

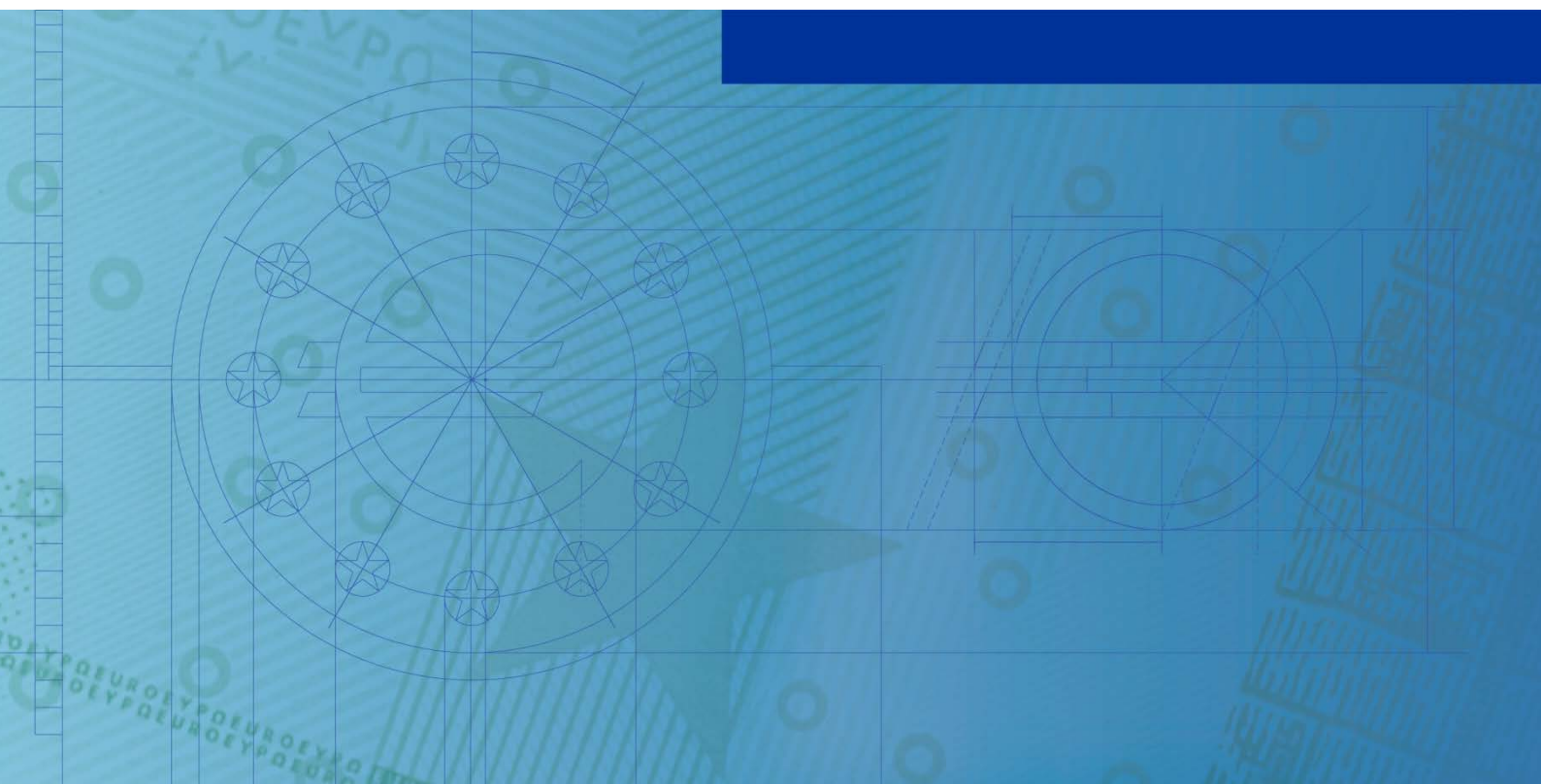


EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM

# Jaarverslag

2017



# Inhoudsopgave

<b>Het jaar in vogelvlucht</b>	<b>4</b>
<b>Het jaar in cijfers</b>	<b>7</b>
<b>Beleid en activiteiten van de ECB in het economische en financiële klimaat van 2017</b>	<b>9</b>
<b>1 Het economisch herstel in het eurogebied ondervindt steun van gunstige factoren en het monetair beleid</b>	<b>9</b>
1.1 Mondiale economische groei trekt aan	10
1.2 Macro-economische, begrotings- en structurele ontwikkelingen in het eurogebied	13
<b>Kader 1</b> Structureel arbeidsmarktbeleid in het eurogebied	23
<b>Kader 2</b> Inzicht in de gematigde inflatiedynamiek	25
<b>Kader 3</b> Waardoor worden structurele hervormingen gestimuleerd?	28
1.3 Financiële en monetaire ontwikkelingen	30
<b>Kader 4</b> De financieringsstructuur van niet-financiële ondernemingen en huishoudens in het eurogebied	37
<b>2 Monetair beleid: geduld, volharding en voorzichtigheid</b>	<b>42</b>
2.1 Een uitermate accommoderende monetairbeleidskoers	43
<b>Kader 5</b> Referentierentes op de geldmarkten in het eurogebied: recente ontwikkelingen	46
2.2 De effectieve doorwerking van de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB	48
2.3 Verloop van de balans van het Eurosysteem	55
<b>3 De Europese financiële sector: weerbaar maar geconfronteerd met uitdagingen</b>	<b>58</b>
3.1 Risico's en kwetsbaarheden in het financieel stelsel van het eurogebied	59
<b>Kader 6</b> Ontwikkelingen van de residentiële en commerciële vastgoedmarkten in het eurogebied	64
3.2 De macroprudentiële functie van de ECB	67
3.3 Bijdragen van de ECB aan regelgevende initiatieven	70

3.4	De microprudentiële functie van de ECB	74
<b>4</b>	<b>Marktinfrastructuur en betalingsverkeer</b>	<b>75</b>
4.1	Innovatie en integratie van marktinfastructuren en betalingsverkeer	76
4.2	Veiligheid van marktinfrastructuur en betalingsverkeer	78
	<b>Kader 7</b> Innovaties op het gebied van instant- en retailbetalingen	79
	<b>Kader 8</b> Cyberweerbaarheid van het financiële ecosysteem	81
<b>5</b>	<b>Aan andere instellingen verstrekte financiële diensten</b>	<b>83</b>
5.1	Beheer van krediettransacties	83
5.2	Reservebeheerdiensten van het Eurosysteem	83
<b>6</b>	<b>Bankbiljetten en munten</b>	<b>84</b>
6.1	Bankbiljetten en munten in omloop	84
	<b>Kader 9</b> Gebruik van contant geld door huishoudens in het eurogebied	86
6.2	Vervalste eurobankbiljetten	88
6.3	De tweede serie eurobankbiljetten	89
<b>7</b>	<b>Statistieken</b>	<b>90</b>
7.1	Nieuwe en verbeterde statistieken voor het eurogebied	90
7.2	Overige statistische ontwikkelingen	91
	<b>Kader 10</b> Samenwerking op het gebied van statistiek op Europees en internationaal niveau	94
	<b>Kader 11</b> AnaCredit in ontwikkeling: belangrijkste kenmerken	96
<b>8</b>	<b>Economisch onderzoek</b>	<b>98</b>
8.1	Onderzoeksprioriteiten van de ECB	98
8.2	Onderzoeksclusters en -netwerken van het Eurosysteem/ESCB	99
8.3	Conferenties en publicaties	101
<b>9</b>	<b>Juridische werkzaamheden en taken</b>	<b>101</b>
9.1	De ECB als partij in gerechtelijke procedures op EU-niveau	101
9.2	Adviezen van de ECB en gevallen van niet-naleving	103

9.3	Naleving van het verbod op monetaire financiering en bevoorrechte toegang	106
<b>10</b>	<b>Internationale en Europese samenwerking</b>	<b>108</b>
10.1	Europese betrekkingen	108
10.2	Internationale betrekkingen	110
<b>11</b>	<b>Externe communicatie</b>	<b>112</b>
11.1	Communicatie, een wezenlijk onderdeel van het ECB-beleid	112
11.2	De voorlichting verbeteren	113
<b>12</b>	<b>Institutioneel kader en corporate governance</b>	<b>115</b>
<b>13</b>	<b>Organisatorische en HR-ontwikkelingen</b>	<b>117</b>
	<b>Jaarstukken</b>	<b>A1</b>
	<b>De geconsolideerde balans van het Eurosysteem per 31 december 2017</b>	<b>C1</b>
	<b>Statistisch deel (alleen beschikbaar in het Engels)</b>	<b>S1</b>

## Het jaar in vogelvlucht



In 2017 ontwikkelde het economisch herstel in het eurogebied zich tot stevige en breedgedragen groei. De **economie groeide 2,5%** en het jaar werd afgesloten met 18 kwartalen van economische groei op rij. Dit kwam neer op de sterkste groei in tien jaar en de breedst gedragen groei in 20 jaar. De **spreiding wat betreft het groeitempo in de landen van het eurogebied daalde** naar het laagste niveau sinds het begin van de Monetaire Unie.

Dankzij de stevige groei zette het herstel op de arbeidsmarkt onverminderd door. **De werkgelegenheid steeg met 1,6%** en bereikte het hoogste niveau in de geschiedenis, gedragen door het recordniveau van de participatiegraad bij vrouwen en oudere mensen. De werkloosheid daalde naar het laagste niveau sinds januari 2009. Over het geheel genomen zijn er sinds medio 2013 7,5 miljoen banen gecreëerd, waardoor alle banen die tijdens de crisis verloren gingen, werden gecompenseerd.

Net als in voorgaande jaren speelde het monetair beleid van de ECB een sleutelrol in dit verhaal van herstel en convergentie. In 2017 zijn eerdere, bij de transmissie van ons monetair beleid optredende asymmetrieën grotendeels verdwenen en stabiliseerden de financieringscondities zich in het hele eurogebied op historisch lage niveaus. Deze ontwikkelingen droegen bij aan de sterkste stijging van de kredietverlening aan de private sector sinds het begin van de crisis in 2008.

De sterke prestaties van de reële economie werden echter niet geëvenaard op het terrein van de inflatie. Hoewel de **totale inflatie** zich gedurende het jaar **met een gemiddelde van 1,5%** herstelde van eerdere laagtepunten, bleef de binnenlandse prijsdruk zwak en vertoonde de onderliggende inflatie geen tekenen van een duurzame opwaartse ontwikkeling.

De uiteenlopende vooruitzichten voor de groei en voor de inflatie hebben een belangrijke rol gespeeld bij de **monetairbeleidsbeslissingen** die de ECB in 2017 heeft genomen en hebben geleid tot een herijking van ons activa-aankoopprogramma.

In oktober heeft de Raad van Bestuur besloten het bedrag van de activa-aankopen verder te verlagen van € 60 miljard naar € 30 miljard per maand, maar het programma met ten minste negen maanden te verlengen tot en met september 2018. Daarnaast is de Raad van Bestuur in maart 2018 gestopt in zijn officiële communicatie uitdrukkelijk te verwijzen naar de bereidheid zijn activa-aankoopprogramma uit te breiden indien de vooruitzichten minder gunstig zouden worden.

De beslissingen van de Raad van Bestuur weerspiegelden zijn gestegen vertrouwen in de vooruitzichten voor de economie, waarbij een ongewijzigde beleidskoers in toenemende mate een expansief karakter zou hebben gekregen. Maar de beslissingen bevestigden tevens de noodzaak geduld uit te oefenen om de inflatoire

druk te laten toenemen, en dat een vasthoudendheid monetair beleid noodzakelijk was om de inflatiedynamiek duurzaam te laten worden en op eigen benen te laten staan.

Hoewel het monetair beleid de beoogde effecten teweegbrengt, kan het tevens neveneffecten veroorzaken. Daarom heeft de ECB in 2017 de **risico's voor de financiële stabiliteit** nauwgezet gevolgd, en stelde zij vast dat deze binnen de perken bleven.

Dankzij sterkere nominale groei is de schuldhoudbaarheid van bedrijven en huishoudens verbeterd, wat heeft bijgedragen aan de verlaging van risico's. In beide sectoren daalde de schuldgraad naar het niveau van begin 2008, wat erop wijst dat het herstel niet gepaard is gegaan met een hernieuwde schuldenopbouw in de private sector. Het is zelfs vrijwel de eerste keer sinds het begin van de Monetaire Unie dat de private bestedingen zijn gestegen bij een dalende schuldenlast.

De aantrekkende economie bood ook banken een kans hun balans verder te versterken. De sterkere economie heeft gezorgd voor grotere transactievolumes en lagere waardeverminderingsslachten en heeft zo geholpen de winstgevendheid te stabiliseren. Het schokabsorberende vermogen van banken is verder toegenomen, waarbij de tier 1-kernkapitaalratio in het derde kwartaal van 2017 op 14,5% uitkwam, en de activakwaliteit verbeterde.

De banken in het eurogebied hebben hun **niet-renderende leningen** ('non-performing loans' – NPL's) in een hoger tempo teruggebracht; deze daalden van 8% van de totale leningenportefeuille in 2014 naar 5,2% in het derde kwartaal van 2017. Alleen al in de eerste drie kwartalen van 2017 daalden de NPL's met € 119 miljard, met een toenemend aandeel daarin van de leningverkopen op de secundaire markten. Hieraan hebben ECB-initiatieven ter vergroting van de transparantie op de NPL-markten bijgedragen. Er zijn echter nog steeds verdere inspanningen nodig om de hoge NPL-niveaus te verlagen.

De ECB is tevens de omstandigheden op de financiële markten blijven volgen. In 2017 waren de markten relatief kalm, maar ze bleven kwetsbaar voor een abrupte risicoherprijzing en een toename van de volatiliteit van de financiële markten. Deze risico's hebben zich begin 2018 daadwerkelijk op de wereldwijde aandelenmarkten voorgedaan, zij het tot op heden zonder dat zich daarbij grote uitstralingseffecten naar de kredietmarkten in het eurogebied en derhalve naar de financiële condities in ruimere zin hebben voorgedaan.

2017 werd ook gekenmerkt door belangrijke ontwikkelingen op het terrein van de architectuur van het betalingsverkeer in het eurogebied. De laatste golf van migratie naar **TARGET2-Securities** werd afgerond, en het platform verwerkte daarna gemiddeld 556.684 transacties per dag. Het nieuwe €50-bankbiljet werd ingevoerd, wat geresulteerd heeft in veiliger betalingen voor de burgers van het eurogebied, voor wie contant geld nog steeds het belangrijkste betaalmiddel bij verkooppunten is.

Ten slotte heeft de ECB een aantal stappen gezet ter verbetering van haar **transparantie en verantwoordingsaflegging** ten opzichte van de EU-burgers. Wij

hebben in 2017 138 vragen van leden van het Europees Parlement beantwoord. De ECB heeft haar nieuwe bezoekerscentrum geopend, dat naar verwachting 40.000 belangstellenden per jaar zal ontvangen. Onze website had bezoekers uit de hele wereld en werd meer dan 17 miljoen maal bezocht.

Wij verwachten dat het tempo van de economische groei in 2018 krachtig zal blijven. Hoewel wij erop blijven vertrouwen dat de inflatie zich op de middellange termijn in de richting van ons doel zal ontwikkelen, zijn er nog steeds onzekerheden over de mate van onbenutte capaciteit in de economie.

Om ervoor te zorgen dat de inflatie naar onze doelstelling terugkeert, blijft het derhalve noodzakelijk een geduldig, standvastig en prudent monetair beleid te voeren.

Frankfurt am Main, april 2018

Mario Draghi  
President

# Het jaar in cijfers



**Stevige en breedgedragen economische groei**

---

**2,5%**

De jaar-op-jaargroei van het bruto binnenlands product van het eurogebied profiteerde van een aantrekkelijke netto-uitvoer en robuuste binnenlandse bestedingen aan goederen en diensten.



**Inflatie op herstelkoers**

---

**1,5%**

De gemiddelde totale inflatie in het eurogebied steeg, vooral als gevolg van stijgende energieprijzen en – in mindere mate – oplopende prijzen van voedingsmiddelen.



**Werkgelegenheid hoger dan het niveau van vóór de crisis**

---

**1,6%**

Het herstel op de arbeidsmarkt zette door met krachtige werkgelegenheidsgroei, als gevolg van zowel het gunstige economische klimaat als geslaagde beleidsmaatregelen.



**Spreiding wat betreft groeitempo op historisch laag niveau**

---

**1998: 1,47 $\sigma$**

**2017: 0,75 $\sigma$**

In 2017 was het verschil wat betreft de economische groei in de landen van het eurogebied, afgemeten aan de standaarddeviaties van de bruto toegevoegde waarde, het kleinst in de geschiedenis van de Monetaire Unie.





#### Verbeterde solvabiliteit van banken

---

**14,5%**

De solvabiliteitspositie van de banken in het eurogebied is verder verbeterd, waarbij de tier 1-kernkapitaalratio in het derde kwartaal van 2017 uitkwam op 14,5%.



#### Versnelde vermindering van niet-renderende leningen

---

**– €119 miljard**

De totale waarde van de niet-renderende leningen van de banken in het eurogebied liet in de eerste drie kwartalen van het jaar een opvallende daling zien.



#### Groeiend aantal T2S-transacties

---

**556.684 per dag**

De afronding van de migratie naar TARGET2-Securities is een belangrijke stap geweest op weg naar de integratie van de Europese infrastructuur voor effectenafwikkeling, zoals blijkt uit het gemiddelde aantal transacties per dag na de laatste migratiegolf.



#### Groot aantal antwoorden op vragen vanuit het Europees Parlement

---

**138**

Mario Draghi beantwoordde als President van de ECB meer dan 130 vragen van leden van het Europees Parlement, kenmerkend voor de hoge mate van verantwoordingsaflegging en transparantie die de ECB betracht.

# Beleid en activiteiten van de ECB in het economische en financiële klimaat van 2017

## 1 Het economisch herstel in het eurogebied ondervindt steun van gunstige factoren en het monetair beleid

De in 2013 ingezette economische expansie in het eurogebied zette in 2017 verder door en gaf ondanks onzekerheden blijk van veerkracht. De productiegroei nam toe en verbreedde zich, terwijl de spreiding van de groeicijfers tussen zowel landen als sectoren op het laagste niveau in twee decennia uitkwam. De arbeidsmarkt in het eurogebied bleef verder van het voortgaande herstel profiteren. De werkgelegenheid steeg tot het hoogste niveau sinds de totstandkoming van het eurogebied, terwijl de werkloosheid daalde tot het peil van het eerste kwartaal van 2009.

Het herstel in het eurogebied werd gedragen door een aantal gunstige conjuncturele en structurele factoren. De mondiale productiegroei trok verder aan en stimuleerde daarmee de uitvoervraag, terwijl daarnaast het jarenlange balansherstel, institutionele opbouw en structurele hervormingen in het eurogebied hun vruchten afwierpen. Bovendien was de algehele begrotingskoers grotendeels neutraal. De monetairbeleidsmaatregelen van de ECB bleven de geld- en kredietdynamiek ondersteunen en speelden een voorname rol bij de opleving van zowel de consumptie van huishoudens als de bedrijfsinvesteringen, doordat ze de rente laag hielden en voor blijvend gunstige financieringsvoorwaarden zorgden.

Ondanks het flinke economische herstel, gaf de inflatiedynamiek nog geen overtuigende tekenen te zien van een duurzame opwaartse aanpassing richting een niveau op middellange termijn onder maar dicht bij 2%, overeenkomstig de door de ECB gehanteerde definitie van prijsstabiliteit. Bij een onveranderd aanmerkelijke onbenutte arbeidsmarktcapaciteit bleef de onderliggende inflatiedruk gematigd. De waargenomen verbeteringen op de arbeidsmarkt hebben nog tijd nodig om in een dynamischere loongroei tot uitdrukking te komen. Bovendien was het van belang om door de volatiliteit van de inflatiegegevens voor de korte termijn heen te zien. Deze hebben geen of beperkte gevolgen voor de verwachtingen ten aanzien van de prijsstabiliteit op middellange termijn.

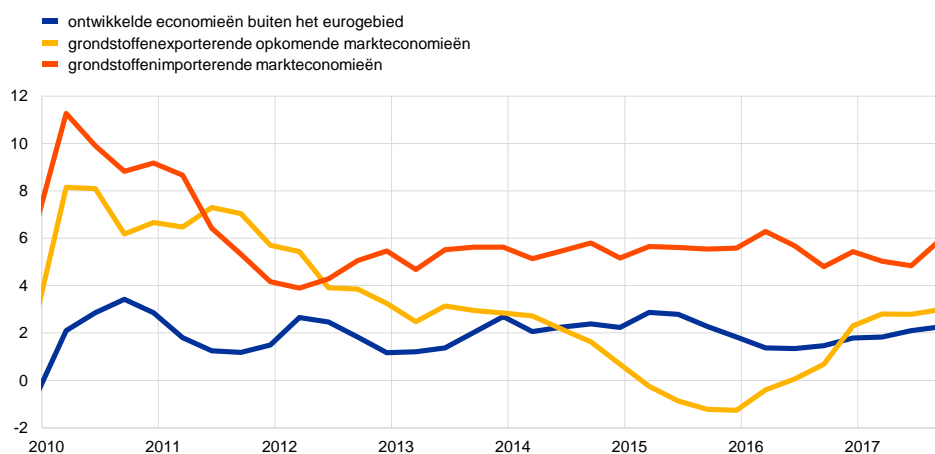
De robuuste en breed gedragen groei gaf aanleiding voor vertrouwen dat de inflatiedynamiek in de loop van de tijd zal aantrekken. De Raad van Bestuur van de ECB benadrukte in dit verband dat geduld, vastberadenheid en prudentie geboden zijn. Dit proces heeft naar verwachting tijd nodig en blijft afhankelijk van zeer substantiële monetairbeleidsverruiming.

