              | -32,3  | 3,0                       | 11,1    | -15,5                                               | 0,0                                              | -37,7  | 14,2                                                                                                                       | -4,9                                                          | 5,8                               |
| IV                   | 5,5                                           | 10,6    | -9,4                                                | 4,4                                              | -57,9  | 3,5                       | 11,0    | -13,4                                               | 0,0                                              | -14,2  | 8,4                                                                                                                        | -0,8                                                          | 8,3                               |
| 2016 I               | 7,3                                           | 10,8    | -4,2                                                | 3,8                                              | -30,8  | 4,3                       | 10,7    | -8,7                                                | 0,2                                              | -30,7  | 4,1                                                                                                                        | -3,2                                                          | 9,8                               |
| 2015 nov.            | 5,0                                           | 10,0    | -11,0                                               | 1,9                                              | -31,7  | 3,3                       | 10,9    | -14,5                                               | 0,1                                              | -18,1  | 9,6                                                                                                                        | -4,7                                                          | 10,9                              |
| dec.                 | 5,5                                           | 10,6    | -9,4                                                | 4,4                                              | -57,9  | 3,5                       | 11,0    | -13,4                                               | 0,0                                              | -14,2  | 8,4                                                                                                                        | -0,8                                                          | 8,3                               |
| 2016 jan.            | 6,5                                           | 10,8    | -9,0                                                | 4,3                                              | -17,6  | 3,7                       | 10,5    | -11,3                                               | 0,2                                              | -12,8  | 9,4                                                                                                                        | -3,1                                                          | 9,8                               |
| feb.                 | 6,5                                           | 10,5    | -7,5                                                | 4,6                                              | -29,2  | 4,0                       | 10,5    | -10,0                                               | 0,4                                              | -26,4  | 6,9                                                                                                                        | 1,8                                                           | 7,8                               |
| maart                | 7,3                                           | 10,8    | -4,2                                                | 3,8                                              | -30,8  | 4,3                       | 10,7    | -8,7                                                | 0,2                                              | -30,7  | 4,1                                                                                                                        | -3,2                                                          | 9,8                               |
| april <sup>(v)</sup> | 8,4                                           | 12,0    | -3,4                                                | 2,4                                              | -23,5  | 4,3                       | 10,5    | -8,1                                                | 0,0                                              | -6,6   | 0,8                                                                                                                        | -7,3                                                          | 9,2                               |

Bron: ECB.

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

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

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

4) Heeft betrekking op de sector overheid met uitzondering van de centrale overheid.

## 5 Geld en krediet

### 5.3 Kredietverlening aan ingezetenen van het eurogebied<sup>1)</sup>

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

|                      | Kredietverlening aan de overheid |          |                 | Kredietverlening aan overige ingezetenen van het eurogebied |          |                                                    |                                |                                                                                                                |                                                   |                 |                                                                    |                                                                            |
|----------------------|----------------------------------|----------|-----------------|-------------------------------------------------------------|----------|----------------------------------------------------|--------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|-----------------|--------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|
|                      | Totaal                           | Leningen | Schuld-bewijzen | Totaal                                                      | Leningen |                                                    |                                |                                                                                                                |                                                   | Schuld-bewijzen | Aandelen en aandelen van niet-geldmarkt-fondsen/beleggings-fondsen |                                                                            |
|                      |                                  |          |                 |                                                             | Totaal   | Aan niet-financiële vennoot-schappen <sup>3)</sup> | Aan huis-houdens <sup>4)</sup> | Aan financiële vennoot-schappen anders dan MFI's en verzekeringsinstellingen en pensioen-fondsen <sup>3)</sup> | Aan verzekerings-instellingen en pensioen-fondsen |                 |                                                                    |                                                                            |
|                      |                                  |          |                 |                                                             |          |                                                    |                                |                                                                                                                |                                                   |                 |                                                                    | Gecorri-geerd voor verkopen van lenin-gen en securitisa-ties <sup>2)</sup> |
| 1                    | 2                                | 3        | 4               | 5                                                           | 6        | 7                                                  | 8                              | 9                                                                                                              | 10                                                | 11              | 12                                                                 |                                                                            |
| Uitstaande bedragen  |                                  |          |                 |                                                             |          |                                                    |                                |                                                                                                                |                                                   |                 |                                                                    |                                                                            |
| 2013                 | 3.404,9                          | 1.096,7  | 2.308,2         | 12.709,1                                                    | 10.544,4 | 10.929,9                                           | 4.353,6                        | 5.222,8                                                                                                        | 869,2                                             | 98,7            | 1.364,7                                                            | 800,0                                                                      |
| 2014                 | 3.608,4                          | 1.132,4  | 2.473,8         | 12.562,8                                                    | 10.510,7 | 10.921,3                                           | 4.271,6                        | 5.200,4                                                                                                        | 909,8                                             | 128,9           | 1.277,4                                                            | 774,7                                                                      |
| 2015                 | 3.896,6                          | 1.110,2  | 2.784,0         | 12.680,7                                                    | 10.591,7 | 10.989,6                                           | 4.273,5                        | 5.307,3                                                                                                        | 887,3                                             | 123,6           | 1.301,7                                                            | 787,4                                                                      |
| 2015 II              | 3.683,5                          | 1.138,0  | 2.543,1         | 12.636,8                                                    | 10.592,2 | 10.986,4                                           | 4.291,3                        | 5.258,5                                                                                                        | 906,8                                             | 135,5           | 1.255,3                                                            | 789,4                                                                      |
| III                  | 3.819,0                          | 1.127,8  | 2.688,9         | 12.653,0                                                    | 10.564,8 | 10.963,0                                           | 4.274,9                        | 5.277,6                                                                                                        | 891,1                                             | 121,2           | 1.310,9                                                            | 777,3                                                                      |
| IV                   | 3.896,6                          | 1.110,2  | 2.784,0         | 12.680,7                                                    | 10.591,7 | 10.989,6                                           | 4.273,5                        | 5.307,3                                                                                                        | 887,3                                             | 123,6           | 1.301,7                                                            | 787,4                                                                      |
| 2016 I               | 4.049,1                          | 1.115,2  | 2.920,8         | 12.708,8                                                    | 10.645,3 | 11.029,1                                           | 4.290,3                        | 5.338,3                                                                                                        | 908,1                                             | 108,6           | 1.312,2                                                            | 751,3                                                                      |
| 2015 nov.            | 3.880,9                          | 1.119,0  | 2.759,5         | 12.736,5                                                    | 10.650,2 | 11.046,6                                           | 4.307,5                        | 5.310,1                                                                                                        | 908,2                                             | 124,4           | 1.288,1                                                            | 798,2                                                                      |
| dec.                 | 3.896,6                          | 1.110,2  | 2.784,0         | 12.680,7                                                    | 10.591,7 | 10.989,6                                           | 4.273,5                        | 5.307,3                                                                                                        | 887,3                                             | 123,6           | 1.301,7                                                            | 787,4                                                                      |
| 2016 jan.            | 3.967,6                          | 1.117,2  | 2.848,0         | 12.689,5                                                    | 10.617,2 | 11.013,4                                           | 4.289,1                        | 5.311,7                                                                                                        | 890,8                                             | 125,5           | 1.306,1                                                            | 766,3                                                                      |
| feb.                 | 4.007,3                          | 1.117,6  | 2.887,3         | 12.728,7                                                    | 10.659,0 | 11.044,3                                           | 4.302,2                        | 5.329,9                                                                                                        | 900,5                                             | 126,4           | 1.309,0                                                            | 760,7                                                                      |
| maart                | 4.049,1                          | 1.115,2  | 2.920,8         | 12.708,8                                                    | 10.645,3 | 11.029,1                                           | 4.290,3                        | 5.338,3                                                                                                        | 908,1                                             | 108,6           | 1.312,2                                                            | 751,3                                                                      |
| april <sup>(v)</sup> | 4.095,6                          | 1.122,8  | 2.959,6         | 12.716,7                                                    | 10.652,0 | 11.035,6                                           | 4.293,3                        | 5.343,7                                                                                                        | 901,4                                             | 113,6           | 1.317,2                                                            | 747,6                                                                      |
| Transacties          |                                  |          |                 |                                                             |          |                                                    |                                |                                                                                                                |                                                   |                 |                                                                    |                                                                            |
| 2013                 | -25,0                            | -73,5    | 48,5            | -305,7                                                      | -248,1   | -270,7                                             | -132,9                         | -4,0                                                                                                           | -120,9                                            | 9,7             | -72,7                                                              | 15,1                                                                       |
| 2014                 | 72,1                             | 16,0     | 56,1            | -103,9                                                      | -50,2    | -33,8                                              | -60,8                          | -15,4                                                                                                          | 14,3                                              | 11,7            | -90,0                                                              | 36,2                                                                       |
| 2015                 | 284,2                            | -20,7    | 304,6           | 100,1                                                       | 71,4     | 51,4                                               | 3,4                            | 98,1                                                                                                           | -24,7                                             | -5,5            | 24,3                                                               | 4,4                                                                        |