## 1.1 Mondiale economische groei trekt aan

De conjuncturele opleving van de wereldeconomie zette zich in 2017 voort (zie Grafiek 1) en verbreedde zich over meer landen en sectoren. Terwijl de consumptie een belangrijke stuwende kracht achter de mondiale groei bleef, trok de investeringsvraag vooral in de ontwikkelde economieën aan. Het herstel van de wereldhandel viel samen met een verbetering van het ondernemersvertrouwen en een vraagverschuiving richting meer invoerintensieve regio's, met name Europa.

**Grafiek 1**  
Mondiale reële bbp

(mutaties in procenten per jaar; kwartaalgegevens)



Bronnen: Haver Analytics, nationale gegevens en berekeningen van de ECB.

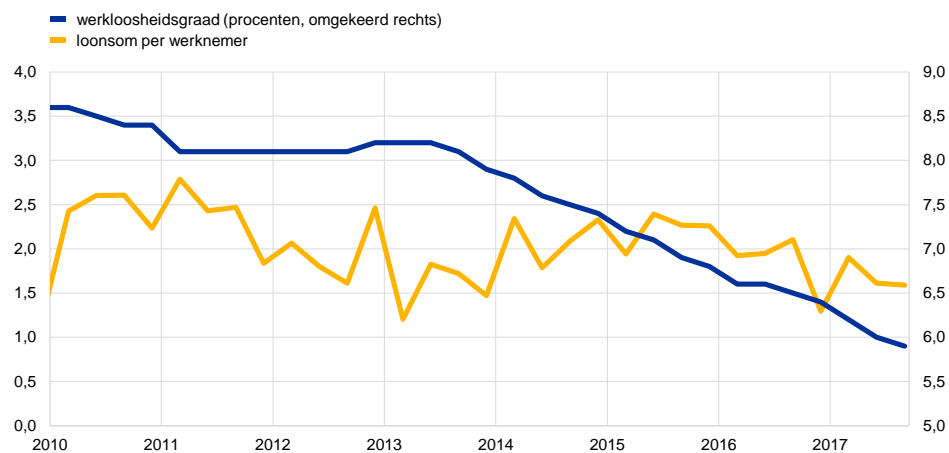
Toelichting: Bbp tegen koopkrachtpariteiten gewogen. Ontwikkelde economieën zijn Australië, Canada, Japan, Nieuw-Zeeland, Noorwegen, het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten, Zweden en Zwitserland. Grondstoffenexporterende landen zijn Argentinië, Brazilië, Chili, Colombia, Indonesië, Maleisië, Mexico, Rusland, Saoedi-Arabië, Venezuela en Zuid-Afrika. Grondstoffenimporterende landen zijn Hongkong, India, Zuid-Korea, Singapore, Taiwan, Thailand en Turkije.

Het mondiale economische herstel ondervond in de ontwikkelde economieën steun van een aantal gunstige factoren, terwijl in de opkomende markteconomieën de ongunstige factoren afnamen. In de ontwikkelde economieën namen de onbenutte arbeidsmarkt- en productiecapaciteit beide verder af naarmate de groei steeds meer endogeen werd gedreven. In de ontwikkelde economieën werd de economische bedrijvigheid gedragen door accommoderend beleid en toenemend vertrouwen, zowel onder huishoudens als bedrijven. In de opkomende markten verleende voortgaand accommoderend beleid steun aan forse groei in grondstoffenimporterende landen, terwijl in grondstoffenexporterende landen de groei aantrok dankzij hogere grondstoffenprijzen en de weer op gang gekomen instroom van kapitaal.

## Grafiek 2

### Arbeidsmarktontwikkelingen in de OESO

(kwartaalgegevens)



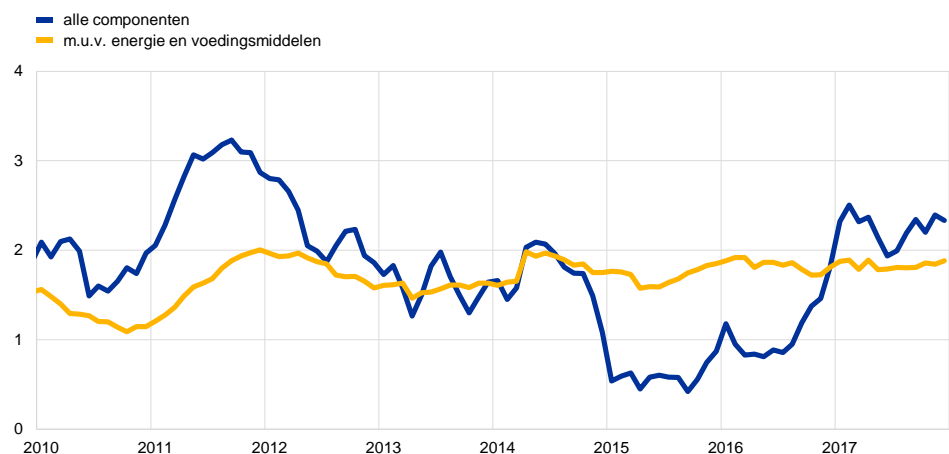
Bronnen: Haver Analytics, Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) en berekeningen van de ECB.  
Toelichting: De beloning per werknemer wordt berekend als de som van de voor seizoensinvloeden gecorrigeerde jaarlijkse wijzigingen in de loonkosten per eenheid product en de arbeidsproductiviteit.

In de meeste belangrijke economieën vertaalden de aantrekkelijke nationale vraag en de waargenomen dalingen van de werkloosheid zich nog niet in hogere lonen (zie Grafiek 2) en in een gestegen kerninflatie. Ten opzichte van het voorgaande jaar is de wereldwijde inflatie met uitzondering van voedingsmiddelen en energie ongeveer gelijk gebleven. De mondiale totale inflatie is echter toegenomen onder invloed van herstel van de grondstoffenprijzen (zie Grafiek 3).

## Grafiek 3

### Inflatie in de OESO

(mutaties in procenten per jaar; maandgegevens)



Bronnen: Haver Analytics, OESO en berekeningen van de ECB.

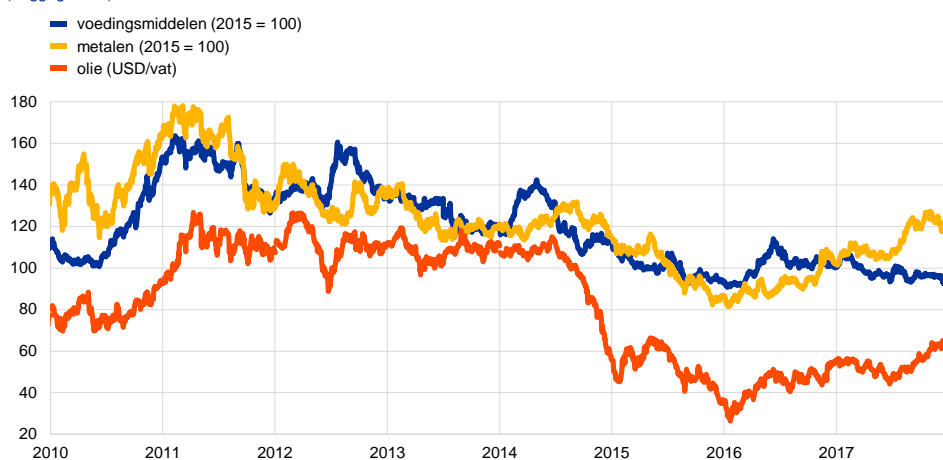
## Wereldwijde inflatie hoger door stijging grondstoffenprijzen

In de tweede helft van 2017 herstelde de prijs van ruwe Brent-olie zich, na aanvankelijke dalingen in het eerste halfjaar van 2017 van USD 56 per vat in januari tot USD 44 per vat in juni, voornamelijk als gevolg van twijfels over de effectiviteit van de in 2016 gesloten overeenkomst tussen de Organisatie van olie-exporterende landen (OPEC) en andere belangrijke olieproducerende landen over productiebeperkingen bij een hoog aanbod uit de Verenigde Staten (zie Grafiek 4). De wereldwijde inflatietrend profiteerde van een stijging van de olieprijs naar USD 67 per vat eind december. Dit wijst op een hervonden marktevenwicht door de sterker dan verwachte vraag in 2017, de verlenging van de productiebeperkingen door OPEC- en niet-OPEC-landen en productie-onderbrekingen in een aantal olieproducerende landen, waardoor de olievoorraden bleven slinken. Aan het einde van het jaar werd de olieprijs nog verder geschraagd door geopolitieke spanningen, de verwachting van een verdere verlenging van de productiebeperkingsovereenkomst tussen OPEC- en niet-OPEC-landen, die op 30 november 2017 inderdaad tot eind 2018 werd verlengd, en de sterke wereldwijde vraag naar olie.

### Grafiek 4

#### Belangrijkste ontwikkelingen van de grondstoffenprijzen

(daggegevens)



Bronnen: Bloomberg, Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut, ECB en berekeningen van de ECB.

Over het geheel genomen, stegen de prijzen van grondstoffen exclusief olie in 2017, hoofdzakelijk onder invloed van stijgende metaalprijzen. Na een kortstondige daling tijdens de zomer stegen de metaalprijzen, vooral in het derde kwartaal, onder invloed van de sterke vraag en aanbodverstoringen in een aantal exporterende landen. De prijzen van voedingsmiddelen daalden in 2017 daarentegen over de gehele linie, voornamelijk als gevolg van een overvloedig mondiaal aanbod aan sojabonen, tarwe, palmolie en mais. De stijging van de metaalprijzen woog echter ruimschoots op tegen de daling van de prijzen van voedingsmiddelen.

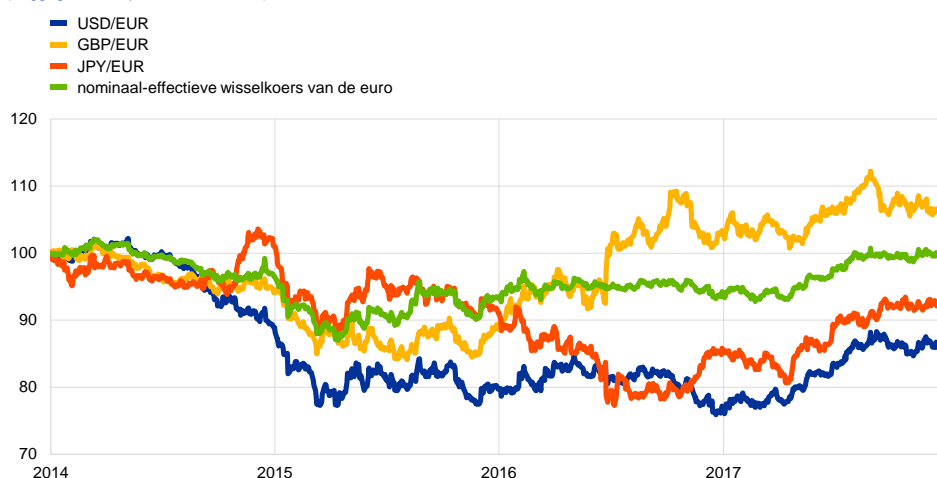
## Effectieve wisselkoers van de euro is gestegen

In 2017 is de wisselkoers van de euro in nominaal-effectieve termen gestegen (zie Grafiek 5). Bilateraal beschouwd is de euro ten opzichte van de meeste andere belangrijke munten in waarde gestegen. Ten opzichte van de Amerikaanse dollar was de appreciatie van de euro met name uitgesproken. Ook ten opzichte van de Japanse yen steeg de euro aanmerkelijk in waarde, evenals in mindere mate tegenover het Britse pond.

### Grafiek 5

#### De wisselkoers van de euro

(daggegevens; 1 januari 2014 = 100)



Bronnen: Bloomberg, Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut, ECB en berekeningen van de ECB.  
Toelichting: Nominale effectieve wisselkoers ten opzichte van 38 belangrijke handelspartners.

De Deense kroon is momenteel de enige munt in het Europees Wisselkoersarrangement II (ERM II). De Deense kroon bleef in 2017 dicht in de buurt van haar spilkoers in het ERM II. Česká národní banka schafte in april 2017 de ondergrens in de wisselkoers van de Tsjechische kroon af, waarna de euro ten opzichte van de kroon in waarde daalde. Hrvatska narodna banka bleef in het kader van haar regime van gecontroleerd zwevende wisselkoersen interventies op de valutamarkten uitvoeren en de Kroatische kuna bleef overwegend stabiel ten opzichte van de euro. De Bulgaarse lev bleef gekoppeld aan de euro. De euro bleef ook ten opzichte van de Hongaarse forint en de Roemeense leu ruwweg stabiel, apprecieerde tegenover de Zweedse kroon en de Zwitserse frank en deprecieerde ten opzichte van de Poolse zloty.

## 1.2 Macro-economische, begrotings- en structurele ontwikkelingen in het eurogebied

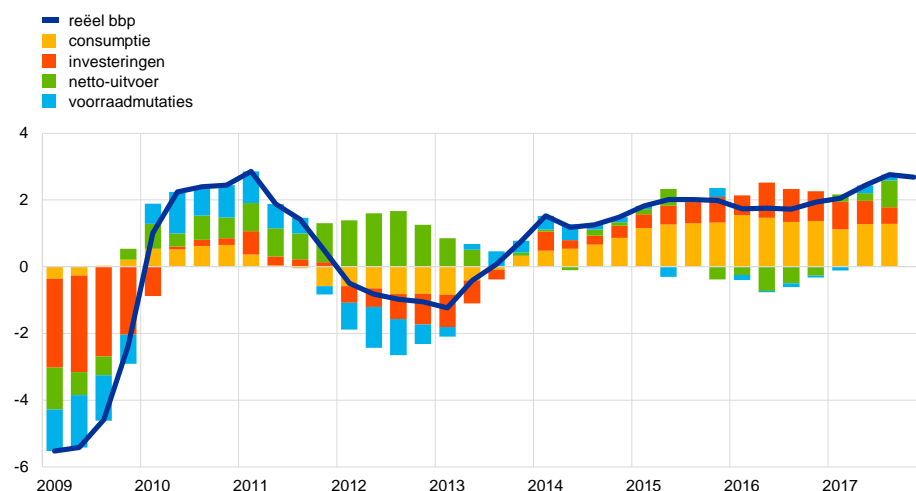
De economische expansie in het eurogebied won in 2017 aan kracht, doordat de netto-uitvoer dankzij het breed gedragen mondiale herstel de binnenlandse vraag versterkte (zie Grafiek 6). De particuliere consumptie ondervond steun van een toegenomen vermogen van huishoudens en stijgende werkgelegenheid, waarbij de

laatste mede van eerdere arbeidsmarkthervormingen profiteerde (zie Kader 1). Daarnaast nam de overheidsconsumptie verder toe, waarmee eveneens aan de economische groei werd bijgedragen. Het herstel van de bedrijfsinvesteringen zette door en profiteerde van zeer gunstige financieringscondities en verbeterde winstgevendheid. Na het duidelijke dieptepunt van 2015 bleven de bouwinvesteringen aantrekken. Verder namen de overheidsinvesteringen in 2017 toe, na een afname in 2016.

### Grafiek 6

#### Reëel bbp in het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De bbp-groei voor het vierde kwartaal van 2017 betreft de voorlopige flashraming. De meest recente waarnemingen voor de componenten betreffen het derde kwartaal van 2017.

## De economie van het eurogebied vertoonde meer veerkracht in 2017

De particuliere consumptie in het eurogebied steeg in 2017 verder, gemiddeld op jaarbasis met circa 1,8%. De stijging van het arbeidsinkomen was daarbij de voornaamste drijvende factor. Daarbij droegen niet zozeer hogere lonen aan de groei van het totale nominale arbeidsinkomen bij als wel de toename van het aantal werkenden. Aangetekend moet worden het reëel besteedbaar inkomen wat minder steeg dan in het voorgaande jaar. Ook de lage rente bleef de particuliere consumptie stimuleren. Tot slot nam de verhouding tussen de schuld van de sector huishoudens en het bbp niet toe, en de woninginvesteringen bleven laag in vergelijking met de periode voorafgaand aan de crisis.

De sterke binnenlandse en externe vraag ondersteunde de bedrijfsinvesteringen in het eurogebied in 2017, die bovendien profiteerden van stijgende bedrijfswinsten, de toenemende bezettingsgraad en zeer accommoderend monetair beleid, waardoor de nettorentelasten van bedrijven daalden en de financieringscondities verbeterden. De volatiliteit die het gevolg is van de Ierse statistische herrubriceringen van investeringen in immateriële vaste activa buiten beschouwing gelaten, werd het

herstel breed gedragen bij alle activa, waaronder vervoermaterieel, overige machines en apparatuur en intellectueel eigendom. Een aantal factoren bleven de bedrijfsinvesteringen niettemin drukken. Zo stabiliseerden de langetermijngroeiverwachtingen voor het eurogebied zich op een betrekkelijk laag niveau (zoals de prognoses van Consensus Economics voor de komende zes tot tien jaar illustreren). Verder was er sprake van geopolitieke onzekerheid, ongunstige factoren in de institutionele sfeer en de regelgeving, evenals voortgaande balansaanpassingen die in een aantal eurolanden verband houden met de hoge schuldenlasten van bedrijven.

Ook de bouwinvesteringen vertoonden verdere verbetering, zij het ten opzichte van een laag uitgangsniveau, naast het herstel van de huizenmarkten in het eurogebied. In dit herstel klonk een toenemende vraag door, die werd ondersteund door groei van het reële inkomen en verbeterd consumentenvertrouwen, gunstige hypotheektarieven en kredietvoorwaarden. Het herstel van de huizenmarkt deed zich breed voor in de landen van het eurogebied, al waren er nog steeds aanmerkelijke verschillen in de niveaus van de bouwinvesteringen ten opzichte van voor de crisis.

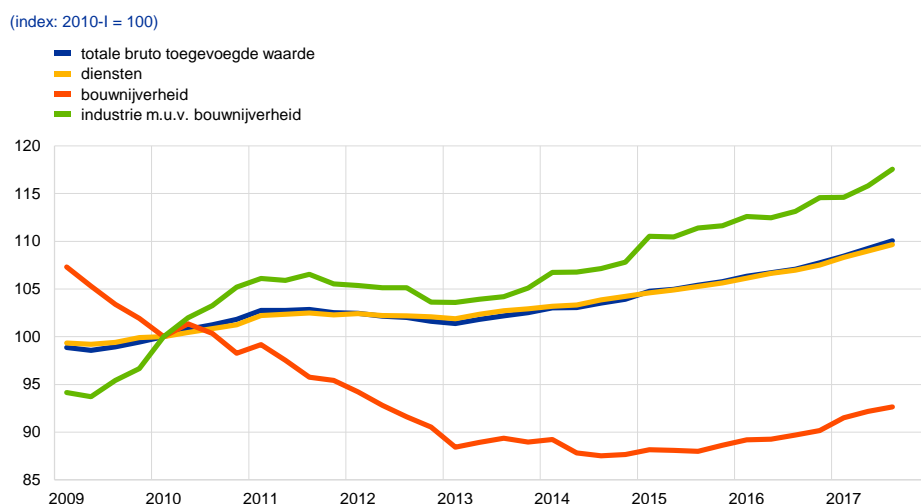
De economische groei ondervond in 2017 steun van verbeterde externe prestaties van het eurogebied, ondanks enige tegenwind door de effectieve wisselkoers van de euro. De goederenuitvoer nam toe, voornamelijk naar handelspartners in Europa, maar ook naar China en de Verenigde Staten, terwijl de goederenhandel met het Verenigd Koninkrijk en de OPEC-landen gematigd bleef. Evenals in het voorgaande jaar werd de uitvoergroei vooral gedreven door de handel in halffabricaten en eindproducten. De handel binnen het eurogebied vertoonde meer dynamiek en vormde daarmee een afspiegeling van de voortgaande onderliggende groeidynamiek van de binnenlandse vraag.