| 2015 II              | 58,1                             | -10,7    | 68,6            | 2,8                                                         | 10,3     | 5,1                                                | 1,6                            | 31,5                                                                                                           | -23,8                                             | 1,0             | -14,1                                                              | 6,7                                                                        |
| III                  | 112,2                            | -10,1    | 122,3           | 54,8                                                        | -7,9     | -3,7                                               | -6,0                           | 24,7                                                                                                           | -12,2                                             | -14,4           | 64,4                                                               | -1,6                                                                       |
| IV                   | 73,5                             | -16,4    | 89,8            | 8,3                                                         | 23,8     | 18,4                                               | -0,5                           | 22,8                                                                                                           | -1,0                                              | 2,6             | -22,4                                                              | 6,9                                                                        |
| 2016 I               | 123,2                            | 2,7      | 120,5           | 68,3                                                        | 84,0     | 74,5                                               | 38,4                           | 36,0                                                                                                           | 24,5                                              | -14,9           | 14,2                                                               | -29,9                                                                      |
| 2015 nov.            | 36,6                             | -1,5     | 38,1            | 18,6                                                        | 35,3     | 31,3                                               | 12,4                           | 8,4                                                                                                            | 14,6                                              | 0,0             | -20,4                                                              | 3,7                                                                        |
| dec.                 | 26,9                             | -7,1     | 33,9            | -26,6                                                       | -38,9    | -38,3                                              | -19,9                          | -0,7                                                                                                           | -17,8                                             | -0,5            | 17,1                                                               | -4,8                                                                       |
| 2016 jan.            | 61,2                             | 5,1      | 56,2            | 26,0                                                        | 35,6     | 32,8                                               | 22,2                           | 6,6                                                                                                            | 4,8                                               | 2,0             | 7,0                                                                | -16,6                                                                      |
| feb.                 | 36,2                             | 0,0      | 36,1            | 45,0                                                        | 43,5     | 41,0                                               | 15,6                           | 18,2                                                                                                           | 8,9                                               | 0,8             | 4,1                                                                | -2,7                                                                       |
| maart                | 25,8                             | -2,4     | 28,3            | -2,6                                                        | 4,9      | 0,7                                                | 0,6                            | 11,2                                                                                                           | 10,7                                              | -17,7           | 3,2                                                                | -10,6                                                                      |
| april <sup>(v)</sup> | 51,2                             | 5,9      | 45,2            | 12,7                                                        | 11,7     | 10,3                                               | 5,5                            | 5,8                                                                                                            | -4,6                                              | 5,0             | 4,5                                                                | -3,5                                                                       |
| Groeipercentages     |                                  |          |                 |                                                             |          |                                                    |                                |                                                                                                                |                                                   |                 |                                                                    |                                                                            |
| 2013                 | -0,7                             | -6,3     | 2,2             | -2,3                                                        | -2,3     | -2,4                                               | -2,9                           | -0,1                                                                                                           | -12,3                                             | 10,9            | -5,1                                                               | 1,9                                                                        |
| 2014                 | 2,1                              | 1,5      | 2,4             | -0,8                                                        | -0,5     | -0,3                                               | -1,4                           | -0,3                                                                                                           | 1,5                                               | 11,9            | -6,6                                                               | 4,5                                                                        |
| 2015                 | 7,9                              | -1,8     | 12,3            | 0,8                                                         | 0,7      | 0,5                                                | 0,1                            | 1,9                                                                                                            | -2,7                                              | -4,2            | 1,9                                                                | 0,5                                                                        |
| 2015 II              | 5,1                              | 1,6      | 6,7             | 0,2                                                         | 0,6      | 0,3                                                | -0,2                           | 1,2                                                                                                            | -1,0                                              | 17,8            | -5,2                                                               | 3,0                                                                        |
| III                  | 7,2                              | 0,5      | 10,2            | 0,8                                                         | 0,6      | 0,4                                                | 0,1                            | 1,6                                                                                                            | -2,0                                              | -1,4            | 1,0                                                                | 1,9                                                                        |
| IV                   | 7,9                              | -1,8     | 12,3            | 0,8                                                         | 0,7      | 0,5                                                | 0,1                            | 1,9                                                                                                            | -2,7                                              | -4,2            | 1,9                                                                | 0,5                                                                        |
| 2016 I               | 10,1                             | -3,0     | 16,0            | 1,1                                                         | 1,0      | 0,9                                                | 0,8                            | 2,2                                                                                                            | -1,3                                              | -19,1           | 3,3                                                                | -2,3                                                                       |
| 2015 nov.            | 7,8                              | -0,7     | 11,7            | 1,2                                                         | 1,2      | 1,0                                                | 0,7                            | 2,0                                                                                                            | -0,2                                              | -1,4            | -0,7                                                               | 3,4                                                                        |
| dec.                 | 7,9                              | -1,8     | 12,3            | 0,8                                                         | 0,7      | 0,5                                                | 0,1                            | 1,9                                                                                                            | -2,7                                              | -4,2            | 1,9                                                                | 0,5                                                                        |
| 2016 jan.            | 8,7                              | -2,5     | 13,7            | 0,9                                                         | 0,8      | 0,6                                                | 0,5                            | 1,9                                                                                                            | -2,5                                              | -9,6            | 2,4                                                                | -0,3                                                                       |
| feb.                 | 10,1                             | -2,4     | 15,9            | 1,2                                                         | 1,2      | 0,9                                                | 0,7                            | 2,2                                                                                                            | -1,4                                              | -6,9            | 2,9                                                                | -1,4                                                                       |
| maart                | 10,1                             | -3,0     | 16,0            | 1,1                                                         | 1,0      | 0,9                                                | 0,8                            | 2,2                                                                                                            | -1,3                                              | -19,1           | 3,3                                                                | -2,3                                                                       |
| april <sup>(v)</sup> | 10,4                             | -2,6     | 16,3            | 1,2                                                         | 1,1      | 0,9                                                | 0,9                            | 2,2                                                                                                            | -1,7                                              | -16,4           | 4,1                                                                | -2,4                                                                       |

Bron: ECB.

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

2) Aangepast voor het niet langer opnemen van leningen op de balans van de sector MFI's ten gevolge van de verkoop of securitisatie ervan.

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

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

## 5 Geld en krediet

### 5.4 Door MFI's verstrekte leningen aan niet-financiële vennootschappen en huishoudens in het eurogebied<sup>1)</sup>

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

|                      | Niet-financiële vennootschappen <sup>2)</sup> |                                                                                  |                      |                                               | Huishoudens <sup>3)</sup> |         |                                                                                  |                          |                       |                     |
|----------------------|-----------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|----------------------|-----------------------------------------------|---------------------------|---------|----------------------------------------------------------------------------------|--------------------------|-----------------------|---------------------|
|                      | Totaal                                        | Gecorrigeerd<br>voor verkopen<br>van leningen en<br>securitisaties <sup>4)</sup> | Tot en met<br>1 jaar | Meer dan<br>1 jaar en<br>tot en met<br>5 jaar | Meer dan<br>5 jaar        | Totaal  | Gecorrigeerd<br>voor verkopen<br>van leningen en<br>securitisaties <sup>4)</sup> | Consump-<br>tief krediet | Woning-<br>hypotheken | Overige<br>leningen |
|                      | 1                                             |                                                                                  | 2                    | 3                                             | 4                         | 5       |                                                                                  |                          |                       |                     |
| Uitstaande bedragen  |                                               |                                                                                  |                      |                                               |                           |         |                                                                                  |                          |                       |                     |
| 2013                 | 4.353,6                                       | 4.408,4                                                                          | 1.065,7              | 740,9                                         | 2.547,0                   | 5.222,8 | 5.547,4                                                                          | 573,6                    | 3.853,7               | 795,5               |
| 2014                 | 4.271,6                                       | 4.330,9                                                                          | 1.080,7              | 720,5                                         | 2.470,4                   | 5.200,4 | 5.546,2                                                                          | 563,3                    | 3.861,1               | 776,0               |
| 2015                 | 4.273,5                                       | 4.333,8                                                                          | 1.038,5              | 758,2                                         | 2.476,8                   | 5.307,3 | 5.639,1                                                                          | 595,6                    | 3.948,0               | 763,7               |
| 2015 II              | 4.291,3                                       | 4.347,6                                                                          | 1.080,8              | 743,1                                         | 2.467,3                   | 5.258,5 | 5.589,0                                                                          | 578,7                    | 3.908,9               | 771,0               |
| III                  | 4.274,9                                       | 4.333,8                                                                          | 1.058,3              | 745,9                                         | 2.470,7                   | 5.277,6 | 5.611,3                                                                          | 582,4                    | 3.926,5               | 768,7               |
| IV                   | 4.273,5                                       | 4.333,8                                                                          | 1.038,5              | 758,2                                         | 2.476,8                   | 5.307,3 | 5.639,1                                                                          | 595,6                    | 3.948,0               | 763,7               |
| 2016 I               | 4.290,3                                       | 4.352,3                                                                          | 1.045,2              | 767,7                                         | 2.477,3                   | 5.338,3 | 5.657,0                                                                          | 603,4                    | 3.972,9               | 762,0               |
| 2015 nov.            | 4.307,5                                       | 4.365,8                                                                          | 1.076,6              | 755,4                                         | 2.475,4                   | 5.310,1 | 5.638,8                                                                          | 596,8                    | 3.944,8               | 768,5               |
| dec.                 | 4.273,5                                       | 4.333,8                                                                          | 1.038,5              | 758,2                                         | 2.476,8                   | 5.307,3 | 5.639,1                                                                          | 595,6                    | 3.948,0               | 763,7               |
| 2016 jan.            | 4.289,1                                       | 4.352,2                                                                          | 1.048,9              | 765,6                                         | 2.474,6                   | 5.311,7 | 5.642,8                                                                          | 596,4                    | 3.953,2               | 762,1               |
| feb.                 | 4.302,2                                       | 4.361,5                                                                          | 1.049,4              | 774,1                                         | 2.478,7                   | 5.329,9 | 5.650,5                                                                          | 601,4                    | 3.966,7               | 761,8               |
| maart                | 4.290,3                                       | 4.352,3                                                                          | 1.045,2              | 767,7                                         | 2.477,3                   | 5.338,3 | 5.657,0                                                                          | 603,4                    | 3.972,9               | 762,0               |
| april <sup>(v)</sup> | 4.293,3                                       | 4.357,0                                                                          | 1.044,3              | 772,3                                         | 2.476,7                   | 5.343,7 | 5.662,6                                                                          | 604,5                    | 3.979,9               | 759,3               |
| Transacties          |                                               |                                                                                  |                      |                                               |                           |         |                                                                                  |                          |                       |                     |
| 2013                 | -132,9                                        | -144,0                                                                           | -44,3                | -44,6                                         | -44,0                     | -4,0    | -17,2                                                                            | -18,2                    | 27,4                  | -13,2               |
| 2014                 | -60,8                                         | -64,3                                                                            | -14,2                | 2,3                                           | -48,9                     | -15,4   | 4,7                                                                              | -3,0                     | -3,4                  | -9,0                |
| 2015                 | 3,4                                           | 8,8                                                                              | -44,9                | 32,7                                          | 15,7                      | 98,1    | 75,9                                                                             | 21,8                     | 80,0                  | -3,6                |
| 2015 II              | 1,6                                           | 3,7                                                                              | -2,7                 | 7,7                                           | -3,5                      | 31,5    | 21,6                                                                             | 9,4                      | 22,8                  | -0,7                |
| III                  | -6,0                                          | -0,8                                                                             | -19,1                | 4,0                                           | 9,2                       | 24,7    | 25,7                                                                             | 5,2                      | 19,8                  | -0,3                |
| IV                   | -0,5                                          | 1,4                                                                              | -22,1                | 13,5                                          | 8,1                       | 22,8    | 18,1                                                                             | 5,1                      | 20,0                  | -2,4                |
| 2016 I               | 38,4                                          | 43,4                                                                             | 15,6                 | 12,7                                          | 10,2                      | 36,0    | 23,0                                                                             | 9,1                      | 27,0                  | -0,1                |
| 2015 nov.            | 12,4                                          | 9,3                                                                              | 15,5                 | -2,4                                          | -0,7                      | 8,4     | 8,8                                                                              | 2,7                      | 3,6                   | 2,1                 |
| dec.                 | -19,9                                         | -18,1                                                                            | -32,0                | 5,9                                           | 6,1                       | -0,7    | 1,6                                                                              | -0,6                     | 3,9                   | -4,0                |
| 2016 jan.            | 22,2                                          | 23,9                                                                             | 13,2                 | 6,5                                           | 2,5                       | 6,6     | 5,7                                                                              | 1,3                      | 6,3                   | -1,0                |
| feb.                 | 15,6                                          | 18,6                                                                             | 1,4                  | 10,0                                          | 4,2                       | 18,2    | 8,9                                                                              | 5,1                      | 13,1                  | -0,1                |
| maart                | 0,6                                           | 0,9                                                                              | 0,9                  | -3,8                                          | 3,5                       | 11,2    | 8,4                                                                              | 2,8                      | 7,5                   | 1,0                 |
| april <sup>(v)</sup> | 5,5                                           | 6,4                                                                              | 0,0                  | 5,1                                           | 0,5                       | 5,8     | 5,6                                                                              | 0,9                      | 7,1                   | -2,2                |
| Groeipercentages     |                                               |                                                                                  |                      |                                               |                           |         |                                                                                  |                          |                       |                     |
| 2013                 | -2,9                                          | -3,2                                                                             | -4,0                 | -5,6                                          | -1,7                      | -0,1    | -0,3                                                                             | -3,0                     | 0,7                   | -1,6                |
| 2014                 | -1,4                                          | -1,5                                                                             | -1,3                 | 0,3                                           | -1,9                      | -0,3    | 0,1                                                                              | -0,5                     | -0,1                  | -1,1                |
| 2015                 | 0,1                                           | 0,2                                                                              | -4,1                 | 4,5                                           | 0,6                       | 1,9     | 1,4                                                                              | 3,8                      | 2,1                   | -0,5                |
| 2015 II              | -0,2                                          | -0,3                                                                             | -1,1                 | 2,3                                           | -0,5                      | 1,2     | 0,6                                                                              | 1,8                      | 1,6                   | -0,8                |
| III                  | 0,1                                           | 0,2                                                                              | -2,6                 | 3,6                                           | 0,3                       | 1,6     | 1,1                                                                              | 2,6                      | 1,8                   | -0,4                |
| IV                   | 0,1                                           | 0,2                                                                              | -4,1                 | 4,5                                           | 0,6                       | 1,9     | 1,4                                                                              | 3,8                      | 2,1                   | -0,5                |
| 2016 I               | 0,8                                           | 1,1                                                                              | -2,6                 | 5,2                                           | 1,0                       | 2,2     | 1,6                                                                              | 5,1                      | 2,3                   | -0,5                |
| 2015 nov.            | 0,7                                           | 0,8                                                                              | -0,8                 | 3,6                                           | 0,5                       | 2,0     | 1,4                                                                              | 3,6                      | 2,1                   | -0,1                |
| dec.                 | 0,1                                           | 0,2                                                                              | -4,1                 | 4,5                                           | 0,6                       | 1,9     | 1,4                                                                              | 3,8                      | 2,1                   | -0,5                |
| 2016 jan.            | 0,5                                           | 0,7                                                                              | -3,0                 | 4,8                                           | 0,8                       | 1,9     | 1,4                                                                              | 4,0                      | 2,1                   | -0,5                |
| feb.                 | 0,7                                           | 1,0                                                                              | -3,0                 | 6,2                                           | 0,7                       | 2,2     | 1,5                                                                              | 5,0                      | 2,3                   | -0,3                |
| maart                | 0,8                                           | 1,1                                                                              | -2,6                 | 5,2                                           | 1,0                       | 2,2     | 1,6                                                                              | 5,1                      | 2,3                   | -0,5                |
| april <sup>(v)</sup> | 0,9                                           | 1,2                                                                              | -2,8                 | 5,7                                           | 1,1                       | 2,2     | 1,5                                                                              | 5,3                      | 2,3                   | -0,8                |