In sectoraal opzicht werd de toename van de productie in 2017 breed gedragen (zie Grafiek 7). De totale bruto toegevoegde waarde, die al in 2015 weer boven het piekniveau van voor de crisis uitkwam, steeg gemiddeld met circa 2,4%. In de industrie (met uitzondering van de bouwnijverheid) nam de groei van de toegevoegde waarde in 2017 tot ongeveer 2,9% toe, terwijl de dienstensector op jaarbasis met circa 2,2% groeide, eveneens meer dan in 2016. De toegevoegde waarde in de bouwnijverheid won tegelijkertijd nog meer aan kracht. Hoewel deze zich nog ver onder het niveau van voor de crisis bevindt, steeg zij met circa 3,0% – het hoogste groeicijfer sinds 2006. Dit bevestigt dat het herstel van de bouwnijverheid doorzet na de langdurige periode van krimp of trage groei die na het uitbreken van de financiële crisis in 2008 begon.



## Grafiek 7

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



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen het derde kwartaal van 2017.

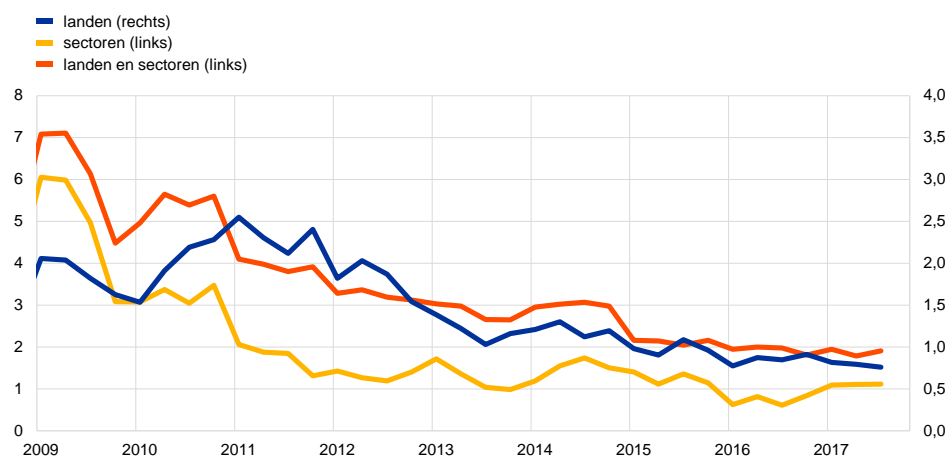
Het in 2013 ingezette economische herstel was aanvankelijk aarzelend en bescheiden, maar heeft in de loop der tijd doorgezet en iedere hoek van het eurogebied bereikt. Deze gunstige ontwikkeling vormt een scherpe tegenstelling met het kortdurende herstel van 2009-2010, toen de productiegroei betrekkelijk ongelijk was. De huidige verbreding van de economische expansie komt tot uitdrukking in aanmerkelijk minder ver uiteenlopende groeicijfers voor de toegevoegde waarde in de verschillende landen en sectoren. Bij dit herstel en de convergentie tussen de landen speelt het monetair beleid van de ECB en de daarmee gepaard gaande versoepeling van financieringsvoorwaarden een cruciale rol.

Sinds 2009 vertoont de gewogen standaardafwijking van de jaar-op-jaargroei van de toegevoegde waarde van de negentien eurolanden een dalende tendens, evenals die van de negen economische hoofdsectoren van het eurogebied (met uitzondering van de landbouw) (zie Grafiek 8). De piek in de spreiding tussen de sectoren in 2009 hield verband met de ineenstorting van de wereldhandel, die de industrie raakte, en de neergang op de huizenmarkt, die de bouwnijverheid beïnvloedde. De piek in de spreiding tussen de landen in 2011 had te maken met de schulden crisis. Uit recente gegevens blijkt dat de gecombineerde spreiding van de toegevoegde waarde tussen sectoren en landen is gedaald tot een dermate laag niveau dat sinds de oprichting van de Economische en Monetaire Unie niet is waargenomen. Dit is een gunstig teken voor de economische groei in de komende tijd, aangezien groei doorgaans (veel)krachtiger is als deze op een bredere leest geschoeid is.

## Grafiek 8

### Spreiding toegevoegde waarde tussen eurolanden en sectoren

(standaardafwijking; procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De spreiding van de groei tussen landen wordt gemeten als de gewogen standaardafwijking van de jaar-op-jaargroei van de toegevoegde waarde (voor Malta zijn geen gegevens beschikbaar en voor Ierland is de toegevoegde waarde vanaf 2015 buiten beschouwing gelaten). De spreiding van de groei tussen sectoren wordt gemeten als de gewogen standaardafwijking van de jaar-op-jaargroei van de toegevoegde waarde in de negen hoofdsectoren van het eurogebied (met uitzondering van landbouw). De meest recente waarnemingen betreffen het derde kwartaal van 2017.

## De werkloosheid in het eurogebied blijft afnemen

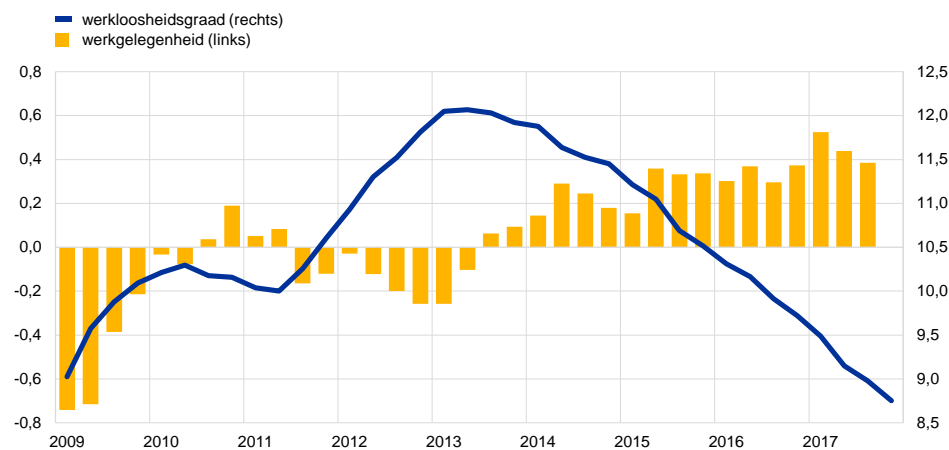
De arbeidsmarkten in het eurogebied herstelden zich in 2017 verder (zie Grafiek 9). In het derde kwartaal van 2017 lag het aantal werkenden 1,7% boven het niveau van hetzelfde kwartaal van 2016 en 5,0% boven het laatste dieptepunt in het tweede kwartaal van 2013. In de gehele herstelperiode is het aantal werkenden met circa 7,5 miljoen toegenomen. Daarmee is de werkgelegenheid gestegen tot boven de piek die voor de crisis, in het eerste kwartaal van 2008, werd bereikt, en tot het hoogste niveau sinds de invoering van de euro. De werkgelegenheidstoename wordt in de herstelperiode breed gedragen, zowel in veel landen als in veel sectoren.

Het totale aantal gewerkte uren steeg in de eerste drie kwartalen van 2017 met ongeveer dezelfde snelheid als het aantal werkenden, zodat het gemiddelde aantal gewerkte uren per werkende ongeveer gelijk bleef. De jaar-op-jaargroei van de productiviteit per werkende bleef laag, met gemiddeld 0,8% in de eerste drie kwartalen van 2017, vergeleken met een stijging van 0,4% over geheel 2016.

De werkloosheidsgraad bleef in 2017 dalen en bedroeg in december 8,7%, het laagste niveau dat sinds begin 2009 is opgetekend (zie Grafiek 9). De afname van de werkloosheid, die in de tweede helft van 2013 inzette, was in alle leeftijdsgroepen en zowel bij mannen als bij vrouwen te zien, en deed zich voor tegen de achtergrond van een verdere toename van het arbeidsaanbod. Bredere maatstaven van de onderbenutte arbeidsmarktcapaciteit bleven niettemin hoog (zie ook Kader 1).

## Grafiek 9 Arbeidsmarktindicatoren

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



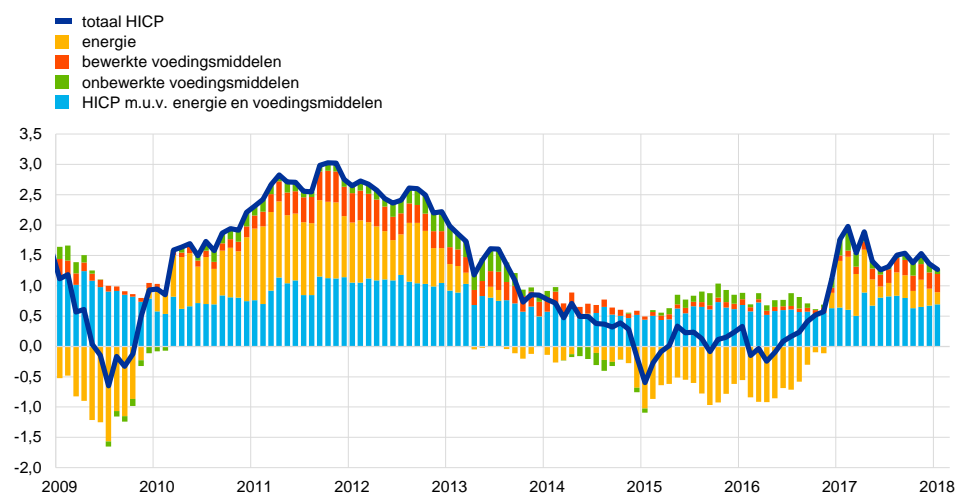
Bron: Eurostat.

## De loonstijging en de inflatie bleven gematigd

De gemiddelde totale inflatie in het eurogebied, gemeten naar de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP), nam toe van 0,2% in 2016 tot 1,5% in 2017. De stijging werd grotendeels veroorzaakt door hogere bijdragen van energieprijzen en, in minder mate, prijzen van voedingsmiddelen. De onderliggende inflatie, gemeten naar de HICP-inflatie met uitzondering van energie en voedingsmiddelen, gaf slechts een minimale stijging te zien, van 0,9% in 2016 tot gemiddeld 1,0% in 2017, doordat de binnenlandse kostendruk tamelijk gematigd bleef (zie Grafiek 10).

## Grafiek 10 HICP-inflatie en bijdragen van de componenten

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

De ontwikkeling van de totale HICP-inflatie gedurende het jaar is eveneens fors beïnvloed door ontwikkelingen in de energieprijzen. Onder invloed van de hogere olieprijs rond de jaarwisseling en basiseffecten die verband hielden met ontwikkelingen van een jaar eerder piekte de totale inflatie in februari 2017 op 2,0%. Naarmate de olieprijs weer terugliep, was de stimulans van de inflatie medio 2017 alweer grotendeels uitgewerkt. Weersgerelateerde sterke prijsstijgingen van groenten en fruit zorgden voor een sterke inflatiebijdrage van de prijzen van onbewerkte voedingsmiddelen aan het begin van het jaar, terwijl de grootste bijdrage in de tweede helft van het jaar juist van bewerkte voedingsmiddelen kwam. Dit kwam mede voort uit eerdere ontwikkelingen in de fase van de voedingsgrondstoffenprijzen en de agrarische producentenprijzen, die langzaam in de consumentenprijzen doorwerkten.

Wanneer we de effecten van deze doorgaans volatielere componenten buiten beschouwing laten, bewoog de HICP-inflatie met uitzondering van energie en voedingsmiddelen zich rond de gematigde niveaus die in 2016 werden waargenomen, hoewel rond het midden van het jaar een bescheiden tijdelijke opleving te zien was. In de tweede helft van 2017 vielen noch uit de HICP-inflatie met uitzondering van energie en voedingsmiddelen, noch uit andere maatstaven van de onderliggende inflatie overtuigende signalen op te maken die wezen op een aanhoudende opwaartse trend (zie Kader 2 voor een bespreking van de ervaringen in het eurogebied met lage onderliggende inflatie).

Het gebrek aan overtuigende signalen die wezen op een aanhoudende opwaartse trend gold ook voor de twee hoofdcategorieën van de HICP-inflatie met uitzondering van energie en voedingsmiddelen, te weten industriële goederen ongerekend energie en diensten. Per saldo bleef de prijsinflatie bij industriële goederen ongerekend energie betrekkelijk stabiel, met een stijging van gemiddeld 0,4% in 2017, gelijk aan 2016. Hieruit bleek een tamelijk geringe druk op het productieproces, aangezien de eerdere stijgingen van de olieprijs noch de eerdere waardevermindering van de euro een merkbare doorwerking op de uiteindelijke consumentenprijzen lijken te hebben gehad. Het mutatietempo op jaarbasis van de invoerprijzen van consumptiegoederen ongerekend voedingsmiddelen gaf weliswaar de verwachte reactie op wisselkoersontwikkelingen te zien, maar het effect van deze wijzigingen werd verzacht doordat het mutatietempo op jaarbasis van de producentenprijzen voor de binnenlandse afzet van consumptiegoederen ongerekend voedingsmiddelen het gehele jaar gematigd bleef. Bovendien lijkt de beperkte druk langs de gehele binnenlandse productie- en detailhandelsprijsketen erop te wijzen dat prijsstijgingen bij de diverse schakels in de keten ten koste van de winstmarges werden opgevangen. De prijsinflatie in de dienstensector bedroeg in 2017 gemiddeld 1,4% en was daarmee hoger dan in 2016 maar bleef ruim onder het langetermijngemiddelde. De hapering van de opleving in het laatste deel van 2017 was deels aan bijzondere factoren te wijten, maar de prijzen van diensten lijken algemener door een gematigde binnenlandse kostendruk te zijn beïnvloed.

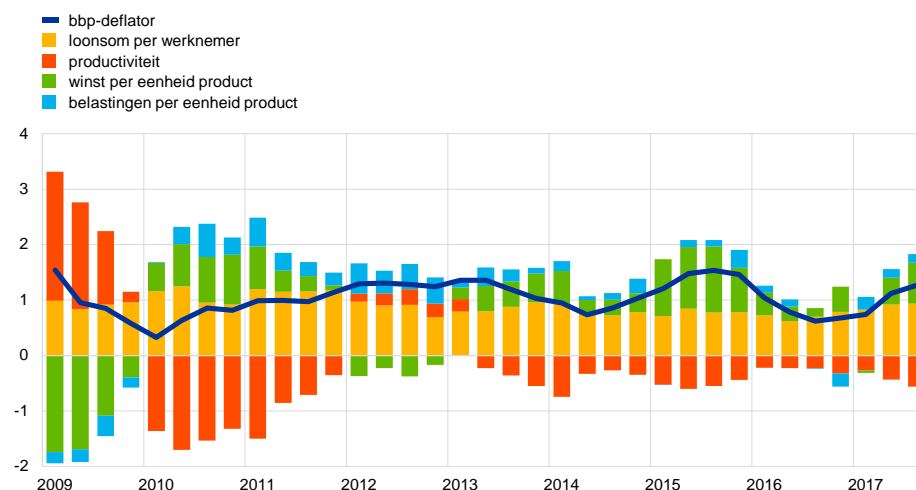
De binnenlandse kostendruk, afgemeten aan de bbp-deflator, trok iets aan, maar bleef over het geheel genomen in 2017 beperkt (zie Grafiek 11). De groei op jaarbasis van de beloning per werknemer bereikte medio 2016 een omslagpunt en

nam vervolgens geleidelijk toe, tot 1,7% in het derde kwartaal van 2017. De loongroei kan zijn beperkt door factoren als de nog steeds zeer ruime arbeidsmarkt, vooral wanneer ook met de onderbenutte arbeidsmarktcapaciteit rekening wordt gehouden, de geringe productiviteitsverbetering, het effect van de lage inflatie in het verleden op formele en informele indexatieregelingen, en de blijvende gevolgen van arbeidsmarkthervormingen die tijdens de financiële crisis in een aantal landen zijn doorgevoerd. De hogere loongroei kwam niet in een stijging van de arbeidskosten per eenheid product tot uitdrukking, doordat ook de groei van de arbeidsproductiviteit toenam. De kostendruk voortvloeiend uit winstontwikkeling, afgemeten aan het bruto-exploitatieoverschot, bleef in 2017 betrekkelijk beperkt, deels onder invloed van het afnemende negatieve effect van de ruilvoetverslechtering door de hogere olieprijs.

### Grafiek 11

#### Uitsplitsing van de bbp-deflator

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

De langetermijn-inflatieverwachtingen liepen in geheel 2017 op in vergelijking met 2016. Uit de Survey of Professional Forecasters van de ECB bleek voor achtereenvolgende kwartalen van 2017 een inflatieverwachting vijf jaar vooruit van 1,8% en een lichte stijging tot 1,9% voor het laatste kwartaal. Ook de meeste marktgebaseerde langetermijn-inflatieverwachtingen, zoals vijfjaars-inflatieswaps vijf jaar vooruit, vertoonden stijgingen en de kans op deflatie aangegeven door de optiemarkten bleef uiterst laag. Tegelijkertijd viel uit de op marktinformatie gebaseerde maatstaven voor de inflatieverwachtingen nog altijd een langdurige periode van lage inflatie af te leiden, met een slechts zeer geleidelijke terugkeer naar een niveau onder maar dichtbij 2%.

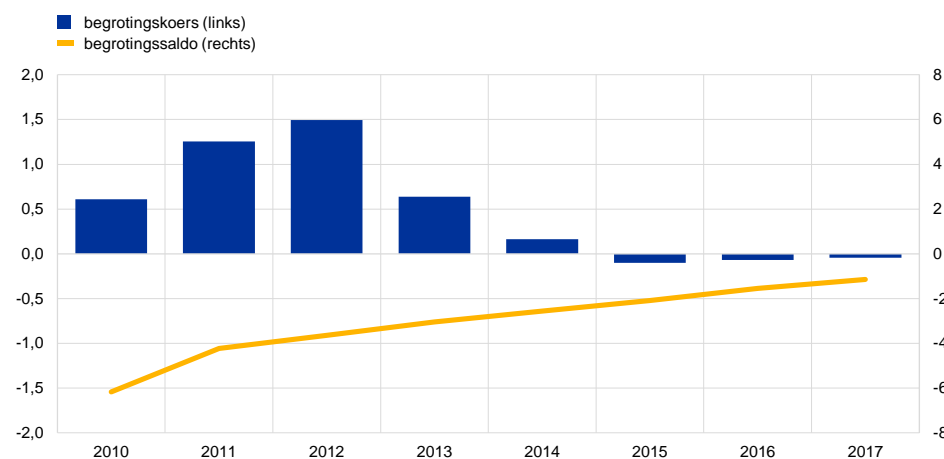
## Neutrale begrotingskoers en structurele hervormingen ter ondersteuning

De gunstige conjunctuur en de lage rentelasten hadden in 2017 een verdere daling van het algemene nominale overheidstekort in het eurogebied als geheel tot gevolg. Volgens de door de medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van december 2017 liep het begrotingstekort terug van 1,5% bbp in 2016 tot 1,1% bbp in 2017 (zie Grafiek 12). Gemiddeld genomen was de bijdrage van structurele consolidatiemaatregelen beperkt.

### Grafiek 12

#### Begrotingssaldo en begrotingskoers

(in procenten bbp)



Bronnen: Eurostat en door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van december 2017. Toelichting: De begrotingskoers wordt gemeten als de verandering in het conjunctuurgezuiverd primair saldo verminderd met tijdelijke maatregelen, bijvoorbeeld in de vorm van overheidssteun aan de financiële sector. Een positieve waarde voor de begrotingskoers duidt op een verkrapping van het begrotingsbeleid en vice versa.

Uit de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties blijkt dat de begrotingskoers voor het eurogebied in 2017 grotendeels neutraal was, gemeten als de verandering in het conjunctuurgezuiverd primair saldo (zie Grafiek 12).<sup>1</sup> Gezien de noodzaak om een evenwicht te vinden tussen economische stabilisatie en een houdbare begroting kan een in grote lijnen neutrale begrotingskoers voor het eurogebied als geheel als passend worden beschouwd. Voor de afzonderlijke landen bleek de samenstelling van de algehele begrotingskoers in het eurogebied echter minder dan optimaal te zijn. Terwijl een aantal eurolanden die baat hadden bij verdere budgettaire verkrapping, te weten de landen die nog een te hoge schuldquote hebben, verzuimden om de structurele begrotingsaanpassingen door te voeren die nodig zijn om de risico's voor een houdbare overheidsschuld te beperken, hebben sommige andere landen, die over een houdbare begrotingspositie beschikken, de beschikbare begrotingsruimte niet benut.

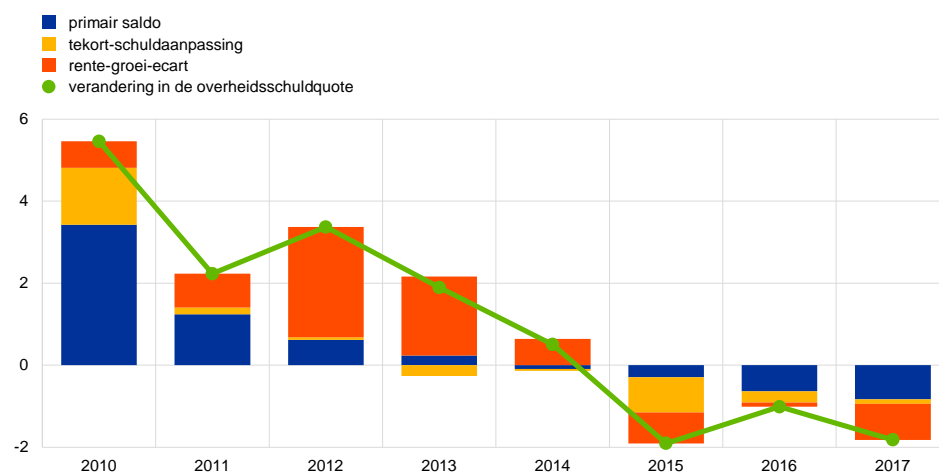
<sup>1</sup> Voor een bespreking van het begrip "begrotingskoers binnen het eurogebied" wordt verwezen naar het artikel "The euro area fiscal stance", *Economisch Bulletin*, Nummer 4 / 2016.

Dankzij de verbetering van het primair begrotingssaldo, de gunstige economische groei en de lage rente daalde de schuldquote van de totale overheid in het eurogebied volgens de projecties van de medewerkers van het Eurosysteem verder, van 88,9% in 2016 tot 87% in 2017 (zie Grafiek 13). In een aantal eurolanden bleef de overheidsschuld echter nog hoog, waardoor deze landen kwetsbaar zijn voor een abrupte renteomslag of terugkerende instabiliteit op de financiële markten.

### Grafiek 13

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

(mutaties in procenten bbp)



Bronnen: Eurostat en door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van december 2017.  
Toelichting: Het primaire saldo beïnvloedt de overheidsschuldquote negatief, dat wil zeggen dat een primair overschot de schuldquote verlaagt.

De mate waarin de lidstaten van de eisen van het Stabiliteits- en Groeipact (SGP) naleefden, was ook in 2017 wisselend. Positief was dat de naleving van het nominale tekortcriterium verder is verbeterd. Na de afronding in 2017 van de buitensporigtekortprocedure (BTP) voor Griekenland en Portugal en nu Frankrijk naar verwachting zijn buitensporig begrotingstekort in 2017 heeft weggewerkt, is Spanje het enige euroland dat in 2018 nog aan een BTP onderworpen is. Negatief was echter dat de structurele begrotingsinspanningseisen, zoals opgenomen in de preventieve tak van het SGP over het geheel genomen betrekkelijk slecht werden nageleefd, zoals ook wordt gememoreerd in de economische najaarsprognose 2017 van de Europese Commissie.

Over het algemeen leert de ervaring met crises dat economieën die flexibeler zijn ook weerbaarder voor schokken zijn en doorgaans een sneller herstel en een hogere groei op de langere duur doormaken. Bovendien plukken eurolanden die hun product- en/of arbeidsmarkt hebben hervormd daar sindsdien de vruchten van; het volledige effect hiervan krijgt nog steeds gestalte, mede dankzij gunstig financieel en macro-economisch beleid.

Terwijl het economisch herstel doorzet en zich verbreedt, kan er nog meer worden gedaan om belangrijke hindernissen te overwinnen richting een duurzame en inclusievere groei in het eurogebied. Voorbeelden zijn structurele hervormingen ter

stimulering van de arbeidsproductiviteitsgroei (een belangrijke factor bij het verhogen van de levensstandaard<sup>2</sup>) of maatregelen gericht op balansherstel en efficiencyverbeteringen bij gerechtelijke en buitengerechtelijke procedures.<sup>3</sup>

Zoals in Kader 3 van dit verslag wordt besproken, zijn er aanwijzingen dat een accommoderend monetair beleid hervormingen niet in de weg staat, maar belangrijke hervormingen zullen minder snel worden doorgevoerd tijdens een gunstiger macro-economisch klimaat met minder externe druk. Tegelijkertijd worden de belemmeringen voor de uitvoering van hervormingen, onder meer politieke beperkingen en gevestigde belangen, nog steeds als belangrijk ervaren.<sup>4</sup>

De Europese Commissie heeft op basis van haar landspecifieke aanbevelingen (country-specific recommendations – CSR's) uit 2017 de doorgevoerde hervormingen beoordeeld en vastgesteld dat zeer weinig aanbevelingen “volledig waren uitgevoerd” of “aanzienlijke vooruitgang” was geboekt. Bij de overgrote meerderheid was sprake van “enige vooruitgang”, “beperkte vooruitgang” of “geen vooruitgang”. Er lijkt derhalve nog veel ruimte te zijn voor vooruitgang bij de uitvoering van hervormingen.

## Kader 1

### Structureel arbeidsmarktbeleid in het eurogebied

---

De arbeidsmarkt in het eurogebied heeft gedurende 2017 een verdere verbetering te zien gegeven. Het herstel kenmerkt zich door een ruime werkgelegenheid en heeft sinds medio 2013 tot een stijging van het aantal werkenden met ongeveer 7,5 miljoen en een aanhoudende daling van de werkloosheid geleid. Bovendien heeft het arbeidsmarktherstel zich opmerkelijk verbreed, ook over sectoren (zie Grafiek A). Niettemin blijven zowel de totale werkloosheid als de jeugdwerkloosheid nog hoog en wijst een ruime definitie van het arbeidsaanbod op een hoge mate van onderbenutting van de arbeidsmarktcapaciteit.<sup>5</sup>

---

<sup>2</sup> Zie het artikel “[The slowdown in euro area productivity in a global context](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2017.

<sup>3</sup> Zie het kader “[Schulden van de private sector en schuldafbouw in de eurolanden](#)”, *Economisch Bulletin*, nr. 4, ECB, 2017.

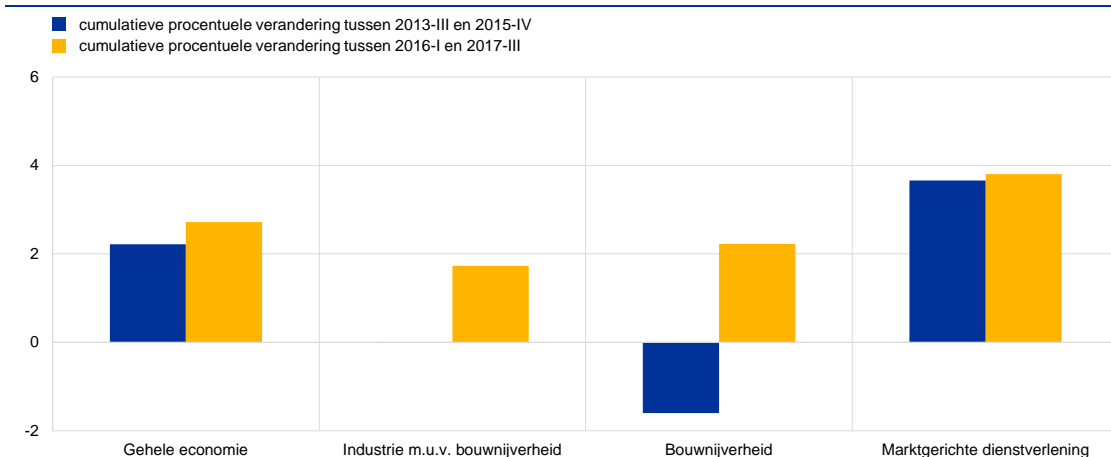
<sup>4</sup> Zie het kader “[Noodzakelijke structurele hervormingen in het eurogebied: uitkomsten van een enquête onder grote ondernemingen](#)”, *Economisch Bulletin*, nr. 6, ECB, 2017.

<sup>5</sup> Naast het officiële werkloosheidscijfer omvat de ruime definitie van het arbeidsaanbod: (i) degenen die momenteel niet op zoek zijn naar werk, maar wel beschikbaar zijn; (ii) degenen die wel actief op zoek zijn naar werk, maar niet (onmiddellijk) beschikbaar zijn; en (iii) degenen die graag meer uren zouden willen werken. Zie het kader “[Assessing labour market slack](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2017.



## Grafiek A

### Werkgelegenheidsgroei naar sector



Bronnen: Berekeningen van de ECB op basis van gegevens van Eurostat.

Toelichting: Er wordt een selectie van sectoren getoond. Marktgerichte dienstverlening omvat: handel, transport en logies, informatie- en communicatietechnologiediensten (ICT), financiële dienstverlening en verzekeringen, vastgoeddiensten en zakelijke dienstverlening.

De verbreding van het herstel van de economische bedrijvigheid heeft de arbeidsmarkten in het eurogebied goed gedaan. Daarnaast zijn er aanwijzingen dat in een aantal eurolanden structurele maatregelen hebben bijgedragen aan een verbeterde responsiviteit van de werkgelegenheid ten opzichte van het bbp tijdens de herstelperiode.<sup>6</sup> Daarbij gaat het ook om maatregelen gericht op een flexibeler arbeidsmarkt, zoals het terugdringen van arbeidsbescherming door bijvoorbeeld ontslagvergoedingen te verlagen of meer flexibiliteit in de lonen aan te brengen. Tegelijkertijd kunnen ook hervormingen op productmarkten, zoals maatregelen die zijn gericht op het terugdringen van de bureaucratie of die het voor nieuwe ondernemingen eenvoudiger maken om de markt te betreden, en maatregelen die de afscherming van bestaande bedrijven of beroepen afbouwen, mede hebben gezorgd voor een versnelling of verdieping van de werkgelegenheidsaanpassingen van bedrijven.

Wat de toekomst betreft, waren deelnemers aan een door de ECB uitgevoerde ad-hoc uitgevoerde enquête onder grote ondernemingen in het eurogebied over structurele hervormingen in het eurogebied van mening dat hervormingen gericht op verdere verbetering van de flexibiliteit van het personeelsbestand en de kwaliteit van opleidingen van belang waren (zie Grafiek B).<sup>7</sup> Daarbij vormden voor ten minste 80% van de ondernemingen initiatieven die bijdragen aan flexibelere werktijden, eenvoudigere toepassing van tijdelijke contracten en minder strenge wettelijke arbeidsbescherming drie van de vier belangrijkste prioriteiten. Bovendien was circa 50% van de respondenten van mening dat hervormingen gericht op een grotere flexibiliteit van het personeelsbestand naar alle waarschijnlijkheid de grootste invloed op de bedrijfsresultaten zouden hebben. Dit vanwege het belang bij het herwinnen van de concurrentiekracht en ook omdat bedrijven daarmee beter zouden kunnen inspelen op toenemende schommelingen in de vraag en op veranderende vraagpatronen. Verder noemde ruim 90% van de bedrijven hervormingen gericht op verbetering van de kwaliteit van opleidings- en trainingssystemen. Dit werd vooral van belang

<sup>6</sup> Zie Kader 3 in het artikel “The employment-GDP relationship since the crisis”, *Economic Bulletin*, nr. 6, ECB, 2016.

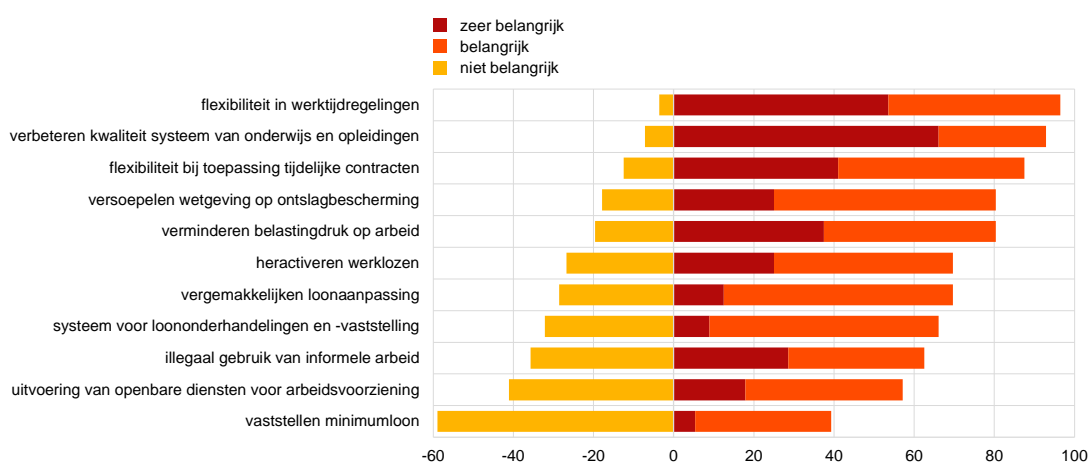
<sup>7</sup> Zie het kader “Noodzakelijke structurele hervormingen in het eurogebied: uitkomsten van een enquête onder grote ondernemingen”, *Economisch Bulletin*, nr. 6, ECB, 2017.

gevonden in het licht van de verschuiving naar kennisintensieve vaardigheden, digitalisering en het al geruime tijd bestaande structurele tekort aan personeel met technische vaardigheden. Verder kwam uit de enquête de noodzaak naar voren van hervormingen op productmarkten en verdere voortgang met de Interne Markt. Beide zijn nodig de vruchten van arbeidsmarkthervormingen ten volle te kunnen plukken.<sup>8</sup>

## Grafiek B

Behoefte aan arbeidsmarkthervormingen in het eurogebied volgens een ad hoc uitgevoerde enquête onder bedrijven

(percentage respondenten; antwoorden gerangschikt naar totaalcijfer)



Bronnen: ECB Structural Reforms Survey en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Op basis van de antwoorden van bedrijven op de vraag: "Hoe schat u de behoefte in aan arbeidsmarkthervormingen in de eurolanden in uw eigen sector?" Negatieve percentages betreffen elementen die respondenten "niet van belang" achten.

Over het geheel genomen, gaven de arbeidsmarkten in het eurogebied in 2017 een verdere verbetering te zien. De werkgelegenheid en het arbeidsaanbod stegen, en de werkloosheid daalde. De verbeteringen werden breed gedragen, zowel in veel landen als in veel sectoren. Aan deze ontwikkelingen droegen ook structurele hervormingen bij, maar het is zaak om in een economische omgeving die constant in beweging is zowel de vaardigheden als de flexibiliteit van de beroepsbevolking te verbeteren.

## Kader 2

Inzicht in de gematigde inflatiedynamiek

De recente periode van langdurig lage inflatie ondanks het economische herstel roept vragen op omtrent de grenzen van traditionele modellen. Met name de Phillipscurve, een van de fundamentele macro-economische verhoudingen, is flink onder vuur komen te liggen.

<sup>8</sup> Zie ook het artikel "Structural indicators of the euro area business environment", *Economisch Bulletin*, nr. 8, ECB, 2016.

### *Wat zijn binnen de Phillipscurve de bepalende factoren voor inflatie?*

Allereerst “verankeren” inflatieverwachtingen de inflatie. De daling van op enquêtes gebaseerde maatstaven van de inflatieverwachtingen na 2013 heeft aanleiding gegeven tot zorg dat de Phillipscurve neerwaarts is verschoven, wat inhoudt dat voor ieder afzonderlijk productieniveau een lager inflatieniveau resulteerde. De effecten van het ECB-programma voor de aankoop van activa en de verbeterde vooruitzichten voor de bedrijvigheid in het eurogebied hebben deze risico's beperkt en de verankering van inflatieverwachtingen ondersteund. Daarnaast werden deze zorgen in de loop van 2017 verder weggenomen doordat zowel de op enquêtes gebaseerde als de marktgebaseerde maatstaven voor de langetermijn-inflatieverwachtingen zich herstelden.

Ook economische onderbenutting is binnen de Phillipscurve een belangrijke bepalende factor voor inflatie. Deze heeft gedurende de beschouwde periode sinds 2012 – waarin de HICP-inflatie met uitzondering van energie en voedingsmiddelen gematigd was – negatief aan de inflatie bijgedragen, maar momenteel maakt het eurogebied een krachtig herstel door en doet zich op de arbeidsmarkt een duidelijke verbetering voor. Hierdoor neemt de tijdens de “dubbele dip”-recessie opgelopen onderbenutting af en vermindert het negatieve effect ervan op de inflatie.

De invoerprijzen vormen eveneens een relevante bepalende factor voor inflatie. Deze zijn vooral van belang voor de totale inflatie. Aan de HICP-inflatie met uitzondering van energie en voedingsmiddelen hebben ze ook in 2017 een beperkte negatieve bijdrage geleverd.<sup>9</sup>

### *Is de Phillipscurve nog wel geschikt als analysehulpmiddel?*

Uit recent onderzoek van het Europees Stelsel van Centrale Banken blijkt van wel.<sup>10</sup> Grafiek A toont de out-of-sample prognoses voor de HICP-inflatie met uitzondering van energie en voedingsmiddelen afkomstig van een ruime verzameling benchmarkmodellen van Phillipscurves geconditioneerd op de feitelijke uitkomsten van diverse maatstaven van inflatieverwachtingen en onderbenutting, evenals invoerprijzontwikkelingen. De ramingen lopen betrekkelijk ver uiteen, wat wijst op een grote modelonzekerheid. Niettemin komt de inflatiedynamiek gedurende de beschouwde periode vrij sterk overeen met wat deze verzameling modellen voorspeld zouden hebben. Dit toont de geschiktheid van de Phillipscurve aan als een raamwerk voor inzicht in de inflatiedynamiek.<sup>11</sup> Niettemin beweegt de inflatie zich dicht bij het lagere bereik, wat erop duidt dat er ook andere factoren meespelen, die in de meeste bestudeerde modellen niet tot uitdrukking komen.

<sup>9</sup> Voor een uitsplitsing gebaseerd op een model wordt verwezen naar het artikel “[Domestic and global drivers of inflation in the euro area](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2017.

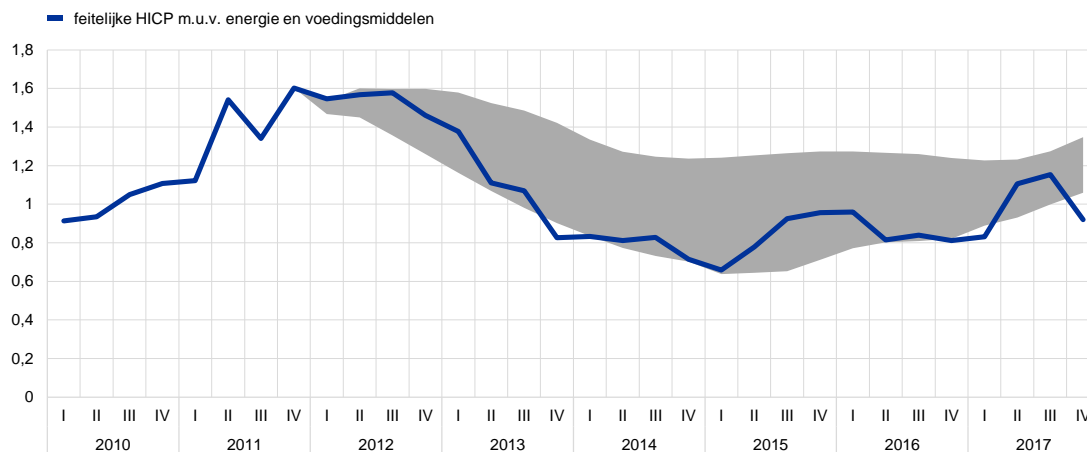
<sup>10</sup> Ciccarelli, M. en Osbat, C. (red.), “[Low inflation in the euro area: causes and consequences](#)”, *Occasional Paper Series*, nr. 181, ECB, januari 2017.

<sup>11</sup> De bruikbaarheid van de Phillipscurve om inzicht te krijgen in de inflatie in het eurogebied wordt ook bepleit door Jarociński, M. en Lenza, M., “[An inflation-predicting measure of the output gap in the euro area](#)”, *Working Paper Series*, nr. 1966, ECB, september 2016, en Bobeica, E. and Jarociński, M., “[Missing disinflation and missing inflation: the puzzles that aren't](#)”, *Working Paper Series*, nr. 2000, ECB, januari 2017.

## Grafiek A

### Voorwaardelijke Phillipscurve-prognose voor de periode na de crisis

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Het beginpunt van de prognose is het eerste kwartaal van 2012. Het grijze vlak bestrijkt de voorwaardelijke prognose van de HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen op basis van een regressievergelijking ten opzichte van de eigen vertraging, vertraagde invoerprijzen, een vertraagde maatstaf van onderbenutting (een aan modellen ontleende schatting van de output gap, bbp-groei, de werkloosheidsgraad, een aan modellen ontleende schatting van de employment gap en de schatting van de output gap door de Europese Commissie) en een maatstaf van inflatieverwachtingen (maatstaven van Consensus Economics met tijdsperiodes van één tot zeven kwartalen en maatstaven van de Survey of Professional Forecasters met tijdsperiodes van één, twee en vijf jaar).

Het feit dat de verschillende Phillipscurvemodellen naar het overschatten van de inflatie tenderen, wijst erop dat de benchmarkmodellen het effect van diverse bepalende factoren niet weergeven. Dergelijke factoren kunnen bijvoorbeeld zijn een mogelijk foutieve meting van binnenlandse onderbenutting of inflatieverwachtingen, een grotere invloed van mondiale factoren bovenop die van invoerprijzen, of een wijziging in de respons van de inflatie op onderbenutting (dat wil zeggen de hellingshoek van de Phillipscurve).