Bron: ECB.

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

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

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

4) Aangepast voor het niet langer opnemen van leningen op de balans van de sector MFI's ten gevolge van de verkoop of securitisatie ervan.

## 5 Geld en krediet

### 5.5 Tegenposten van M3 anders dan krediet aan ingezetenen van het eurogebied<sup>1)</sup>

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

|                      | MFI-verplichtingen                          |                                                                                        |                                                               |                                                                  |                                                               |                         | MFI-activa              |                                                         |                                                                          |       |
|----------------------|---------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|-------------------------|-------------------------|---------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|-------|
|                      | Aan-<br>houdingen<br>overheid <sup>2)</sup> | Langlopende financiële verplichtingen<br>t.o.v. overige ingezetenen van het eurogebied |                                                               |                                                                  |                                                               |                         | Netto<br>externe activa | Overige                                                 |                                                                          |       |
|                      |                                             | Totaal                                                                                 | Deposito's<br>met vaste<br>looptijd van<br>meer dan<br>2 jaar | Deposito's<br>met opzeg-<br>termijn van<br>meer dan<br>3 maanden | Schuld-<br>bewijzen<br>met looptijd<br>van meer<br>dan 2 jaar | Kapitaal en<br>reserves |                         | Totaal                                                  |                                                                          |       |
|                      |                                             |                                                                                        |                                                               |                                                                  |                                                               |                         |                         | Repo's met<br>centrale tegen-<br>partijen <sup>3)</sup> | Repo's met<br>wederinkoop<br>met centrale<br>tegenpartijen <sup>3)</sup> |       |
|                      | 1                                           | 2                                                                                      | 3                                                             | 4                                                                | 5                                                             | 6                       | 7                       | 8                                                       | 9                                                                        | 10    |
|                      | Uitstaande bedragen                         |                                                                                        |                                                               |                                                                  |                                                               |                         |                         |                                                         |                                                                          |       |
| 2013                 | 261,7                                       | 7.311,0                                                                                | 2.371,2                                                       | 91,5                                                             | 2.507,2                                                       | 2.341,1                 | 1.146,5                 | 150,2                                                   | 183,8                                                                    | 121,9 |
| 2014                 | 264,6                                       | 7.187,7                                                                                | 2.248,9                                                       | 92,2                                                             | 2.380,9                                                       | 2.465,8                 | 1.378,2                 | 224,8                                                   | 184,5                                                                    | 139,7 |
| 2015                 | 278,6                                       | 7.065,8                                                                                | 2.184,2                                                       | 79,8                                                             | 2.253,1                                                       | 2.548,8                 | 1.325,0                 | 279,1                                                   | 205,9                                                                    | 135,6 |
| 2015 II              | 265,2                                       | 7.168,6                                                                                | 2.223,1                                                       | 86,7                                                             | 2.329,7                                                       | 2.529,0                 | 1.453,9                 | 240,5                                                   | 224,6                                                                    | 147,1 |
| III                  | 287,6                                       | 7.100,6                                                                                | 2.223,8                                                       | 83,7                                                             | 2.263,4                                                       | 2.529,7                 | 1.356,0                 | 253,7                                                   | 213,6                                                                    | 140,0 |
| IV                   | 278,6                                       | 7.065,8                                                                                | 2.184,2                                                       | 79,8                                                             | 2.253,1                                                       | 2.548,8                 | 1.325,0                 | 279,1                                                   | 205,9                                                                    | 135,6 |
| 2016 I               | 318,8                                       | 7.027,0                                                                                | 2.182,9                                                       | 76,8                                                             | 2.174,8                                                       | 2.592,6                 | 1.279,8                 | 306,7                                                   | 247,1                                                                    | 152,1 |
| 2015 nov.            | 296,0                                       | 7.122,9                                                                                | 2.189,4                                                       | 80,3                                                             | 2.283,4                                                       | 2.569,9                 | 1.380,0                 | 269,8                                                   | 217,7                                                                    | 146,0 |
| dec.                 | 278,6                                       | 7.065,8                                                                                | 2.184,2                                                       | 79,8                                                             | 2.253,1                                                       | 2.548,8                 | 1.325,0                 | 279,1                                                   | 205,9                                                                    | 135,6 |
| 2016 jan.            | 306,1                                       | 7.046,6                                                                                | 2.174,2                                                       | 78,6                                                             | 2.221,8                                                       | 2.571,9                 | 1.313,8                 | 297,7                                                   | 215,0                                                                    | 141,7 |
| feb.                 | 294,6                                       | 7.073,5                                                                                | 2.185,7                                                       | 77,6                                                             | 2.193,4                                                       | 2.616,7                 | 1.288,2                 | 304,2                                                   | 246,6                                                                    | 142,5 |
| maart                | 318,8                                       | 7.027,0                                                                                | 2.182,9                                                       | 76,8                                                             | 2.174,8                                                       | 2.592,6                 | 1.279,8                 | 306,7                                                   | 247,1                                                                    | 152,1 |
| april <sup>(v)</sup> | 316,9                                       | 7.047,9                                                                                | 2.183,6                                                       | 75,4                                                             | 2.173,2                                                       | 2.615,7                 | 1.283,2                 | 299,3                                                   | 237,0                                                                    | 140,0 |
|                      | Transacties                                 |                                                                                        |                                                               |                                                                  |                                                               |                         |                         |                                                         |                                                                          |       |
| 2013                 | -44,9                                       | -80,8                                                                                  | -19,0                                                         | -14,3                                                            | -137,3                                                        | 89,8                    | 362,0                   | -53,6                                                   | 32,2                                                                     | 43,7  |
| 2014                 | -5,7                                        | -161,3                                                                                 | -122,3                                                        | 2,0                                                              | -151,4                                                        | 110,3                   | 238,4                   | 0,9                                                     | 0,7                                                                      | 17,8  |
| 2015                 | 7,8                                         | -218,7                                                                                 | -104,0                                                        | -13,5                                                            | -203,8                                                        | 102,5                   | -98,5                   | -12,1                                                   | 21,4                                                                     | -4,0  |
| 2015 II              | -18,0                                       | -86,1                                                                                  | -34,7                                                         | -3,9                                                             | -50,5                                                         | 3,0                     | 0,6                     | -57,1                                                   | -11,8                                                                    | -13,6 |
| III                  | 22,0                                        | -37,7                                                                                  | 6,1                                                           | -3,1                                                             | -58,6                                                         | 17,9                    | -64,8                   | 1,0                                                     | -11,0                                                                    | -7,1  |
| IV                   | -11,7                                       | -57,9                                                                                  | -47,5                                                         | -3,9                                                             | -42,3                                                         | 35,8                    | -36,9                   | 10,4                                                    | -7,7                                                                     | -4,3  |
| 2016 I               | 40,1                                        | -61,5                                                                                  | 1,4                                                           | -2,9                                                             | -49,9                                                         | -10,1                   | -70,9                   | 32,8                                                    | 41,3                                                                     | 17,3  |
| 2015 nov.            | -51,8                                       | -11,2                                                                                  | -21,1                                                         | -1,9                                                             | -6,2                                                          | 18,1                    | -15,3                   | -40,4                                                   | 21,3                                                                     | 1,1   |
| dec.                 | -17,9                                       | -12,8                                                                                  | -3,0                                                          | -0,5                                                             | -18,5                                                         | 9,2                     | -32,4                   | -3,5                                                    | -11,7                                                                    | -10,4 |
| 2016 jan.            | 27,6                                        | -33,8                                                                                  | -9,3                                                          | -1,1                                                             | -22,5                                                         | -0,8                    | -24,2                   | 11,4                                                    | 9,1                                                                      | 6,9   |
| feb.                 | -11,4                                       | -13,0                                                                                  | 11,9                                                          | -1,0                                                             | -30,8                                                         | 6,9                     | -74,1                   | 13,0                                                    | 31,6                                                                     | 0,9   |
| maart                | 23,9                                        | -14,7                                                                                  | -1,2                                                          | -0,8                                                             | 3,4                                                           | -16,2                   | 27,4                    | 8,4                                                     | 0,7                                                                      | 9,5   |
| april <sup>(v)</sup> | -2,2                                        | 8,7                                                                                    | 0,8                                                           | -1,4                                                             | -3,8                                                          | 13,1                    | -13,5                   | -13,2                                                   | -10,1                                                                    | -12,0 |
|                      | Groeipercentages                            |                                                                                        |                                                               |                                                                  |                                                               |                         |                         |                                                         |                                                                          |       |
| 2013                 | -14,7                                       | -1,1                                                                                   | -0,8                                                          | -13,5                                                            | -5,1                                                          | 3,8                     | -                       | -                                                       | 10,3                                                                     | 23,3  |
| 2014                 | -2,2                                        | -2,2                                                                                   | -5,2                                                          | 2,2                                                              | -6,0                                                          | 4,6                     | -                       | -                                                       | 0,4                                                                      | 14,6  |
| 2015                 | 3,2                                         | -3,0                                                                                   | -4,6                                                          | -14,4                                                            | -8,4                                                          | 4,1                     | -                       | -                                                       | 11,6                                                                     | -2,9  |
| 2015 II              | -6,0                                        | -3,0                                                                                   | -5,3                                                          | -3,4                                                             | -8,1                                                          | 4,4                     | -                       | -                                                       | 31,0                                                                     | 23,5  |
| III                  | 11,8                                        | -3,4                                                                                   | -3,7                                                          | -9,1                                                             | -9,3                                                          | 3,1                     | -                       | -                                                       | 30,5                                                                     | 15,0  |
| IV                   | 3,2                                         | -3,0                                                                                   | -4,6                                                          | -14,4                                                            | -8,4                                                          | 4,1                     | -                       | -                                                       | 11,6                                                                     | -2,9  |
| 2016 I               | 11,4                                        | -3,3                                                                                   | -3,3                                                          | -15,2                                                            | -8,4                                                          | 1,9                     | -                       | -                                                       | 4,6                                                                      | -4,8  |
| 2015 nov.            | 10,3                                        | -3,4                                                                                   | -4,9                                                          | -11,4                                                            | -8,8                                                          | 3,6                     | -                       | -                                                       | 18,0                                                                     | 11,7  |
| dec.                 | 3,2                                         | -3,0                                                                                   | -4,6                                                          | -14,4                                                            | -8,4                                                          | 4,1                     | -                       | -                                                       | 11,6                                                                     | -2,9  |
| 2016 jan.            | 3,4                                         | -3,4                                                                                   | -4,4                                                          | -15,3                                                            | -8,8                                                          | 3,3                     | -                       | -                                                       | 5,7                                                                      | 7,0   |
| feb.                 | 10,0                                        | -3,4                                                                                   | -3,5                                                          | -15,4                                                            | -9,4                                                          | 3,0                     | -                       | -                                                       | 8,2                                                                      | -1,8  |
| maart                | 11,4                                        | -3,3                                                                                   | -3,3                                                          | -15,2                                                            | -8,4                                                          | 1,9                     | -                       | -                                                       | 4,6                                                                      | -4,8  |
| april <sup>(v)</sup> | 17,4                                        | -2,8                                                                                   | -2,7                                                          | -15,3                                                            | -7,8                                                          | 2,4                     | -                       | -                                                       | 12,0                                                                     | 4,7   |

Bron: ECB.

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

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

3) Niet gecorrigeerd voor seizoenseffecten.