Binnenlandse onderbenutting kan niet worden waargenomen en is bovendien multidimensionaal. Het risico van een onjuiste meting kan door beschouwing van diverse indicatoren van economische onderbenutting worden afgedekt, maar niet worden uitgesloten. Dat de HICP-inflatie met uitzondering van energie en voedingsmiddelen zich dicht bij het lagere bereik van de Phillipscurve bewoog, kan erop wijzen dat de hoeveelheid onderbenutting in de economie groter was. De werkloosheidsgraad is inderdaad gedaald, maar de categorie die bestaat uit parttimers die graag meer uren zou willen werken en ontmoedigde werklozen is na de recessie toegenomen zonder volledig in de officiële werkloosheidsgraad te zijn verdisconteerd.<sup>12</sup>

Daarnaast zouden traditionele Phillipscurvemodellen die alleen binnenlandse onderbenutting bevatten mogelijk het bredere effect van mondiale ontwikkelingen via toegenomen economische integratie en de concurrentie op arbeids- en productmarkten niet weergeven. Deze theorie is empirisch niet eenvoudig te onderbouwen,<sup>13</sup> aangezien er slechts in beperkte kring steun bestaat voor het opnemen in Phillipscurveanalyses van maatstaven van mondiale onderbenutting en

<sup>12</sup> Zie het Kader "Assessing labour market slack", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2017, and Cœuré, B., "Scars or scratches? Hysteresis in the euro area", toespraak bij het International Center for Monetary and Banking Studies, Genève, 19 mei 2017.

<sup>13</sup> Niet minder moeilijk aan te wijzen is het effect van e-commerce op de inflatie; betoogd zou kunnen worden dat de toegenomen digitalisering tot meer concurrentie en lagere kosten van voorraadbeheer heeft geleid, wat een drukkend effect op de inflatie zou hebben.

maatstaven van integratie in mondiale waardeketens bij het bestuderen van de inflatie in het eurogebied.<sup>14</sup> Het overschatten van de inflatie door het standaardmodel, ten slotte, zou de weerslag kunnen zijn van verminderde nominale rigiditeiten<sup>15</sup> dankzij recent doorgevoerde structurele hervormingen, bijvoorbeeld in verband met een lagere cao-dekking.<sup>16</sup> Als gevolg hiervan is de hellingshoek van de Phillipscurve mogelijk gewijzigd, maar in de praktijk is het statistisch gezien moeilijk om hellingshoekwijzigingen te onderscheiden van een onjuiste meting van onderbenutting.

Samenvattend kan worden gesteld dat traditionele modellen weliswaar een goed inzicht bieden in de bepalende factoren voor de inflatie in het eurogebied, maar dat deze modellen de complexe rol van het huidige economische klimaat bij de inflatievorming niet volledig weergegeven.

Economische onderbenutting is niettemin nog steeds relevant en de verwachting is dat de opleving van de economische bedrijvigheid in het eurogebied de onderliggende inflatie geleidelijk stimuleert.

---

### Kader 3

#### Waardoor worden structurele hervormingen gestimuleerd?

---

Toen de crisis uitbrak, nam ook de impuls voor het doorvoeren van structurele hervormingen toe, voornamelijk in de kwetsbaardere eurolanden. De afgelopen jaren is die impuls echter verzwakt, wat de vraag oproept waardoor structurele hervormingen worden gestimuleerd. Om licht te werpen op dit vraagstuk bespreken we de literatuur over factoren die het doorvoeren van hervormingen kunnen bevorderen of belemmeren.

De aanvankelijke economische structuren van een land kunnen van grote invloed zijn op de noodzaak van hervormingen. Een land dat op de betreffende beleidsterreinen ver van de 'best practices' verwijderd is, zal zich meer inspanningen moeten getroosten om het functioneren van zijn instellingen te verbeteren dan een land dat daar minder ver van verwijderd is. Dit wordt in de literatuur inderdaad veel genoemd.<sup>17</sup>

Bovendien lijkt de economische situatie de waarschijnlijkheid dat er actie wordt ondernomen in de vorm van ambitieus structuurbeleid te vergroten. Dit is in de literatuur in verband gebracht met het feit dat de kosten van de status quo zichtbaarder zijn en het feit dat de weerstand van gevestigde

---

<sup>14</sup> Zie het artikel "[Domestic and global drivers of inflation in the euro area](#)", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2017, en Nickel, C., "[The role of foreign slack in domestic inflation in the Eurozone](#)", VoxEU.org, 28 juli 2017.

<sup>15</sup> Zie Porqueddu, M. en Fabiani, S., "[Changing prices... changing times: evidence for Italy](#)", *Working Paper Series*, nr. 2002, ECB, januari 2017, en Izquierdo, M., Jimeno, J.F., Kosma, T., Lamo, A., Millard, S., Rõdm, T. en Viviano, E., "[Labour market adjustment in Europe during the crisis: microeconomic evidence from the Wage Dynamics Network survey](#)", *Occasional Paper Series*, nr. 192, ECB, juni 2017.

<sup>16</sup> Zie het Kader "[Neerwaartse starheid van de lonen en de rol van structurele hervormingen in het eurogebied](#)", *Economisch Bulletin*, Nummer 8, ECB, 2015.

<sup>17</sup> Zie bijvoorbeeld Bonfiglioli, A. en Gancia, G., "Economic Uncertainty and Economic Reforms", mimeo, 2016, en Dias Da Silva, A., Givone, A. en Sondermann, D., "[When do countries implement structural reforms?](#)", *Working Paper Series*, nr. 2078, ECB, juni 2017.

belangen tegen veranderingen afneemt zodra sprake is van uitgesproken welvaartsverlies tijdens diepe recessies<sup>18</sup> en in periodes van hoge werkloosheid<sup>19</sup>.

Verder kan de invloed van het politieke landschap van belang zijn<sup>20</sup>, in het bijzonder het bereikte punt in de verkiezingencyclus. Wanneer verkiezingen nabij zijn, worden mogelijk minder hervormingen doorgevoerd, met name maatregelen die op de korte termijn aanzienlijke kosten met zich meebrengen. Omgekeerd lijkt een onlangs verkozen regering meer geneigd hervormingen door te voeren wanneer de volgende verkiezingen nog ver weg zijn.<sup>21</sup> Een soortgelijke waarneming is dat hervormingen eenvoudiger door te voeren zijn wanneer één partij in beide kamers van het parlement de benodigde meerderheid beschikt.<sup>22</sup> Hiermee hangt samen het feit dat de politieke steun voor hervormingen soms gering is doordat vooraf de gevolgen voor de verdeling van de effecten (dat wil zeggen wie er van een hervorming profiteert en schade ondervindt) niet altijd duidelijk zijn. In een dergelijk klimaat wordt al snel de status quo geprefereerd.<sup>23</sup> Bovendien kan ook onvoldoende transparantie over de (voorwaardelijke) verplichtingen van de overheid de impuls voor hervormingen ondermijnen. Uit diverse analyses is gebleken dat begrotingsrapportages en verslaglegging vaak onvolledig zijn en dat het inzicht in de achterliggende begrotings situatie van de overheid en de daarmee verband houdende risico's onvoldoende blijven, zelfs in ontwikkelde economieën.<sup>24</sup>

De literatuur heeft tot dusver nog geen duidelijk verband gelegd tussen begrotingsconsolidatie en structurele hervormingen. Enerzijds zou een hervormingsgezinde regering de tijd die haar is gegund om de structurele begrotingsaldi te verbeteren kunnen benutten om ook op andere terreinen hervormingen door te voeren.<sup>25</sup> Anderzijds is het beschikbare politieke kapitaal mogelijk slechts voldoende voor maatregelen op een van beide terreinen, wat de waarschijnlijkheid van structurele hervormingen in tijden van begrotingsconsolidatie verlaagt.<sup>26</sup>

Er is niet veel onderzoek gedaan naar het effect van rentetarieven op hervormingen. Dias Da Silva et al. hebben vastgesteld dat voor een aantal hervormingsterreinen en uitsplitsingen een lagere korte rente in verband kan worden gebracht met een grotere waarschijnlijkheid van hervormingen. Voor andere uitsplitsingen is de relatie niet significant. De significante negatieve relatie zou kunnen

<sup>18</sup> Zie Bonfiglioli en Gancia, op. cit., Dias Da Silva et al. (op. cit.), Drazen, A. en Easterly, W., "Do Crises Induce Reform? Simple Empirical Tests of Conventional Wisdom", *Economics and Politics*, Vol. 13, nr. 2, 2001, blz. 129-157, en Agnello, L., Castro, V., Jalles, J.T. en Sousa, R.M., "What determines the likelihood of structural reforms?", *European Journal of Political Economy*, Vol. 37, editie C, 2015, blz. 129-145.

<sup>19</sup> Zie Dias Da Silva et al. (op. cit.) en Duval, R. en Elmeskov, J., "[The effects of EMU on structural reforms in labour and product markets](#)", *Working Paper Series*, nr. 596, ECB, maart 2006.

<sup>20</sup> Zie Leiner-Killinger, N., López Pérez, V., Stiegert, R. en Vitale, G., "[Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature](#)", *ECB Occasional Paper Series*, nr. 66 juli 2007.

<sup>21</sup> Zie Alesina, A., Perotti, R. en Tavares, J., "The Political Economy of Fiscal Adjustments", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 29(1), 1998, blz. 197-266, en Duval, R., "Is there a role for macroeconomic policy in fostering structural reforms? Panel evidence from OECD countries over the past two decades", *European Journal of Political Economy*, Vol. 24, nr. 2, 2008, blz. 491-502.

<sup>22</sup> Zie Dias Da Silva et al. (op. cit.).

<sup>23</sup> Zie Fernandez, R. en Rodrik, D., "Resistance to Reform: Status Quo Bias in the Presence of Individual-Specific Uncertainty", *American Economic Review*, Vol. 81, nr. 5, 1991, blz. 1146-1155. Bijvoorbeeld wanneer werknemers tegen privatisering zijn omdat ze niet weten of er na de hervorming nog behoefte aan hun competenties bestaat (zie bijvoorbeeld De Haan, J., Lundström, S. en Sturm, J.E., "Market-oriented institutions and policies and economic growth: A critical survey", *Journal of Economic Surveys*, Vol. 20, nr. 2, 2006, blz. 157-191).

<sup>24</sup> Zie Wyplosz, C., "Large and Unknown Implicit Liabilities: Policy Implications for the Eurozone", Graduate Institute of International Economics and Centre for Economic Policy Research, 2004.

<sup>25</sup> Dias Da Silva et al. (op. cit.) hebben dit op een aantal terreinen vastgesteld.

<sup>26</sup> Zie Duval en Elmeskov, op. cit.

worden opgevat als het verwachte positieve effect van de lagere rente op het begrotingssaldo (vanwege de licht lagere financieringskosten van de overheid) of op de groei en de werkgelegenheid, wat de begrotingsbeleidsmakers wat meer bewegingsruimte verschaft om degenen die door de hervormingen worden geraakt daarvoor te compenseren.<sup>27</sup>

Doorgaans werken hervormingen van productmarkten als wegbereiders voor arbeidsmarkthervormingen.<sup>28</sup> Hierop sluit het argument aan dat door hervorming van productmarkten de voorwaarden worden verbeterd voor een soepelere wetgeving inzake arbeidsbescherming, aangezien door dergelijke hervormingen de totale werkgelegenheid wordt gestimuleerd vanwege de vereenvoudigde markttoegang van nieuwe bedrijven.<sup>29</sup> Bovendien leiden hervormingen van productmarkten tot lagere huren, waardoor ze waarschijnlijk de weerstand tegen arbeidsmarkthervormingen verlagen.<sup>30</sup>

Naast binnenlandse determinanten verhoogt ook externe druk de impuls voor structurele hervormingen. Door financiële bijstandsprogramma's of de Europese richtlijnen in het kader van de Interne Markt zijn nationale overheden onder druk gezet om hervormingen in hun productmarkten door te voeren.<sup>31</sup> Bovendien is in de vijf jaar voorafgaand aan toetreding tot de EU intensiever hervormd (wellicht ook gestimuleerd door de noodzaak om aan de toetredingscriteria te voldoen) en juist minder intensief in de jaren na toetreding.<sup>32</sup>

Afsluitend kan worden geconcludeerd dat vooral een zwakke uitgangspositie, een ongunstig macro-economisch klimaat en externe druk tot een stevigere hervormingskoers leiden. Bovendien lijken structurele hervormingen over het geheel genomen te worden vergemakkelijkt door een bevorderlijk politiek klimaat, bijvoorbeeld waarbij de regerende partij een meerderheid heeft in beide kamers van het parlement en belangrijke verkiezingen nog voldoende ver weg zijn. Bovendien wordt een ruim monetair beleid in een aantal studies met meer hervormingen in verband gebracht, maar de relatie is niet altijd robuust. Met betrekking tot het begrotingsbeleid lijkt het effect van accommoderend monetair beleid op hervormingen afhankelijk van het beschouwde beleidsterrein.

---

## 1.3 Financiële en monetaire ontwikkelingen

De financiële markten in het eurogebied werden in 2016 grotendeels gedreven door de zonnige macro-economische vooruitzichten en verdere monetairbeleidsverruiming van de ECB. De geldmarkttarieven en rendementen op

<sup>27</sup> Zie Gordon, R.J., "Macroeconomic Policy in the Presence of Structural Maladjustment", NBER Working Paper nr. 5739, National Bureau of Economic Research, 1996.

<sup>28</sup> Zie Dias Da Silva et al. (op. cit.).

<sup>29</sup> Zie Høj, J., Galasso, V., Nicoletti, G. en Dang, T.-T., "The Political Economy of Structural Reform: Empirical Evidence from OECD Countries", OECD Economics Department Working Paper nr. 501, OECD Publishing, Parijs, 2006, en Blanchard, O. and Giavazzi, F., "Macroeconomic Effects of Regulations and Deregulation in Goods and Labour Markets", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, nr. 3, 2003, blz. 879-907.

<sup>30</sup> Zie Saint-Paul, G., *The Political Economy of Labour Market Institutions*, Oxford University Press, Oxford, 2000.

<sup>31</sup> Soortgelijke ideeën worden uiteengezet in Tompson, W. en Price, R., "The Political Economy of Reform: Lessons from Pensions, Product Markets and Labour Markets in Ten OECD Countries", OECD Publishing, Parijs, 2009, en in Bonfiglioli en Gancia, op. cit.

<sup>32</sup> Zie Dias Da Silva et al. (op. cit.).

langerlopende obligaties bleven dan ook zeer laag. Bovendien liepen de aandelenkoersen van zowel banken als niet-financiële ondernemingen fors op, doordat de verbeterde macro-economische vooruitzichten zich vertaalden in hogere winstverwachtingen en een grotere risicobereidheid. De geldgroei was in 2017 robuust, terwijl de kredietgroei zich gestaag bleef herstellen.

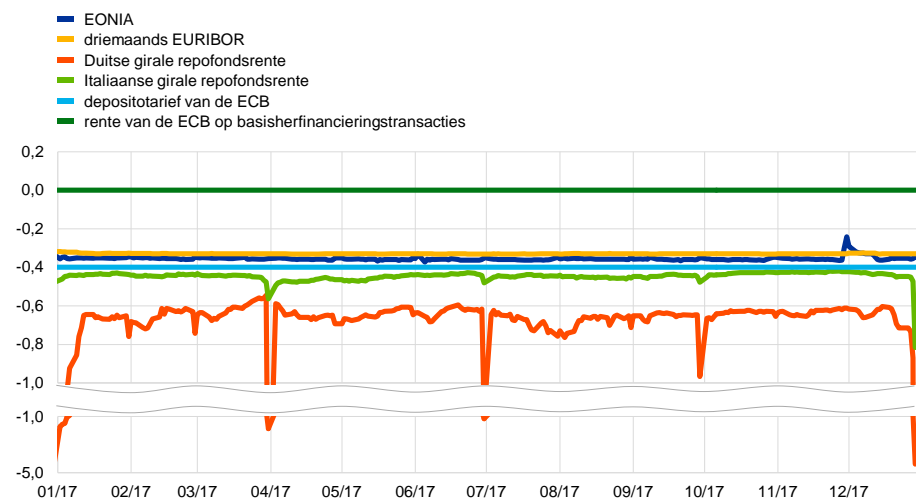
## Geldmarktrente in het eurogebied stabiliseert zich op een zeer laag niveau

Tegen de achtergrond van ongewijzigde beleidstarieven van de ECB en accommoderend monetair beleid in geheel 2017 bleven de geldmarkttarieven uitzonderlijk laag.

De EONIA bleef stabiel met gemiddeld circa –36 basispunten (zie Grafiek 14), terwijl de driemaands EURIBOR licht daalde en zich rond de –33 basispunten stabiliseerde. Dit was in lijn met de opwaartse trend van het door de banksector in het eurogebied aangehouden liquiditeitsoverschot dat het gevolg was van de bijzondere monetairbeleidsmaatregelen van de ECB. De liquiditeitsoverschotten namen gedurende het jaar met € 600 miljard toe en waren eind 2017 opgelopen tot circa € 1.800 miljard (zie ook Paragraaf 2.3). Op de gedekte geldmarkt bleven de repotarieven voor onderpand uitgegeven door overheden in het eurogebied op uiteenlopende niveaus. Zo noteerden sommige dicht bij het depositotarief van de ECB, terwijl andere daar ruim onder stonden, als gevolg van uiteenlopende marktomstandigheden in ieder segment van de markt. Een krachtige vraag naar hoogwaardig onderpand kwam bijvoorbeeld tot uiting in forse tariefwijzigingen aan het eind van ieder kwartaal.

### Grafiek 14 Geldmarktrente

(procenten per jaar; daggegevens)



Bronnen: ECB en Bloomberg.  
Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen 3 november 2017.



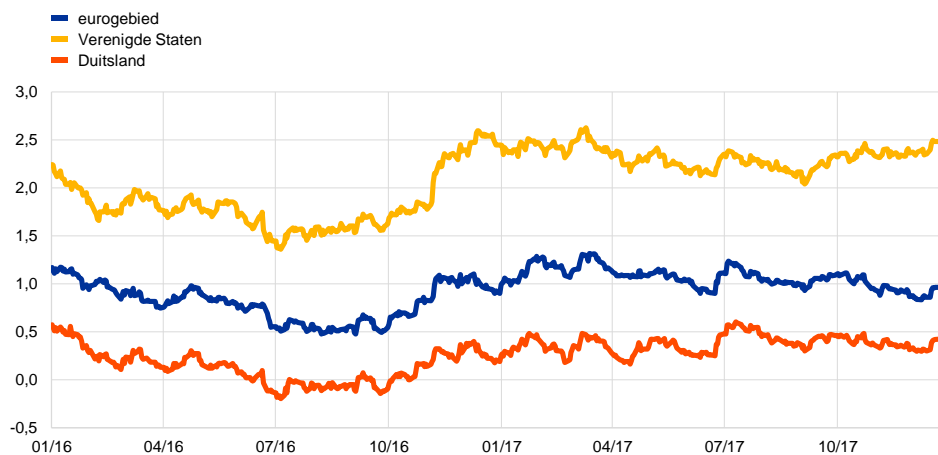
## Het rendement op overheidsobligaties in het eurogebied bleef in het algemeen stabiel en de aandelenkoersen stegen aanmerkelijk

De rendementen op overheidsobligaties in het eurogebied bleven over het geheel genomen in 2017 stabiel maar gemiddeld hoger dan 2016, wat per saldo het gevolg was van de geleidelijke verbetering van zowel binnenlandse als mondiale macro-economische vooruitzichten (zie Grafiek 15), het daarmee verband houdende uitprijzen van het risico van deflatie, en de voortgaande monetairbeleidsverruimingen van de ECB. Het bbp-gewogen gemiddelde van het rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied bedroeg op 29 december 2017 1,0%, ongewijzigd ten opzichte van het gemiddelde van december 2016. De rendementsecants op tienjaars overheidsobligaties ten opzichte van Duitse tienjaars overheidsobligaties namen af, in het bijzonder voor Portugal en Griekenland doordat hun kredietwaardigheidsbeoordeling in de loop van 2017 werd verhoogd.

### Grafiek 15

#### Rendementen op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied, de VS en Duitsland

(procenten per jaar; daggegevens)



Bronnen: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De gegevens voor het eurogebied betreffen het tienjaars bbp-gewogen gemiddelde van het rendement op overheidsobligaties. De meest recente waarneming betreft 29 december 2017.

De aandelenkoersen in het eurogebied stegen in 2017 sterk onder invloed van een hogere binnenlandse en mondiale economische groei en het lage renteniveau. Zo steeg een breed samengestelde index voor de aandelenkoersen van niet-financiële ondernemingen gedurende 2017 met 12%, terwijl een index voor koersen van bank aandelen met 14% steeg. De aandelenkoersen van niet-financiële ondernemingen in de Verenigde Staten stegen iets sneller dan die in het eurogebied, vanwege het verwachte positieve effect van een voorgenomen verlaging van de vennootschapsbelasting op de bedrijfswinsten. De risicopremie<sup>33</sup>, waarin het extra rendement dat beleggers verlangen voor het aanhouden van aandelen in plaats van

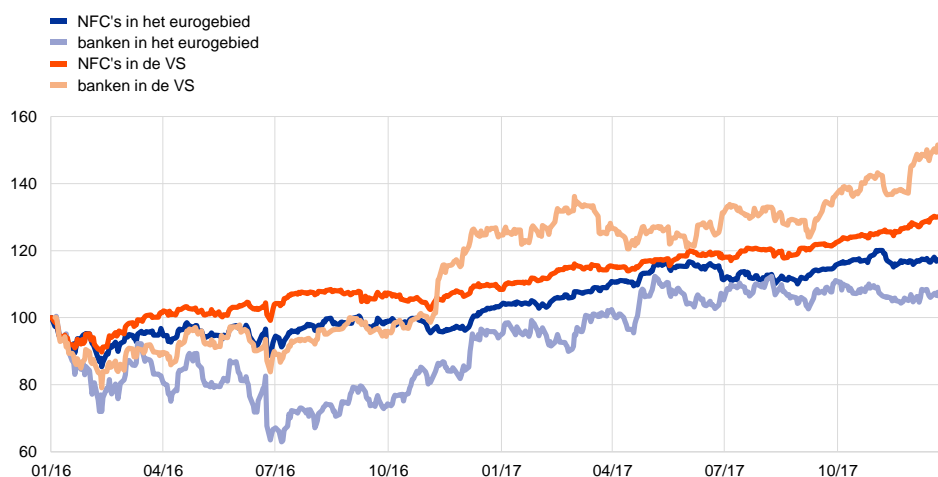
<sup>33</sup> Meer informatie over de methodologie die wordt gehanteerd om de risicopremie voor aandelen te berekenen kan worden gevonden in het Kader "Recent drivers of euro area equity prices", *Economic Bulletin*, Issue 5 / 2017.

langlopende obligaties tot uitdrukking komt, bleef zowel in de Verenigde Staten als in het eurogebied echter aanmerkelijk hoger dan voor het uitbreken van de financiële crisis in 2008.

### Grafiek 16

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

(index: (1 jan. 2016 = 100))



Bron: Thomson Reuters Datastream.

Toelichting: Voor het eurogebied worden de EURO STOXX-bankenindex en de Datastream beursindex voor niet-financiële ondernemingen (NFC's) getoond en voor de Verenigde Staten de S&P-bankenindex en de Datastream beursindex voor NFC's. De meest recente waarneming betreft 29 december 2017.

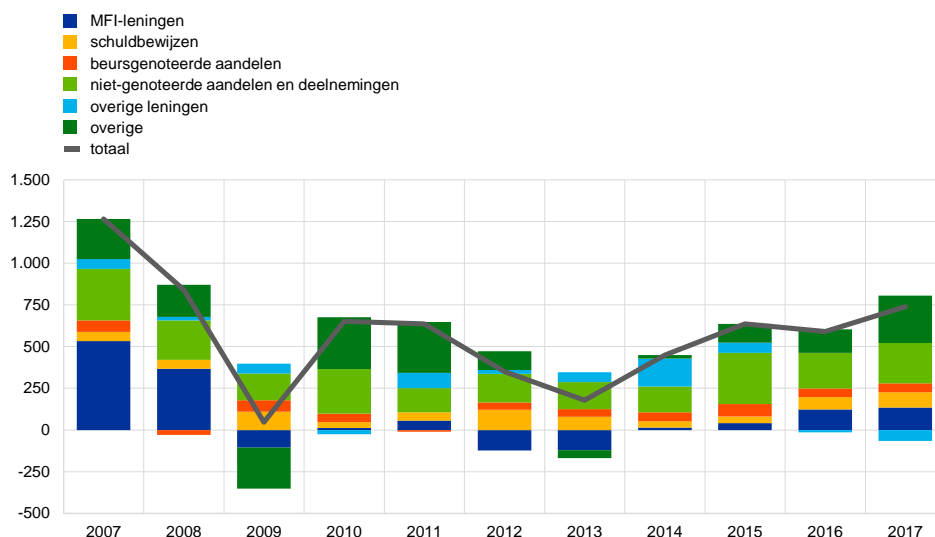
### Externe financieringsstromen van niet-financiële ondernemingen en huishoudens worden sterker

Over het geheel genomen, bleven de bedrijfsinvesteringen steun van de gunstige financieringscondities ondervinden. In 2017 werden de externe financieringsstromen van niet-financiële ondernemingen sterker en overtroffen daarmee het gemiddelde niveau van 2016 (zie Grafiek 17). Op langere termijn bezien, ondervindt het herstel van de externe financieringsstromen van niet-financiële ondernemingen vanuit het dieptepunt dat in het vierde kwartaal van 2013 werd bereikt steun van: (i) gunstige financieringskosten, waaronder ruimere financieringscondities bij banken; (ii) de aanhoudende stijging van de economische bedrijvigheid; en (iii) een groot aantal fusies en overnames. Daarnaast heeft het accommoderende monetaire beleid van de ECB bijgedragen aan de gunstige omstandigheden voor de toegang van niet-financiële ondernemingen tot marktgebaseerde financiering. Met name het in juni 2016 geïntroduceerde aankoopprogramma voor bedrijfsobligaties (CSPP) heeft de netto-uitgifte van schuldbewijzen door niet-financiële ondernemingen ondersteund (zie Paragraaf 2.2).

## Grafiek 17

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

(stromen op jaarbasis; EUR miljard)



Bronnen: Eurostat en ECB.

Toelichting: "Overige leningen" omvat leningen van niet-MFI's (overige financiële instellingen, verzekeringsondernemingen en pensioenfondsen) en van de rest van de wereld. MFI-leningen en leningen van niet-MFI's zijn gecorrigeerd voor verkopen van leningen en securitisaties. "Overige" is het verschil tussen het totaal en de in de grafiek genoemde instrumenten. Hierin zijn intragroepsleningen en handelskredieten begrepen. De meest recente waarneming betreft het derde kwartaal van 2017.

Sinds het uitbreken van de crisis hebben niet-bancaire bronnen van financiering aanmerkelijk aan belang gewonnen.<sup>34</sup> Waar de netto-uitgifte van leningen door monetaire financiële instellingen (MFI's) tijdens en in de nasleep van de crisis doorgaans afnam en in enkele jaren zelfs negatief was, is de financiering uit andere bronnen, zoals de uitgifte van beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde aandelen en schuldbewijzen, positief gebleven. Aan het toenemende aandeel van de niet-bancaire financiering in de totale financiering van niet-financiële ondernemingen in het eurogebied liggen zowel conjuncturele als structurele factoren ten grondslag (zie Kader 4). Daarbij moet worden aangetekend dat de netto-uitgifte van MFI-leningen aan niet-financiële ondernemingen sinds 2014 weer positief is.

Gemeten naar uitstaande bedragen bleven de leningen die werden verstrekt door de financiële sector van het eurogebied het voornaamste financieringsinstrument. Deze besloegen circa 56% van de in het derde kwartaal van 2017 in totaal aan niet-financiële ondernemingen verstrekte leningen. De door de financiële sector aangehouden beursgenoteerde aandelen waren goed voor ongeveer 29% van het totaal van de door niet-financiële ondernemingen uitgegeven aandelen, een iets hoger percentage dan in 2013. De door de financiële sector aangehouden schuldbewijzen (uitgezonderd het Eurosysteem) vertegenwoordigden circa 68% van het in het derde kwartaal van 2017 door niet-financiële ondernemingen in totaal uitgegeven schuld papier. Ook hier was het percentage iets hoger dan in 2013. MFI's bleven de voornaamste verstrekkers van leningen aan niet-financiële

<sup>34</sup> Voor meer bijzonderheden, zie het artikel "The role of euro area non-monetary financial institutions in financial intermediation", *Economisch Bulletin*, nr. 4, ECB, 2016.

ondernemingen en waren goed voor circa 73% van de NFC-leningen aangehouden door de totale financiële sector in het derde kwartaal van 2017, een aandeel dat weliswaar iets lager ligt dan in 2013.<sup>35</sup>

De groei op jaarbasis van de totale leningen aan huishoudens nam in 2017 eveneens toe, voornamelijk door verstrekte bankleningen. Wat de afzonderlijke bancaire leningcategorieën betreft, droegen leningen voor de aankoop van de eigen woning opnieuw veruit het meest bij aan de totale groei van de leningen aan huishoudens. De toename van de consumptieve kredieten won echter eveneens aan kracht, terwijl de overige kredietverlening afnam.

In de eerste drie kwartalen van 2017 nam het nettovermogen van huishoudens in een krachtig tempo toe. Daarbij zorgde vooral de voortdurende stijging van de huizenprijzen voor aanzienlijke waarderingswinsten op door huishoudens aangehouden vastgoed (zie Kader 6). De koersstijging van aandelen in 2017 leidde eveneens tot winsten op door huishoudens aangehouden financiële activa en droeg daarmee fors bij aan de groei van het nettovermogen. De brutoschuldenlast van huishoudens, die wordt uitgedrukt als percentage van het bruto-nominaal besteedbaar inkomen van huishoudens, nam in 2017 verder af, maar bevond zich nog steeds ruim boven het gemiddelde niveau van voor de crisis.

## De geldgroei bleef over de gehele linie stabiel

De groei van de ruime geldhoeveelheid bleef fors (zie Grafiek 18). In december 2017 kwam de groei van M3 op jaarbasis uit op 4,6%, tegen 5,0% eind 2016. De in 2017 waargenomen groei van de ruime geldhoeveelheid was in lijn met het gestage tempo van het expansieve monetaire beleid sinds medio 2015. De groei van M3 werd ook in 2016 geschaagd door de meest liquide componenten van M3, dankzij de lage alternatieve kosten van het aanhouden van deze deposito's in een klimaat van zeer lage rentes en een vlakke rendementscurve. De aanhoudende expansie van de economische bedrijvigheid en de bijzondere maatregelen van de ECB – voornamelijk het APP – waren eveneens bepalend voor de monetaire ontwikkelingen in het eurogebied. De toename van M1, die profiteerde van de sterke groei van de girale deposito's die zowel door de huishoudens als door de niet-financiële ondernemingen werden aangehouden, bleef globaal onveranderd op 8,6% in december 2017, vergeleken met 8,8% in december 2016.

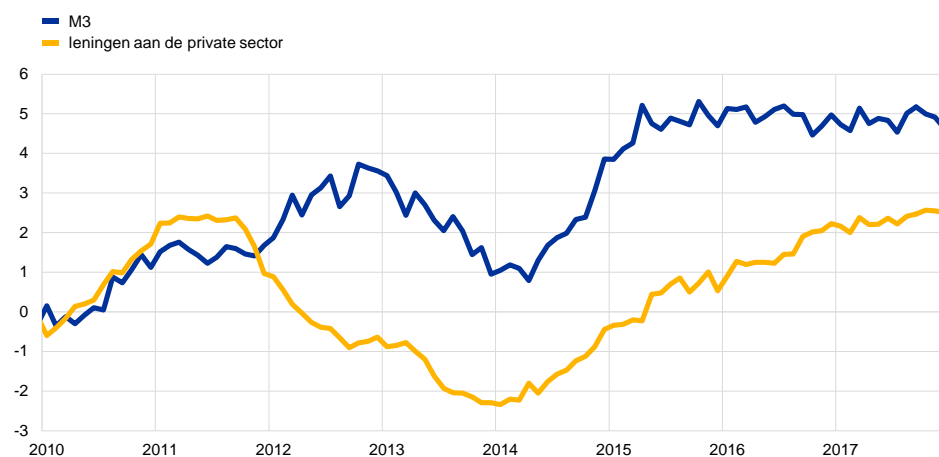
---

<sup>35</sup> Zie voor meer informatie Paragraaf 1.2 van [Report on financial structures](#), ECB, oktober 2017.

## Grafiek 18

### M3 en leningen aan de private sector

(mutaties in procenten per jaar)



Bron: ECB.

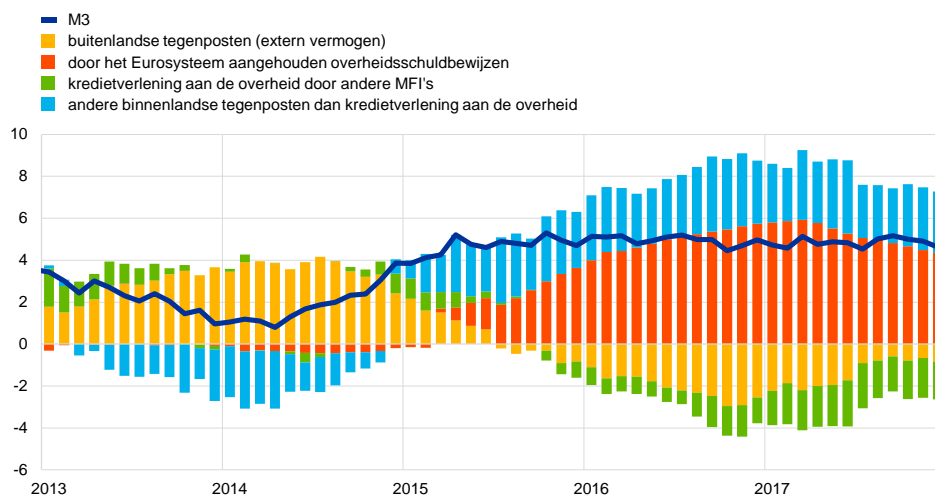
## Binnenlandse posten waren opnieuw de belangrijkste aanjagers van de groei van het ruime monetaire aggregaat

De aankopen van staatsobligaties door het Eurosysteem (zie de rode staafjes in Grafiek 19), die voornamelijk plaatsvonden in het kader van het ECB-programma voor de aankoop van door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen (public sector purchase programme – PSPP) hebben positief bijgedragen aan de M3-groei. Vanaf april 2017 zijn de gemiddelde maandelijkse APP-aankopen met € 20 miljard teruggebracht, waardoor het effect ervan op de groei van M3 is afgenomen. Daarnaast hadden de binnenlandse posten uitgezonderd kredietverlening aan de overheid in 2017 een positief effect op de groei van M3 (zie de blauwe staafjes in Grafiek 19). Hieraan droegen twee factoren bij. Ten eerste het aanhoudende herstel van de kredietverlening aan de private sector (zie Grafiek 18). Onder de kredietverlening aan de private sector vallen zowel MFI-leningen als door MFI's aangehouden effecten die zijn uitgegeven door de niet-MFI private sector in het eurogebied. Bij de laatstgenoemde gaat het ook om de aankopen door het Eurosysteem van niet-MFI-schuld papier in het kader van het CSPP. Ten tweede werd de groei van M3 ondersteund door de hardnekkige krimp van de langerlopende financiële passiva van MFI's (exclusief kapitaal en reserves), die vallen onder de binnenlandse posten uitgezonderd kredietverlening aan de overheid. Het mutatiетempo op jaarbasis van deze passiva is sinds het tweede kwartaal van 2012 negatief, onder andere door de impact van de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties van de ECB, die mogelijk als substituuт voor langerlopende financiering via de markt heeft gefunctioneerd. Deze ontwikkeling kan eveneens worden verklaard uit de relatief vlakke rendementscurve die is gekoppeld aan de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB, waardoor het voor beleggers minder aantrekkelijk is geworden om langlopende deposito's en bankobligaties aan te houden. De verkoop van overheidsobligaties door MFI's in het eurogebied met

uitzondering van het Eurosysteem, daarentegen, droeg bij tot het negatieve mutatietempo op jaarbasis van de kredietverlening aan de overheid door MFI's met uitzondering van het Eurosysteem en drukte daarmee de M3-groei (zie de groene staafjes in Grafiek 19). Daarnaast bleven de netto externe activa van MFI's de M3-groei op jaarbasis drukken (zie de gele staafjes in Grafiek 19).

**Grafiek 19**  
Tegenposten van M3

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bron: ECB.

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

#### Kader 4

##### De financieringsstructuur van niet-financiële ondernemingen en huishoudens in het eurogebied

De financieringsstructuur van de niet-financiële private sector speelt een cruciale rol bij de transmissie van het monetaire beleid naar de reële economie en bij de schokbestendigheid van die reële economie. De niet-financiële private sector in het eurogebied doet voor de financiering van zijn uitgaven grotendeels een beroep op banken, in tegenstelling tot die in de Verenigde Staten, waar marktfinanciering domineert.

Sinds 2007 is het aandeel van de bancaire leningen (of MFI-leningen) in de totale uitstaande externe financiering van niet-financiële ondernemingen (NFC's) in het eurogebied fors afgenomen. Gemeten naar uitstaande bedragen, vormden bankleningen in het derde kwartaal van 2017 12,4% van de externe financiering van NFC's (zie Tabel A), 4,1 procentpunten lager dan in 2007.<sup>36</sup> Tegelijkertijd bedroeg het aandeel bankleningen in de schuldfinanciering van NFC's in het derde kwartaal van 2017 27,7%, 9,2 procentpunten lager dan in 2007.<sup>37</sup> Het aandeel van de bankleningen in de externe en schuldfinanciering van NFC's en de afname van dit aandeel zijn fors groter wanneer de intrasectorale financiering buiten beschouwing wordt gelaten. Op deze wijze gemeten

<sup>36</sup> De totale externe financiering omvat de financiering van NFC's met eigen en vreemd vermogen.

<sup>37</sup> Schuldfinanciering wordt gedefinieerd als de totale verplichtingen onder aftrek van beursgenoteerde aandelen, niet-beursgenoteerde aandelen en overige uitgegeven deelnemingsbewijzen.

bedroeg het aandeel van de bankleningen in 2017 44,9% van de schuldfinanciering van NFC's, een daling ten opzichte van de 59,5% in 2007. De afname van de bancaire financiering voor NFC's tussen 2007 en 2017 werd vooral veroorzaakt door ontwikkelingen in de financieringsstructuur van grote ondernemingen. Kleine en middelgrote ondernemingen daarentegen, die de ruggengraat van de economie van het eurogebied vormen, worden nog steeds hoofdzakelijk met bankkrediet gefinancierd. Door NFC's uitgegeven schuld papier, leningen van niet-MFI's en leningen van de rest van de wereld waren in het derde kwartaal van 2017 samen goed voor 13,0% van de externe financiering, en 29,2% van de schuldfinanciering van NFC's. Vergeleken met 2007 is hun aandeel in de externe financiering van NFC's en schuldfinanciering met respectievelijk 4,0 en 9,1 procentpunten toegenomen. Leningen van niet-MFI's en leningen van de rest van de wereld omvatten onder andere leningen verstrekt door 'special purpose entities' (SPE's) aan hun moedermaatschappijen, gefinancierd door middel van schuldbewijzen.<sup>38</sup> Beursgenoteerde aandelen, niet-beursgenoteerde aandelen en overige door NFC's uitgegeven deelnemingsbewijzen waren in het derde kwartaal van 2017 goed voor 55,4% van de externe financiering van NFC's. Het gezamenlijke aandeel is grotendeels ongewijzigd ten opzichte van 2007 doordat het neerwaartse effect van de lagere aandelenkoersen is gecompenseerd door de netto-uitgifte van aandelen en een toename van de ingehouden winsten tijdens de crisis.<sup>39</sup>

---

<sup>38</sup> Financierings-SPE's zijn veelal gevestigd in een ander euroland dan de moedermaatschappij of buiten het eurogebied om zo te profiteren van gunstige belastingregels en financiële technologie.

<sup>39</sup> Ingehouden winsten worden gerubriceerd als niet-financiële transacties in de sectorrekeningen. Evenals bij de bedrijfsboekhouding worden ze tot de interne financiering gerekend en niet tot de financiële transacties. De marktwaarde van de uitstaande bedragen van overige door NFC's uitgegeven deelnemingsbewijzen kan echter via herwaarderingen toenemen als gevolg van balansversterking door NFC's.