## 6 Begrotingsontwikkelingen

### 6.1 Tekort/overschot

(als percentage bbp; stromen gedurende een periode van één jaar)

|        | Tekort (-)/overschot (+) |                   |                   |                 |                                              | PM:<br>Primair tekort (-)/<br>overschot (+) |
|--------|--------------------------|-------------------|-------------------|-----------------|----------------------------------------------|---------------------------------------------|
|        | Totaal                   | Centrale overheid | Deelstaatoverheid | Lagere overheid | Wettelijke sociale<br>zekerheidsinstellingen |                                             |
|        | 1                        | 2                 | 3                 | 4               | 5                                            | 6                                           |
| 2012   | -3,7                     | -3,4              | -0,3              | 0,0             | 0,0                                          | -0,6                                        |
| 2013   | -3,0                     | -2,6              | -0,2              | -0,1            | -0,1                                         | -0,2                                        |
| 2014   | -2,6                     | -2,2              | -0,2              | 0,0             | -0,1                                         | 0,1                                         |
| 2015   | -2,1                     | -1,9              | -0,2              | 0,1             | -0,1                                         | 0,3                                         |
| 2015 I | -2,5                     | .                 | .                 | .               | .                                            | 0,1                                         |
| II     | -2,4                     | .                 | .                 | .               | .                                            | 0,1                                         |
| III    | -2,1                     | .                 | .                 | .               | .                                            | 0,4                                         |
| IV     | -2,1                     | .                 | .                 | .               | .                                            | 0,3                                         |

Bronnen: ECB voor jaargegevens; Eurostat voor kwartaalgegevens.

### 6.2 Ontvangsten en uitgaven

(als percentage bbp; stromen gedurende een periode van één jaar)

|        | Ontvangsten |                        |                          |                                           |                       |                          | Uitgaven |                             |       |                        |     |      |                       |
|--------|-------------|------------------------|--------------------------|-------------------------------------------|-----------------------|--------------------------|----------|-----------------------------|-------|------------------------|-----|------|-----------------------|
|        | Totaal      | Lopende ontvangsten    |                          |                                           |                       | Kapitaal-<br>ontvangsten | Totaal   | Lopende Uitgaven            |       |                        |     |      | Kapitaal-<br>uitgaven |
|        |             | Directe<br>belastingen | Indirecte<br>belastingen | Netto sociale<br>verzekerings-<br>premies | Loonsom<br>werknemers |                          |          | Intermediaire<br>consumptie | Rente | Sociale<br>uitkeringen |     |      |                       |
|        |             |                        |                          |                                           |                       |                          |          |                             |       |                        |     |      |                       |
|        | 1           | 2                      | 3                        | 4                                         | 5                     | 6                        | 7        | 8                           | 9     | 10                     | 11  | 12   | 13                    |
| 2012   | 46,1        | 45,6                   | 12,2                     | 12,9                                      | 15,4                  | 0,4                      | 49,7     | 45,2                        | 10,4  | 5,4                    | 3,0 | 22,6 | 4,5                   |
| 2013   | 46,6        | 46,1                   | 12,5                     | 12,9                                      | 15,5                  | 0,5                      | 49,6     | 45,5                        | 10,4  | 5,4                    | 2,8 | 23,0 | 4,1                   |
| 2014   | 46,8        | 46,3                   | 12,5                     | 13,1                                      | 15,5                  | 0,5                      | 49,3     | 45,4                        | 10,3  | 5,3                    | 2,7 | 23,1 | 4,0                   |
| 2015   | 46,6        | 46,1                   | 12,6                     | 13,1                                      | 15,4                  | 0,5                      | 48,6     | 44,7                        | 10,2  | 5,2                    | 2,4 | 23,0 | 3,9                   |
| 2015 I | 46,7        | 46,2                   | 12,5                     | 13,1                                      | 15,5                  | 0,5                      | 49,2     | 45,3                        | 10,3  | 5,3                    | 2,6 | 23,1 | 3,9                   |
| II     | 46,6        | 46,2                   | 12,5                     | 13,1                                      | 15,4                  | 0,5                      | 49,0     | 45,2                        | 10,3  | 5,3                    | 2,5 | 23,1 | 3,9                   |
| III    | 46,6        | 46,1                   | 12,5                     | 13,2                                      | 15,4                  | 0,5                      | 48,7     | 45,0                        | 10,2  | 5,2                    | 2,5 | 23,1 | 3,8                   |
| IV     | 46,6        | 46,1                   | 12,6                     | 13,2                                      | 15,4                  | 0,5                      | 48,7     | 44,8                        | 10,2  | 5,3                    | 2,4 | 23,0 | 3,9                   |

Bronnen: ECB voor jaargegevens; Eurostat voor kwartaalgegevens.

### 6.3 Schuld/bbp-ratio

(als percentage bbp; uitstaande bedragen per einde periode)

|        | Totaal | Financieel instrument                  |          |                     | Houder                 |       |                                 | Oorspronkelijke<br>looptijd |                       | Resterende looptijd     |                                               |                       | Valuta                                  |                     |
|--------|--------|----------------------------------------|----------|---------------------|------------------------|-------|---------------------------------|-----------------------------|-----------------------|-------------------------|-----------------------------------------------|-----------------------|-----------------------------------------|---------------------|
|        |        | Chartaal<br>geld en<br>depo-<br>sito's | Leningen | Schuld-<br>bewijzen | Ingezet<br>crediteuren | MFI's | Niet-<br>ingezet<br>crediteuren | Tot en<br>met<br>1 jaar     | Meer<br>dan<br>1 jaar | Tot en<br>met<br>1 jaar | Meer dan 1<br>jaar en tot<br>en met 5<br>jaar | Meer<br>dan<br>5 jaar | Euro of<br>deel-<br>nemende<br>valuta's | Overige<br>valuta's |
|        |        |                                        |          |                     |                        |       |                                 |                             |                       |                         |                                               |                       |                                         |                     |
|        | 1      | 2                                      | 3        | 4                   | 5                      | 6     | 7                               | 8                           | 9                     | 10                      | 11                                            | 12                    | 13                                      | 14                  |
| 2012   | 89,3   | 3,0                                    | 17,4     | 68,9                | 45,5                   | 26,2  | 43,9                            | 11,3                        | 78,0                  | 19,7                    | 31,6                                          | 38,0                  | 87,2                                    | 2,2                 |
| 2013   | 91,1   | 2,6                                    | 17,2     | 71,3                | 46,0                   | 26,2  | 45,1                            | 10,4                        | 80,7                  | 19,4                    | 32,2                                          | 39,5                  | 89,0                                    | 2,1                 |
| 2014   | 92,0   | 2,8                                    | 16,9     | 72,4                | 45,1                   | 26,0  | 46,9                            | 10,0                        | 82,0                  | 19,0                    | 32,0                                          | 41,0                  | 89,9                                    | 2,1                 |
| 2015   | 90,7   | 2,8                                    | 16,1     | 71,7                | 45,7                   | 27,5  | 45,0                            | 9,4                         | 81,3                  | 17,8                    | 31,8                                          | 41,1                  | 88,6                                    | 2,1                 |
| 2015 I | 93,0   | 2,7                                    | 16,9     | 73,4                | .                      | .     | .                               | .                           | .                     | .                       | .                                             | .                     | .                                       | .                   |
| II     | 92,4   | 2,8                                    | 16,3     | 73,3                | .                      | .     | .                               | .                           | .                     | .                       | .                                             | .                     | .                                       | .                   |
| III    | 91,8   | 2,8                                    | 16,2     | 72,8                | .                      | .     | .                               | .                           | .                     | .                       | .                                             | .                     | .                                       | .                   |
| IV     | 90,8   | 2,8                                    | 16,1     | 71,8                | .                      | .     | .                               | .                           | .                     | .                       | .                                             | .                     | .                                       | .                   |

Bronnen: ECB voor jaargegevens; Eurostat voor kwartaalgegevens.