**Tabel A****De balansstructuur van niet-financiële ondernemingen in het eurogebied**

(percentages van uitstaande bedragen aan totale verplichtingen)

	2007		2017		Mutatie tussen 2007 en 2017	
	Totaal	M.u.v. intrasectorale financiering	Totaal	M.u.v. intrasectorale financiering	Totaal	M.u.v. intrasectorale financiering
Leningen van MFI's	16,5	19,9	12,4	14,9	-4,1	-5,0
Uitgegeven schuldbewijzen	2,5	3,0	4,1	5,0	1,6	1,9
Uitgegeven beursgenoteerde aandelen	19,7	23,7	17,9	21,6	-1,8	-2,1
Leningen van niet-MFI's	2,5	3,1	4,6	5,5	2,0	2,4
Leningen van de rest van de wereld	3,9	4,7	4,4	5,2	0,4	0,5
Niet-beursgenoteerde aandelen en overige uitgegeven deelnemingsbewijzen	35,6	42,8	37,5	45,2	1,9	2,4
Intrasectorale financiering	16,9	-	17,0	-	0,1	-
Overig	2,3	2,7	2,2	2,6	-0,1	-0,1
<b>Totaal</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>PM: aandelen in totale schuldfinanciering</b>						
Leningen van MFI's	37,0	59,5	27,7	44,9	-9,2	-14,6
Uitgegeven schuldbewijzen	5,6	9,1	9,3	15,0	3,6	5,9
Leningen van niet-MFI's	5,7	9,2	10,2	16,5	4,5	7,4
Leningen van de rest van de wereld	8,8	14,1	9,8	15,8	1,0	1,7
Intrasectorale financiering	37,8	-	38,2	-	0,4	-
Overig	5,1	8,2	4,8	7,8	-0,3	-0,4
<b>Totaal</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>

Bron: ECB en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarneming betreft het derde kwartaal van 2017. Totale verplichtingen van NFC's omvatten van de overige schulden slechts handelskredieten. In de nationale rekeningen is het eigen vermogen tegen marktwaarde in de totale verplichtingen opgenomen. "Door niet-MFI's verstrekte leningen" betreffen leningen verstrekt door overige financiële instellingen (OFI's) en door verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen (ICPF's). Bij "intrasectorale financiering" gaat het om intragroepsleningen en handelskredieten. "Overige" is het verschil tussen het totaal en de in de tabel opgenomen instrumenten. De totale schuldfinanciering wordt gedefinieerd als de totale financiering onder aftrek van beursgenoteerde aandelen, niet-beursgenoteerde aandelen en overige uitgegeven deelnemingsbewijzen.

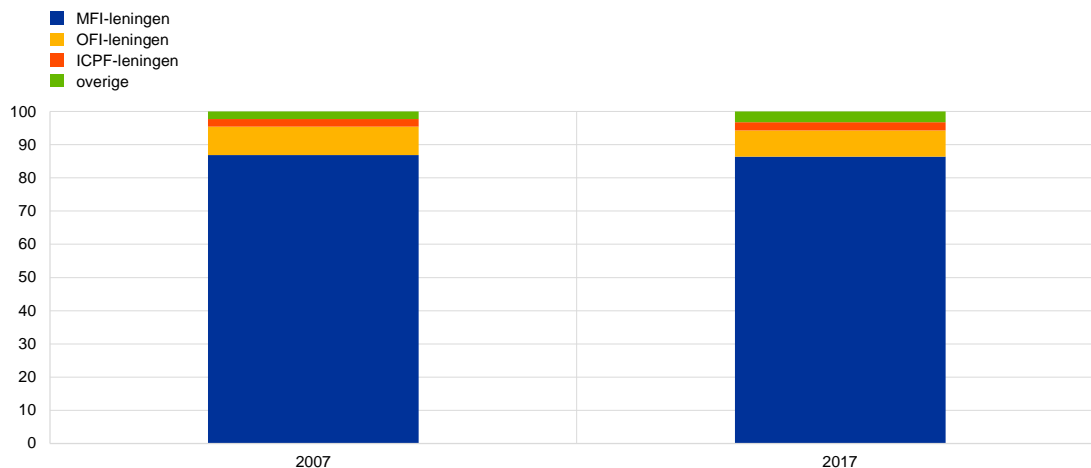
De aandelen van bankleningen en OFI-leningen in de totale leningen aan huishoudens in het eurogebied zijn de afgelopen tien jaar vrijwel gelijk gebleven. Gemeten naar uitstaande bedragen, waren bankleningen en OFI-leningen in het derde kwartaal van 2017 respectievelijk goed voor 86,4% en 7,9% van de totale aan huishoudens verstrekte leningen (zie Grafiek A). Het merendeel van de bankleningen aan huishoudens (75,3% van alle bankleningen aan de sector huishoudens) is bestemd voor de aankoop van een woning. Het restant betreft consumptieve kredieten, dat wil zeggen leningen voor de persoonlijke consumptie van goederen en diensten en de restcategorie "overige leningen aan huishoudens", zoals leningen aan familiebedrijven, leningen voor opleidingsdoeleinden). Daarbij gaat het om respectievelijk 11,7% en 13,0% van de in totaal door banken aan huishoudens verstrekte leningen. Evenals bij de uitsplitsing naar bestemming heeft het overgrote deel van de bankleningen een langere looptijd. Overige bronnen van financiering zijn leningen van OFI's en ICPF's. OFI's zijn bijvoorbeeld niet-banken die zich specialiseren in consumptief krediet en lege financiële vennootschappen ('financial vehicle corporations' – FVC's) die door banken verstrekte hypothecaire en consumptieve leningen securitiseren, terwijl ICPF's woninghypotheken verstrekken. Deze instellingen spelen echter in een gering aantal eurolanden een kwantitatief relevante rol bij de verstrekking van financiering van huishoudens.



## Grafiek A

### De balansstructuur van huishoudens in het eurogebied

(percentages van uitstaande bedragen aan in totaal verstrekte leningen)



Bron: ECB en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarneming betreft het derde kwartaal van 2017. "Overige" is het verschil tussen het totaal en de in de grafiek opgenomen kredietsectoren.

Aan het sinds 2008 toenemende aandeel van de niet-bancaire externe financiering in de totale financiering van niet-financiële ondernemingen in het eurogebied liggen zowel conjuncturele als structurele factoren ten grondslag. In het verleden deden bedrijven voor nieuwe externe financiering voornamelijk een beroep op bankleningen.<sup>40</sup> De nettofinancieringsstroom van banken naar bedrijven nam op het dieptepunt van de recessie en de financiële en schulden crisis in het eurogebied af en herstelde zich vervolgens geleidelijk (zie Grafiek B). De afname van de bancaire kredietverlening werd zowel door vraagfactoren als door aanbodfactoren bepaald. De afname van de economische bedrijvigheid en de noodzaak tot balansherstel zorgde voor een geringere vraag onder NFC's, terwijl het verslechterde vermogen van bedrijven om aan rente- en aflossingsverplichtingen te voldoen en balansverslechtering bij banken tot aanscherping van kredietvoorwaarden en een afname van het aanbod aan leningen leidden.<sup>41</sup> Bovendien voerden NFC's de uitgifte van schuldbewijzen tijdens de crisis op om de verminderde beschikbaarheid van bankleningen op te vangen en, meer recent, om van de gunstige marktfinancieringsvoorwaarden te profiteren die mede te danken zijn aan het aankoopprogramma voor bedrijfsobligaties van de ECB. Ook de kredietverlening door OFI's aan bedrijven is toegenomen, waarin een stijging van de leningen verstrekt door financierings-SPE's aan de eigen moedermaatschappijen tot uitdrukking komt. Tegelijkertijd deden NFC's een groter beroep op handelskrediet en intrasectorale leningen en financierden zij een groter gedeelte van hun activiteiten met intern gegenereerde financiële middelen en hogere ingehouden winsten om zo het negatieve effect van de geringere kredietaanbod op de beschikbaarheid van externe schuldfinanciering te verlichten. In algemene zin zijn niet-bancaire financieringsbronnen sinds de crisis aanmerkelijk belangrijker geworden.

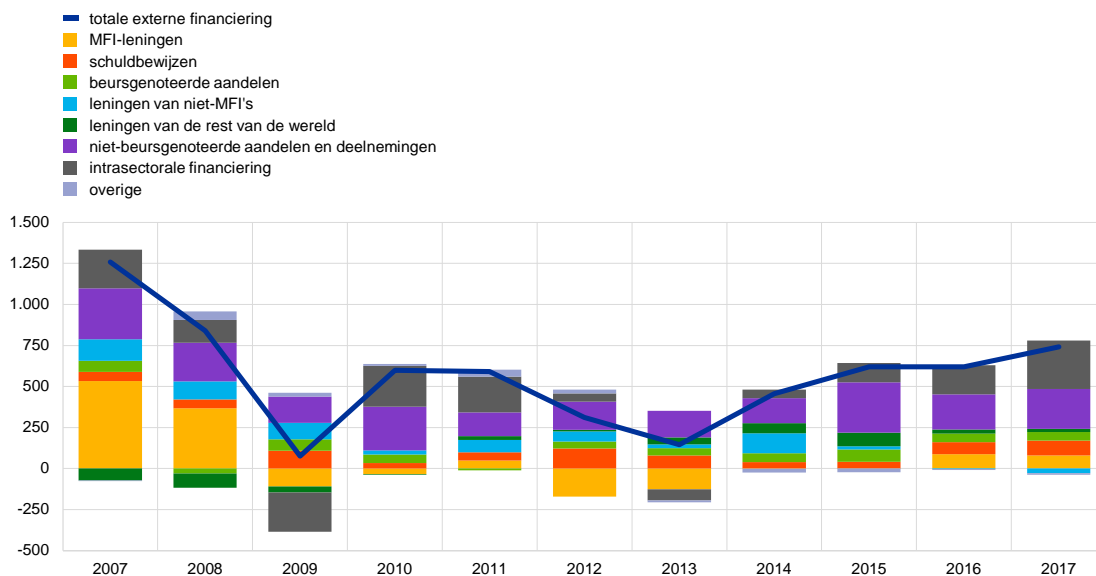
<sup>40</sup> Zie ook het Kader "Trends in the external financing structure of euro area non-financial corporations", *Economic Bulletin*, Issue 5 / 2016.

<sup>41</sup> Zie ook het artikel "The role of euro area non-monetary financial institutions in financial intermediation", *ECB Economisch Bulletin*, Nummer 4 / 2016.

## Grafiek B

### Externe financiering van niet-financiële ondernemingen in het eurogebied naar instrument

(stromen op jaarbasis; EUR miljard)



Bron: ECB en berekeningen van de ECB.

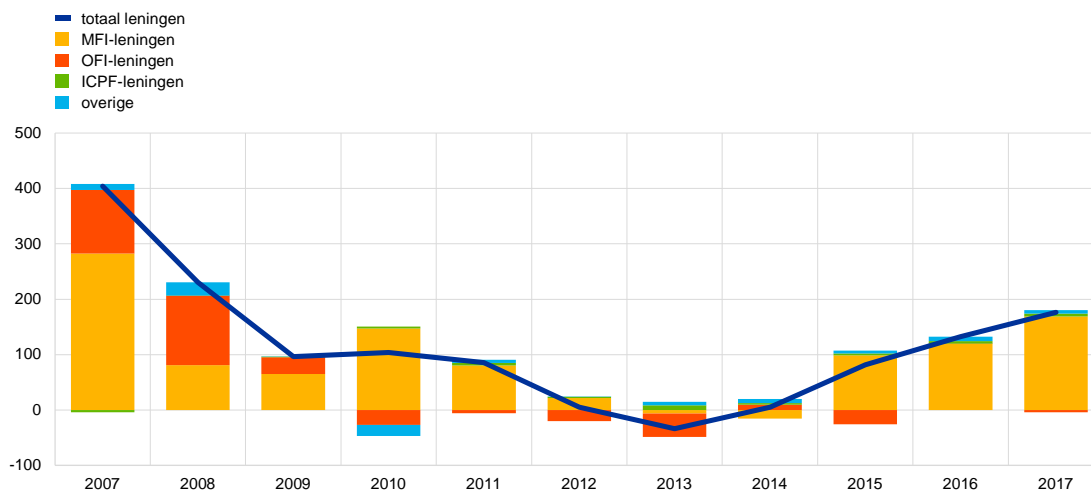
Toelichting: De meest recente waarneming betreft het derde kwartaal van 2017. De totale financiering van NFC's omvat van de overige schulden slechts handelskredieten. "Leningen van niet-MFI's" omvatten door OFI's en ICPF's aan NFC's verstrekte leningen. Bij "intrasectorale financiering" gaat het om intragroepsleningen en handelskredieten. "Overige" is het verschil tussen het totaal en de in de grafiek opgenomen instrumenten.

De sector huishoudens in het eurogebied blijft de aankoop van vastgoed en duurzame consumptiegoederen voornamelijk met bankleningen financieren en geeft in tegenstelling tot het bedrijfsleven geen verschuiving richting andere financieringsbronnen te zien. De totale aan huishoudens verstrekte leningen namen in het eurogebied af toen de economische recessie uitbrak en werden in de nasleep van de financiële en schulden crisis in het eurogebied negatief. Vergelijkbaar met de situatie voor NFC's, bracht de crisis een afname van bankkredieten aan huishoudens met zich mee (zie Grafiek C), onder invloed van zowel vraag- als aanbodfactoren. Daarbij was de afname van de OFI-leningen aan huishoudens sterker dan die van bankleningen en in tegenstelling tot bankleningen hebben de OFI-leningen sinds de crisis geen herstel te zien gegeven. Dit had te maken met twee factoren: Ten eerste droogde de kredietgroei op die banken nodig hebben om leningen te kunnen blijven securitiseren, wat bij een groot gedeelte van de OFI-leningen aan huishoudens het geval was. Ten tweede leidde de prominente rol van FVC's bij de onrust op de financiële markten en wijzigingen in de regelgeving tot een afname van zowel de vraag naar als het aanbod van geseuritiseerde producten.

## Grafiek C

### De verstrekking van leningen aan huishoudens in het eurogebied naar kredietsector

(stromen op jaarbasis; EUR miljard)



Bron: ECB en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarneming betreft het derde kwartaal van 2017. "Overige" is het verschil tussen het totaal en de in de grafiek opgenomen kredietsectoren.

Over het geheel genomen zou een grotere rol van niet-bancaire financieringsbronnen bij de externe financiering van NFC's de transmissie van het monetaire beleid kunnen versnellen. In het bijzonder zouden bepaalde niet-MFI's met hun risicoblootstellingen flexibeler op veranderingen in de conjunctuur- en financiële cycli kunnen inspelen. Te bezien valt echter nog of de huidige trend richting een meer marktgebaseerd financieringspatroon voor de reële economie doorzet als de bancaire kredietverlening zich eenmaal volledig heeft hersteld. Anderzijds zijn bedrijven door een grotere diversificatie van financieringsbronnen mogelijk minder kwetsbaar geworden voor een eventuele toekomstige afname van het aanbod aan bankleningen of de beschikbaarheid van marktgebaseerde financieringsbronnen. Huishoudens blijven daarentegen voor hun externe financiering van bancaire kredietverlening afhankelijk doordat financiering uit andere bronnen beperkt blijft.

## 2 Monetair beleid: geduld, volharding en voorzichtigheid

De door de ECB tijdens de afgelopen jaren genomen monetairbeleidsmaatregelen zijn bedoeld om het economisch herstel in het eurogebied te ondersteunen en de inflatie terug te laten keren naar een niveau onder, maar dicht bij 2% op middellange termijn, in overeenstemming met prijsstabiliteit. Die maatregelen hebben effectief doorgewerkt in de financieringsvoorwaarden van de huishoudens en de bedrijven. De balans van het Eurosysteem bleef in de loop van 2017 groeien, voornamelijk als gevolg van het lopende programma voor de aankoop van activa (asset purchase programme - APP) en de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties.

## 2.1 Een uitermate accommoderende monetairbeleidskoers

### Het economisch herstel bleef aan het begin van het jaar verstevigen, maar de gematigde onderliggende inflatie vroeg om een standvastig beleid

Na de door de Raad van Bestuur in december 2016 genomen beslissingen, bleven de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB effectief doorwerken in de op de markten geldende financierings- en kredietvoorwaarden voor de bedrijven en de huishoudens in het eurogebied (zie Paragraaf 2.2).<sup>42</sup> Terwijl, algemeen beschouwd, de risico's voor de economische vooruitzichten aan het begin van het jaar minder uitgesproken werden, bleven ze van neerwaartse aard en hadden ze vooral betrekking op de internationale conjunctuur, de politieke onzekerheden en de aanhoudend zwakke balansen in sommige sectoren. Het vooruitzicht op een opwaartse inflatietendens hing bovendien nog steeds af van de heersende financieringsvoorwaarden die zeer gunstig waren en die in hoge mate zelf werden bepaald door de accommoderende monetairbeleidskoers.

Worden de resultaten van de economische analyse getoetst aan de signalen die afkomstig zijn van de monetaire analyse, dan wordt bevestigd dat er zeer veel monetaire accommodatie nodig was opdat in het eurogebied een duurzame en zichzelf in de hand werkende inflatoire druk zou ontstaan, ondanks de toenemende veerkracht van de economische opleving. Een en ander vereiste een standvastig beleid van de Raad van Bestuur, die de tijdens zijn monetairbeleidsvergadering van december 2016 genomen beslissingen herbevestigde. Daardoor bleven de basisrentetarieven van de ECB ongewijzigd (zie Grafiek 20) en werden zowel het voorgenomen tempo en de geplande horizon van de aankopen in het kader van het APP als de forward guidance van de Raad van Bestuur met betrekking tot de beleidsrentes en het APP bevestigd.

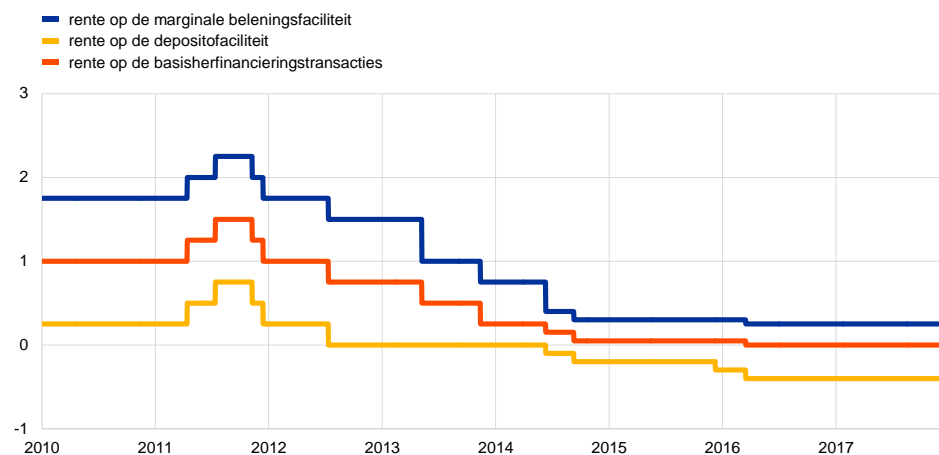
---

<sup>42</sup> In december 2016 besloot de Raad van Bestuur de parameters van het APP vanaf januari 2017 aan te passen teneinde de verdere vlote tenuitvoerlegging van dat programma te verzekeren en beperkte bedragen aan liquiditeiten als onderpand te aanvaarden voor de effectenuitleenfaciliteiten van het programma voor de aankoop van staatsobligaties (PSPP) teneinde de liquiditeit op, en de werking van de repomarkt in het eurogebied te ondersteunen. De wijzigingen in de APP-parameters bestonden erin de minimale resterende looptijd voor effecten die in aanmerking komen voor het PSPP te reduceren van twee jaar tot één jaar en, voor zover nodig, aankopen toe te staan van effecten met een lager effectief rendement dan de rente op de depositofaciliteit van de ECB.

## Grafiek 20

### Basisrentetarieven van de ECB

(procenten per jaar)



Bron: ECB.

Toelichting: De meest recente waarneming betreft 31 december 2017.

## De forward guidance evolueerde als reactie op een verbeterde risicobeoordeling en minder waarschijnlijk geworden ongunstige eventualiteiten

Omstreeks medio 2017 was het economisch herstel verder verstevigd en werd ervan uitgegaan dat de productiegroei ietwat sneller zou aantrekken dan verwacht en zich ook zou uitbreiden over de landen en de sectoren. In juni 2017 ging de Raad van Bestuur de risico's voor de groeivoorzichten dan ook als grotendeels in evenwicht beschouwen. Dankzij de veerkrachtiger en robuustere groeidynamiek, waren ook de aan de voorzichten ten aanzien van de prijsstabiliteit verbonden neerwaartse staartrisiko's afgenomen, waardoor zeer nadelige scenario's, bijvoorbeeld die met betrekking tot deflatoire risico's, zeer onwaarschijnlijk waren geworden.

Teneinde zijn communicatiebeleid af te stemmen op de verbeterde risicobeoordeling, besloot de Raad van Bestuur in juni 2017 de verwijzing naar verdere renteverlagingen weg te laten uit zijn forward guidance betreffende het verwachte verloop van de basisrentetarieven van de ECB, waarin eerder gewag was gemaakt van een potentiële beleidsreactie op zeer ernstige eventualiteiten. Terzelfder tijd beklemtoonde de Raad van Bestuur evenwel dat de geleidelijke opbouw van inflatoire druk geduld vereiste. Hij herhaalde tevens zijn engagement om door te gaan met zijn beleidsmaatregelen teneinde de zeer aanzienlijke monetaire accommodatie te verzekeren die nog steeds noodzakelijk bleek opdat een duurzame inflatie-aanpassing gestalte zou krijgen.

Het verschaffen van forward guidance zowel over het niveau van de beleidsrentes als over het tempo van de activa-aankopen geeft over het algemeen weer hoe belangrijk de wisselwerking tussen de afzonderlijke beleidsinstrumenten is bij het beïnvloeden van de monetairbeleidskoers. De diverse elementen van het

omvangrijke pakket monetairbeleidsmaatregelen completeren en versterken elkaar immers bij het vrijwaren van de sterk accommoderende financieringsvoorwaarden die nodig zijn om de inflatie duurzaam te laten terugkeren naar een niveau onder, maar dicht bij 2% op middellange termijn. In dat opzicht betrof de door de Raad van Bestuur in 2017 verschaft forward guidance niet alleen de voorwaarden waaronder de stimuleringsmaatregelen zouden worden ingetrokken, maar ook de volgorde waarin de beleidsmaatregelen zouden worden gewijzigd.