## 6 Begrotingsontwikkelingen

### 6.4 Jaarlijkse mutatie in de overheidsschuld/bbp-ratio en onderliggende factoren<sup>1)</sup>

(als percentage bbp; stromen gedurende een periode van één jaar)

|        | Mutatie in<br>schuld/<br>bbp-ratio <sup>2)</sup> | Primair<br>tekort (+)/<br>overschot (-) | Tekort/schuld-aanpassing |                                                   |                                   |          |                     |                                                                        |         |                                              | Ecart<br>rentegroei | PM:<br>Financierings-<br>behoefte |
|--------|--------------------------------------------------|-----------------------------------------|--------------------------|---------------------------------------------------|-----------------------------------|----------|---------------------|------------------------------------------------------------------------|---------|----------------------------------------------|---------------------|-----------------------------------|
|        |                                                  |                                         | Totaal                   | Transacties in de belangrijkste financiële activa |                                   |          |                     | Herwaarderings-<br>effecten en<br>overige verande-<br>ringen in volume | Overige |                                              |                     |                                   |
|        |                                                  |                                         |                          | Totaal                                            | Chartaal<br>geld en<br>deposito's | Leningen | Schuld-<br>bewijzen |                                                                        |         | Aandelen en<br>beleggings-<br>fonds aandelen |                     |                                   |
|        | 1                                                | 2                                       | 3                        | 4                                                 | 5                                 | 6        | 7                   | 8                                                                      | 9       | 10                                           | 11                  | 12                                |
| 2012   | 3,4                                              | 0,6                                     | 0,0                      | 1,0                                               | 0,3                               | 0,3      | -0,1                | 0,5                                                                    | -1,3    | 0,3                                          | 2,7                 | 5,0                               |
| 2013   | 1,8                                              | 0,2                                     | -0,3                     | -0,7                                              | -0,4                              | -0,4     | -0,1                | 0,3                                                                    | -0,1    | 0,4                                          | 1,9                 | 2,7                               |
| 2014   | 0,9                                              | -0,1                                    | 0,0                      | -0,2                                              | 0,2                               | -0,2     | -0,2                | 0,0                                                                    | 0,0     | 0,2                                          | 1,0                 | 2,6                               |
| 2015   | -1,4                                             | -0,3                                    | -0,8                     | -0,4                                              | 0,0                               | -0,1     | -0,2                | -0,1                                                                   | -0,1    | -0,3                                         | -0,2                | 1,4                               |
| 2015 I | 0,9                                              | -0,1                                    | 0,1                      | 0,0                                               | 0,4                               | -0,1     | -0,2                | -0,1                                                                   | 0,0     | 0,1                                          | 0,9                 | 2,6                               |
| II     | -0,6                                             | -0,1                                    | -0,9                     | -1,0                                              | -0,3                              | -0,3     | -0,2                | -0,2                                                                   | 0,1     | 0,0                                          | 0,5                 | 1,4                               |
| III    | -0,6                                             | -0,4                                    | -0,4                     | -0,4                                              | 0,2                               | -0,3     | -0,1                | -0,2                                                                   | 0,1     | -0,1                                         | 0,1                 | 1,6                               |
| IV     | -1,3                                             | -0,3                                    | -0,8                     | -0,4                                              | 0,1                               | -0,2     | -0,1                | -0,1                                                                   | 0,0     | -0,4                                         | -0,2                | 1,3                               |

Bronnen: ECB voor jaargegevens; Eurostat voor kwartaalgegevens.

1) Intergouvernementele kredietverlening in de context van de financiële crisis wordt geconsolideerd, behalve in kwartaalgegevens betreffende de tekort/schuld-aanpassing.

2) Berekend als het verschil tussen de overheidsschuld/bbp-ratio aan het einde van de periode en die van een jaar daarvoor.

### 6.5 Overheidsschuldbewijzen<sup>1)</sup>

(schuldaflissing als percentage bbp; gemiddelde resterende looptijd in jaren; gemiddelde nominale rendementen in procenten per jaar)

|           | Schuldaflissing verschuldigd binnen 1 jaar <sup>2)</sup> |                                 |                                 |        |                 | Gemiddelde resterende looptijd <sup>3)</sup> | Gemiddeld nominaal rendement <sup>4)</sup> |             |                              |          |           |             |     |
|-----------|----------------------------------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|--------|-----------------|----------------------------------------------|--------------------------------------------|-------------|------------------------------|----------|-----------|-------------|-----|
|           | Totaal                                                   | Hoofdsom                        |                                 | Rente  |                 |                                              | Uitstaande bedragen                        |             |                              |          |           | Transacties |     |
|           |                                                          | Looptijden tot en met 3 maanden | Looptijden tot en met 3 maanden | Totaal | Variabele rente |                                              | Nulcoupon                                  | Vaste rente |                              | Uitgifte | Aflossing |             |     |
|           |                                                          |                                 |                                 |        |                 |                                              |                                            |             | Looptijden tot en met 1 jaar |          |           |             |     |
|           | 1                                                        | 2                               | 3                               | 4      | 5               | 6                                            | 7                                          | 8           | 9                            | 10       | 11        | 12          | 13  |
| 2013      | 16,5                                                     | 14,4                            | 5,0                             | 2,1    | 0,5             | 6,3                                          | 3,5                                        | 1,7         | 1,3                          | 3,7      | 2,8       | 1,2         | 1,8 |
| 2014      | 15,9                                                     | 13,9                            | 5,1                             | 2,0    | 0,5             | 6,4                                          | 3,1                                        | 1,5         | 0,5                          | 3,5      | 2,7       | 0,8         | 1,6 |
| 2015      | 14,9                                                     | 12,9                            | 4,3                             | 2,0    | 0,5             | 6,6                                          | 2,9                                        | 1,2         | 0,1                          | 3,3      | 3,0       | 0,4         | 1,2 |
| 2015 I    | 15,1                                                     | 13,1                            | 4,5                             | 2,0    | 0,5             | 6,5                                          | 3,1                                        | 1,3         | 0,3                          | 3,5      | 2,9       | 0,6         | 1,7 |
| II        | 15,1                                                     | 13,0                            | 4,8                             | 2,0    | 0,5             | 6,6                                          | 3,0                                        | 1,3         | 0,2                          | 3,4      | 2,9       | 0,5         | 1,5 |
| III       | 15,1                                                     | 13,1                            | 4,3                             | 2,0    | 0,5             | 6,6                                          | 2,9                                        | 1,2         | 0,1                          | 3,3      | 3,0       | 0,4         | 1,4 |
| IV        | 14,9                                                     | 12,9                            | 4,3                             | 2,0    | 0,5             | 6,6                                          | 2,9                                        | 1,2         | 0,1                          | 3,3      | 3,0       | 0,4         | 1,2 |
| 2015 nov. | 15,6                                                     | 13,6                            | 4,5                             | 2,0    | 0,5             | 6,6                                          | 2,9                                        | 1,2         | 0,1                          | 3,3      | 3,0       | 0,4         | 1,4 |
| dec.      | 14,9                                                     | 12,9                            | 4,3                             | 2,0    | 0,5             | 6,6                                          | 2,9                                        | 1,2         | 0,1                          | 3,3      | 3,0       | 0,4         | 1,2 |
| 2016 jan. | 15,1                                                     | 13,2                            | 5,4                             | 2,0    | 0,5             | 6,6                                          | 2,8                                        | 1,2         | 0,1                          | 3,3      | 3,0       | 0,3         | 1,2 |
| feb.      | 15,4                                                     | 13,5                            | 4,9                             | 1,9    | 0,5             | 6,6                                          | 2,8                                        | 1,2         | 0,0                          | 3,2      | 3,0       | 0,3         | 1,2 |
| maart     | 15,6                                                     | 13,7                            | 4,8                             | 1,9    | 0,5             | 6,6                                          | 2,8                                        | 1,2         | 0,0                          | 3,2      | 2,8       | 0,3         | 1,1 |
| april     | 15,0                                                     | 13,2                            | 4,2                             | 1,9    | 0,5             | 6,8                                          | 2,7                                        | 1,2         | 0,0                          | 3,2      | 2,8       | 0,4         | 1,3 |

Bron: ECB.

1) Tegen nominale waarde en niet geconsolideerd met de sector overheid.

2) Met uitzondering van toekomstige betalingen op schuldbewijzen die nog niet uitstaande staan en vroege aflossingen.

3) Resterende looptijd per einde periode.

4) Uitstaande bedragen per einde periode; transacties als twaalfmaands gemiddelde.



## 6 Begrotingsontwikkelingen

### 6.6 Begrotingsontwikkelingen in de landen van het eurogebied

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

|                                   | België<br>1 | Duitsland<br>2 | Estland<br>3 | Ierland<br>4 | Griekenland<br>5 | Spanje<br>6 | Frankrijk<br>7 | Italië<br>8 | Cyprus<br>9 |
|-----------------------------------|-------------|----------------|--------------|--------------|------------------|-------------|----------------|-------------|-------------|
| Overheidstekort (-)/overschot (+) |             |                |              |              |                  |             |                |             |             |
| 2012                              | -4,2        | -0,1           | -0,3         | -8,0         | -8,8             | -10,4       | -4,8           | -2,9        | -5,8        |
| 2013                              | -3,0        | -0,1           | -0,2         | -5,7         | -13,0            | -6,9        | -4,0           | -2,9        | -4,9        |
| 2014                              | -3,1        | 0,3            | 0,8          | -3,8         | -3,6             | -5,9        | -4,0           | -3,0        | -8,9        |
| 2015                              | -2,6        | 0,7            | 0,4          | -2,3         | -7,2             | -5,1        | -3,5           | -2,6        | -1,0        |
| 2015 I                            | -3,2        | 0,4            | 0,5          | -3,4         | -4,3             | -6,0        | -3,9           | -2,9        | -0,2        |
| II                                | -3,1        | 0,4            | 0,6          | -2,5         | -4,7             | -5,4        | -4,0           | -2,9        | -0,4        |
| III                               | -2,9        | 0,9            | 0,7          | -1,9         | -4,4             | -5,3        | -3,9           | -2,6        | -0,9        |
| IV                                | -2,6        | 0,7            | 0,4          | -2,3         | -7,2             | -5,1        | -3,5           | -2,6        | -1,0        |
| Overheidsschuld                   |             |                |              |              |                  |             |                |             |             |
| 2012                              | 104,1       | 79,6           | 9,5          | 120,1        | 159,6            | 85,4        | 89,6           | 123,3       | 79,3        |
| 2013                              | 105,2       | 77,2           | 9,9          | 120,0        | 177,7            | 93,7        | 92,4           | 129,0       | 102,5       |
| 2014                              | 106,5       | 74,7           | 10,4         | 107,5        | 180,1            | 99,3        | 95,4           | 132,5       | 108,2       |
| 2015                              | 106,0       | 71,2           | 9,7          | 93,8         | 176,9            | 99,2        | 95,8           | 132,7       | 108,9       |
| 2015 I                            | 110,8       | 74,4           | 10,0         | 104,6        | 170,5            | 100,2       | 97,6           | 135,4       | 107,5       |
| II                                | 109,4       | 72,6           | 9,9          | 101,6        | 169,4            | 99,8        | 97,8           | 136,0       | 110,7       |
| III                               | 108,9       | 72,0           | 9,8          | 98,3         | 171,8            | 99,7        | 97,1           | 134,5       | 110,2       |
| IV                                | 106,0       | 71,2           | 9,7          | 93,8         | 176,9            | 99,2        | 96,1           | 132,7       | 108,9       |

|                                   | Lettland<br>10 | Litouwen<br>11 | Luxemburg<br>12 | Malta<br>13 | Nederland<br>14 | Oostenrijk<br>15 | Portugal<br>16 | Slovenië<br>17 | Slowakije<br>18 | Finland<br>19 |
|-----------------------------------|----------------|----------------|-----------------|-------------|-----------------|------------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|
| Overheidstekort (-)/overschot (+) |                |                |                 |             |                 |                  |                |                |                 |               |
| 2012                              | -0,8           | -3,1           | 0,3             | -3,5        | -3,9            | -2,2             | -5,7           | -4,1           | -4,3            | -2,2          |
| 2013                              | -0,9           | -2,6           | 0,8             | -2,6        | -2,4            | -1,3             | -4,8           | -15,0          | -2,7            | -2,6          |
| 2014                              | -1,6           | -0,7           | 1,7             | -2,0        | -2,4            | -2,7             | -7,2           | -5,0           | -2,7            | -3,2          |
| 2015                              | -1,3           | -0,2           | 1,2             | -1,5        | -1,8            | -1,2             | -4,4           | -2,9           | -3,0            | -2,7          |
| 2015 I                            | -1,9           | -0,7           | 1,1             | -2,4        | -2,1            | -2,2             | -7,1           | -4,6           | -2,9            | -3,5          |
| II                                | -2,1           | 0,4            | 1,3             | -2,0        | -2,1            | -2,2             | -6,4           | -4,5           | -2,9            | -3,1          |
| III                               | -2,1           | 0,1            | 1,2             | -1,7        | -2,0            | -2,5             | -3,1           | -4,1           | -2,6            | -3,0          |
| IV                                | -1,3           | -0,2           | 1,2             | -1,5        | -1,8            | -1,2             | -4,4           | -2,9           | -3,0            | -2,7          |
| Overheidsschuld                   |                |                |                 |             |                 |                  |                |                |                 |               |
| 2012                              | 41,4           | 39,8           | 22,0            | 67,5        | 66,4            | 81,6             | 126,2          | 53,9           | 52,4            | 52,9          |
| 2013                              | 39,1           | 38,8           | 23,3            | 68,6        | 67,9            | 80,8             | 129,0          | 71,0           | 55,0            | 55,5          |
| 2014                              | 40,8           | 40,7           | 22,9            | 67,1        | 68,2            | 84,3             | 130,2          | 81,0           | 53,9            | 59,3          |
| 2015                              | 36,4           | 42,7           | 21,4            | 63,9        | 65,1            | 86,2             | 129,0          | 83,2           | 52,9            | 63,1          |
| 2015 I                            | 35,6           | 38,0           | 22,3            | 68,6        | 69,3            | 85,3             | 130,2          | 82,0           | 54,4            | 60,5          |
| II                                | 35,3           | 37,6           | 21,7            | 67,2        | 67,1            | 86,4             | 128,4          | 81,0           | 54,7            | 62,3          |
| III                               | 36,4           | 38,1           | 21,5            | 66,0        | 66,2            | 86,4             | 130,3          | 84,4           | 53,9            | 61,0          |
| IV                                | 36,4           | 42,7           | 21,4            | 63,9        | 65,1            | 86,2             | 129,0          | 83,2           | 52,9            | 63,1          |

Bron: Eurostat.

© **Europese Centrale Bank, 2016**

Postadres                    60640 Frankfurt am Main, Duitsland  
Telefoon                    +49 69 1344 0  
Website                    [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

De statistieken in deze uitgave zijn afgesloten op 1 juni 2016.

ISSN                        2363-3417 (epub)  
ISSN                        2363-3417 (online)

EU catalogusnr.        QB-BP-16-004-EN-E (epub)  
EU catalogusnr.        QB-BP-16-004-EN-N (pdf)