### De monetairbeleidsmaatregelen werden in oktober bijgesteld, terwijl de zeer gunstige financieringsvoorwaarden gehandhaafd bleven

De informatie die in de loop van het derde kwartaal van 2017 binnenkwam, inclusief de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september, bleven wijzen op een solide en algemene economische expansie in de landen en sectoren. De niet-aflatende groeidynamiek sterkte de Raad van Bestuur nog steeds in zijn vertrouwen dat de inflatie geleidelijk zou evolueren naar een middellange-termijnniveau van onder, maar dicht bij 2%, op voorwaarde dat de zeer gunstige financieringsvoorwaarden bleven gelden. Terzelfder tijd bleef het inflatieverloop gematigd en de maatstaven van de onderliggende inflatie toonden nog niet echt overtuigende tekenen van een aanhoudende opwaartse trend. Het gematigde inflatieverloop zou kunnen worden beschouwd als een bewijs van de nog steeds hoge graad van slaptte op de product- en arbeidsmarkten, ondanks een lichte versnelling van de loongroei. Er was dus uit voorzichtigheid nog veel monetaire stimulans nodig om een duurzame aanpassing van de inflatie te waarborgen; daarbij werd meteen een bijstelling van de monetairbeleidsinstrumenten gegarandeerd tot na het einde van het jaar.

Bijgevolg nam de Raad van Bestuur in oktober 2017 een aantal beslissingen teneinde zijn doelstelling inzake prijsstabiliteit te bereiken.

- Ten eerste herhaalde hij dat de basisrentetarieven van de ECB naar verwachting nog geruime tijd op hun huidige niveau zouden blijven, en nog lang na de periode van de activa-aankopen.
- Ten tweede kon de Raad van Bestuur, dankzij de verbeterde economische vooruitzichten en het groeiend vertrouwen in de inflatieconvergentie, het APP minder intensief maken. De aankopen zouden worden gecontinueerd in een maandelijks tempo van €30 miljard van januari 2018 tot eind september 2018, of langer indien nodig, en in ieder geval tot wanneer de Raad een duurzame aanpassing ziet in het inflatieverloop. Bovendien bevestigde de Raad van Bestuur zijn engagement om het APP uit te breiden in termen van omvang en/of duur mochten de vooruitzichten minder gunstig worden, of mochten de financiële voorwaarden niet langer in overeenstemming zijn met de verdere ontwikkeling naar een duurzame verandering in het inflatieverloop.

- Ten derde kondigde de Raad aan dat herinvesteringen van de hoofdsommen van vervallen waardepapier dat in het kader van het APP was aangekocht, nog geruime tijd na het stopzetten van de nettoaankopen van activa zouden doorgaan, en in ieder geval zolang als nodig. Het behouden van de omvang van de voorraad aangekochte activa zou zowel de gunstige liquiditeitsvoorwaarden als een passende monetairbeleidskoers helpen handhaven.
- Ten vierde werden de vasterentetenderprocedures met volledige toewijzing voor de herfinancieringstransacties verlengd tot ten minste het einde van de laatste reserveaanhoudingsperiode van 2019, zulks ten behoeve van de verdere vlote tenuitvoerlegging van het monetair beleid, terwijl ook de gunstige voorwaarden op de geldmarkten van het eurogebied behouden blijven.

De aanhoudende stevige monetaire ondersteuning die wordt geboden door de supplementaire nettoaankopen van activa, door de grote voorraad aangekochte activa en de op handen zijnde herinvesteringen, alsook door de beleidsindicaties in verband met de rentetarieven, zou zorgen voor de uitermate gunstige financieringsvoorwaarden die nog steeds nodig zijn opdat de inflatie duurzaam zou terugkeren naar een middellange-termijnniveau onder, maar dicht bij 2%, in overeenstemming met prijsstabiliteit.

## Kader 5

### Referentierentes op de geldmarkten in het eurogebied: recente ontwikkelingen

---

Financiële benchmarks kunnen algemeen worden omschreven als indexcijfers die worden gebruikt als referentie om het uit hoofde van een financieel instrument of een contract uit te betalen bedrag, of de waarde van een financieel instrument te bepalen. Een van de meest gebruikte benchmarks op de internationale geldmarkten is de LIBOR (London interbank offered rate), terwijl de meest gebruikte in Europa de EURIBOR (euro interbank offered rate) en de EONIA (euro overnight index average) zijn. Die benchmarks worden vastgesteld op basis van de vrijwillige bijdragen van panels van banken in de vorm van deskundigenoordeel over de geldende marktprijzen (noteringen) in het geval van de EURIBOR, of van effectieve transacties in het geval van de EONIA.

De afgelopen jaren heeft de ECB nauwlettend toegezien op, en een actieve rol gespeeld in de hervorming van de referentietarieven, aangezien gezonde benchmarks noodzakelijk zijn voor een efficiënte werking van het financiële stelsel en voor de transmissie van het monetair beleid. De financiële markten zijn sterk afhankelijk van benchmarks als referentie in financiële contracten, bijvoorbeeld voor hypothecaire leningen, schuldbewijzen met een variabele rente of derivaten. Benchmarks zijn ook van essentieel belang voor de dagelijkse waardering van een aantal financiële instrumenten. Het verdwijnen van degelijke en betrouwbare benchmarks zou dan ook kunnen leiden tot marktverstoringen, met mogelijk aanzienlijke gevolgen voor de financiële stabiliteit.

De referentietarieven in het eurogebied en elders hebben ingrijpende hervormingen ondergaan. Die hervormingen berusten voornamelijk op een reeks grondslagen die de Internationale Organisatie van Effectentoezichthouders (International Organization of Securities Commissions – IOSCO) in 2013 publiceerde als reactie op de schandalen in verband met de manipulatie van de LIBOR, maar ook op de [EU-verordening benchmarks](#). In Europa werkt het European Money Markets Institute

(EMMI), de beheerder van de meest gebruikte benchmarks, namelijk de EURIBOR en de EONIA, aan een hervorming van deze referentietarieven. Als gevolg van die hervormingen moeten de marktpraktijken en contracten de komende jaren mogelijk worden aangepast aan een nieuwe omgeving.

Wat de EURIBOR betreft, i.e. de interbancaire ongedekte benchmark in euro voor looptijden van een week tot twaalf maanden, heeft het EMMI plannen ontwikkeld om de methodologie te koppelen aan transacties in plaats van aan noteringen. Begin 2017 draaide een test van de haalbaarheid van een dergelijke methodologie op basis van transacties op een mislukking uit als gevolg van ontoereikende geldmarktvolumes. Daarom werkt het EMMI nu met de marktdeelnemers aan een mogelijke hybride methodologie voor de EURIBOR, waarbij transactiegegevens gecombineerd worden met het oordeel van deskundigen. De ontwikkeling van de hybride methodologie en de effectbeoordeling zouden tegen medio 2018 moeten afgerond zijn en gevolgd worden door een raadpleging van de marktdeelnemers. Inmiddels blijft de huidige methodologie op basis van noteringen in gebruik om de EURIBOR te berekenen.

Wat de EONIA betreft, een volledig op transacties berustende benchmark voor ongedekte interbancaire daggelddeposito's, kondigde het EMMI op 1 februari 2018, na een op de ongedekte geldmarkt uitgevoerde studie, aan dat het nastreven van een grondige hervorming van de EONIA niet langer passend was aangezien de volumes van de interbancaire kredietverlening gering waren, terwijl de activiteit geconcentreerd bleef. Het EMMI beklemtoonde tevens dat indien de marktvoorwaarden ongewijzigd bleven, de overeenstemming van de benchmark met de EU-verordening benchmarks niet gegarandeerd zou zijn. Niettemin gaf het EMMI aan de mogelijkheid te kunnen overwegen van een aanpassing van de methodologische parameters teneinde de degelijkheid van de EONIA, indien nodig, te vergroten.

De degelijkheid van zowel de EURIBOR als de EONIA, die beide berusten op vrijwillige bijdragen van banken, is een toenemende bron van zorg, aangezien de steun van de bijdragende banken mettertijd is afgenomen. Van die banken wordt verwacht dat ze dagelijks verslag uitbrengen, hetzij van noteringen op basis van deskundig oordeel (in het geval van de EURIBOR), hetzij van hun ongedekte interbancaire leningstransacties (in het geval van de EONIA). De afgelopen tijd hebben verscheidene banken echter het ene of het andere panel verlaten, waarbij ze als belangrijkste reden voor hun vertrek aangaven dat het hervormingsproces hun procedures overbelast. Betrokkenheid bij de benchmarks brengt ook reputatie- en aansprakelijkheidsrisico's mee.

De EU-verordening benchmarks vormt mogelijk slechts een tijdelijke achtervang, mochten meer banken de panels gaan verlaten. Speciale bepalingen van de verordening zijn van toepassing op benchmarks zoals de EURIBOR en de EONIA, die als "cruciaal" worden bestempeld.<sup>43</sup> Zo kan de regulator – in het geval van de EONIA en de EURIBOR is dat de Belgische Financial Services and Markets Authority – het aanleveren van gegevens verplichten als de representativiteit van de benchmark wordt bedreigd, bijvoorbeeld doordat banken het panel verlaten. Hoewel dit mechanisme kan functioneren als achtervang, is de toepassing ervan beperkt tot maximaal twee jaar, en kan het dus niet als een oplossing op lange termijn worden beschouwd ingeval de houdbaarheid van een dergelijke benchmark wordt bedreigd.

---

<sup>43</sup> Op respectievelijk 11 augustus 2016 en 28 juni 2017 omschreef de Europese Commissie de EURIBOR en de EONIA in de verordening benchmarks als "cruciale benchmarks" vanwege hun cruciaal belang voor markten en het groot aantal contracten die eraan refereren.



Aangezien het van essentieel belang is dat de markten over degelijke en betrouwbare benchmarks beschikken, heeft de ECB op 21 september 2017 aangekondigd dat ze vóór 2020 een overnight ongedekt tarief zal publiceren op basis van gegevens die werden verzameld krachtens de [verordening houdende geldmarktstatistieken](#). Het rentetarief zou de bestaande benchmarks van de private sector aanvullen en als achtervangreferentierente fungeren. De volgende twee jaar zal de ECB de hoofdkenmerken van de referentierente omschrijven, de berekeningsmethodologie ontwikkelen en het tarief op zijn degelijkheid testen. Tijdens die periode zal de ECB transparant communiceren door middel van, onder meer, openbare raadplegingen. Op 28 november 2017 werd de [eerste openbare raadpleging](#) gestart om de standpunten van de belanghebbenden te verzamelen over de belangrijkste kenmerken van het tarief en het publicatietijdstip ervan.

Een afzonderlijk initiatief in de eurogeldmarkt is de nieuwe werkgroep risicovrije rentebenchmark, die een platform biedt voor besprekingen in de private sector over alternatieve referentietarieven, alsook over vraagstukken in verband met de overgang naar mogelijke alternatieve kortetermijntarieven in euro. Het werk van die groep beantwoordt aan de in juli 2014 geformuleerde aanbeveling van de Official Sector Steering Group van de Raad voor Financiële Stabiliteit (Financial Stability Board – FSB) om in elk belangrijk valutagebied één of meerdere risicovrije rentetarieven vast te stellen en aan te nemen. De werkgroep zal bestaan uit entiteiten van de private sector en geleid worden door een vertegenwoordiger van de private sector. Hij wordt gesteund door overheidsinstanties en de ECB verzorgt het secretariaat ervan.<sup>44</sup>

---

## 2.2 De effectieve doorwerking van de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB

De doorwerking van de sinds juni 2014 ten uitvoer gelegde monetairbeleidsmaatregelen bleef de kredietvoorwaarden voor bedrijven en huishoudens ondersteunen en intensiverde in 2017 de kredietstromen over het hele eurogebied. De aanhoudende aankopen van activa in het kader van het APP, de ongewijzigde lage beleidsrentes, de forward guidance met betrekking tot die twee instrumenten, alsook de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO's) garandeerden zeer gunstige financieringsvoorwaarden en speelden een belangrijke rol in de versteviging van het economisch herstel in het eurogebied.

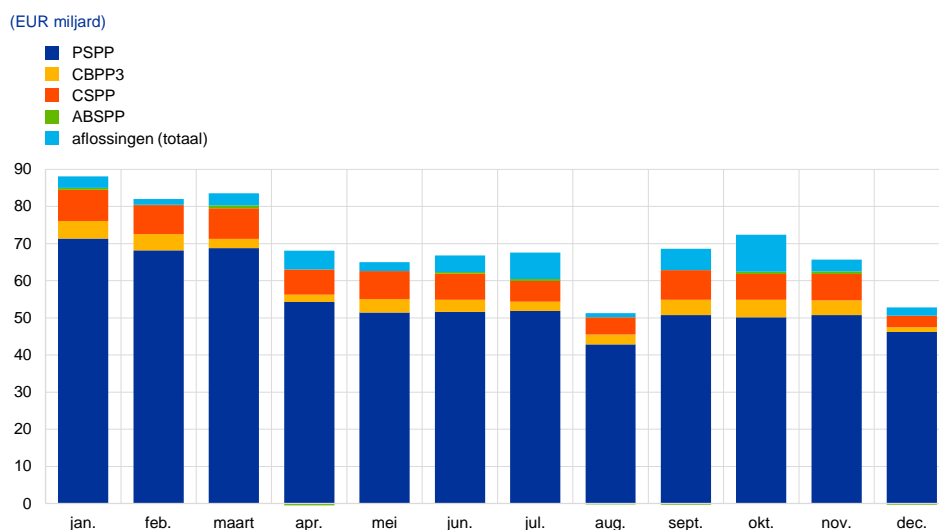
De tenuitvoerlegging van het APP verliep vlot, zowel in de aankoopprogramma's van de private sector (dat zijn het programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa (asset-backed securities purchase programme - ABSPP), het programma voor de aankoop van bedrijfsobligaties (corporate sector purchase programme - CSPP) en het derde aankoopprogramma voor gedekte obligaties (third covered bond purchase programme - CBPP3), als in het aankoopprogramma voor staatsobligaties (public sector purchase programme - PSPP). Dit laatste programma heeft betrekking op obligaties die worden uitgegeven door de centrale en regionale overheden en door agentschappen en supranationale entiteiten in het eurogebied. De aankoopvolumes waren, gemiddeld beschouwd, in overeenstemming met de

<sup>44</sup> Voor de opdracht van de werkgroep en voor aanvullende informatie, zie de [website van de ECB](#).

maandelijkse doelstellingen van de Raad van Bestuur, namelijk € 80 miljard per maand van januari tot maart en € 60 miljard per maand van april tot december (zie Grafiek 21). Vanwege seizoenschommelingen in de marktliquiditeit, bleven de aankoopvolumes in augustus en december onder de maandelijkse doelstelling, maar dat werd gecompenseerd door de ietwat omvangrijker aankoopvolumes tijdens de rest van het jaar. Ook op het niveau van de individuele landen varieerden de maandelijkse aankoopvolumes lichtjes omdat de op vervaldatum gekomen aflossingen van obligaties vanaf maart 2017 steeds meer werden geheinvesteerd voor de effecten die waren aangekocht in het kader van het PSPP. Algemeen beschouwd, weken de maandelijkse aankopen in relatieve termen slechts zeer weinig af van de beoogde volumes. De voorraad schuldbewijzen die in het kader van het PSPP werden aangehouden – de relevante maatstaf om de verdeling van de aankoopvolumes te beoordelen – bleef nauw aansluiten bij de beoogde, op een verdeelsleutel gebaseerde kapitaalallocatie, rekening houdend met vervangingsaankopen en met de spreiding van herbeleggingen van op vervaldag komende obligaties.

### Grafiek 21

#### Maandelijkse nettoaankopen van activa en aflossingen in het kader van het APP in 2017



Bron: ECB.

Toelichting: Maandelijkse nettoaankopen tegen boekwaarde; maandelijkse werkelijke aflossingsbedragen. De afgeloste bedragen van in het kader van het PSPP aangekochte effecten worden door het Eurosysteem naar best vermogen soepel en tijdig geheinvesteerd in de maand waarin ze vervallen, of in de twee daaropvolgende maanden als de liquiditeitsituatie op de markt dat rechtvaardigt.

Bij de laatste TLTRO-II-transactie, die werd afgewikkeld in maart 2017, werd bruto € 233,5 miljard opgenomen, wat neerkomt op een nettoliquiditeitsstijging van € 204 miljard.<sup>45</sup> Bij alle TLTRO-II-transacties (TLTRO-II.1 tot TLTRO-II.4), namen de

<sup>45</sup> Het brutobedrag werd toegewezen aan 474 banken. De inschrijvingslimiet, die gelijk is aan de krediettoekenning min de opneming bij eerdere TLTRO's, beliep € 693 miljard. De gebruiksgraad, dat is de verhouding van de opname bij de TLTRO-II.4 transactie in maart 2017 tot de inschrijvingslimiet, bedroeg 34%. De nettoliquiditeitsimpact wordt berekend met inachtneming van de vrijwillige aflossingen op de TLTRO-I en de daling van de intekeningen op de basisherfinancieringstransacties als gevolg van verschuivingen naar TLTRO's. Zie ook het Kader "The targeted longer-term refinancing operations: an overview of the take-up and their impact on bank intermediation", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2017.

banken uit het eurogebied een totaal bedrag van € 740,2 miljard op, of 62% van een totale krediettoekenning van € 1.200 miljard.

De monetairbeleidsmaatregelen beïnvloeden de economie via drie transmissiekanalen: het signaalkanaal, het kanaal voor de herschikking van de portefeuilles, en het direct doorwerkingskanaal.<sup>46</sup> Om te beginnen, heeft het APP de forward guidance van de ECB geloofwaardiger gemaakt waar het aankomt op de verwachting van deze laatste de basisrentetarieven gedurende een lange periode op hun huidige niveaus te houden. De negatieve rente op de depositofaciliteit heeft het effect van het APP op de volledige rendementscurve kracht bijgezet door de verwachtingscomponent van de langere rentes te verlagen. Voorts heeft het APP de beleggers ertoe aangezet hun portefeuilles te herbalanceren in de richting van risicovollere marktsegmenten. De aanhoudende aankopen van activa hebben de posities in middellange- en lange-termijnobligaties vervangen door centralebankreserves, die worden aangehouden door de banksector, met een verkleining van het looptijd risico voor de beleggers tot gevolg (zie Paragraaf 2.3). De daarmee gepaard gaande daling van de termijnpremies creëert stimulansen om de beleggingen in de richting van andere activa te sturen, bijvoorbeeld leningen aan huishoudens en ondernemingen. Dat garandeert tevens de transmissie van de monetairbeleidsmaatregelen naar kredietnemers die geen rechtstreekse toegang hebben tot de kapitaalmarkten. Tot slot functioneren de TLTRO's via een rechtstreeks doorwerkingsmechanisme. De rentetarieven die banken daarop moeten betalen, hangen af van de kredietverstrekking aan bedrijven en huishoudens, waarbij erover gewaakt moet worden dat de gunstige financieringsvoorwaarden worden doorgegeven. Bovendien heeft de supplementaire nettoliquiditeit de marginale financieringskosten van de deelnemende banken helpen reduceren.

De door de ECB sinds juni 2014 ten uitvoer gelegde monetairbeleidsmaatregelen hebben allemaal samen een aanzienlijke positieve impact gehad op de economische resultaten van het eurogebied. De totale impact op de reële bbp-groei en op de inflatie van het eurogebied wordt telkens op cumulatief ongeveer 1,9 procentpunt geraamd tussen 2016 en 2020.<sup>47</sup>

## Dankzij de maatregelen van de ECB bleven de financieringsvoorwaarden zeer gunstig

De monetairbeleidsmaatregelen hebben de markttrentes op lage niveaus verankerd. In het eurogebied bleven de korte geldmarkttrentes alsook het rendement op

<sup>46</sup> Voor een meer gedetailleerd overzicht van de drie voornaamste transmissiekanalen, zie het Kader "Effect van de bijzondere maatregelen van de ECB op de financieringsvoorwaarden: een inventarisatie van recente onderzoeksgegevens", *Economisch Bulletin*, nr. 2, ECB, 2017.

<sup>47</sup> Zie Draghi, M., "Het herstel in het eurogebied – stand van zaken en vooruitzichten", toespraak tijdens het Europees Bankcongres, Frankfurt, 18 november 2016. Zie ook Gambetti, L. en Musso, A., "The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP)", *Working Paper Series*, nr. 2075, ECB, juni 2017, waaruit blijkt dat het APP een aanzienlijke impact heeft op zowel het reële bbp (0,18 procentpunt in het eerste kwartaal van 2015 en zeer klein wordend tegen het vierde kwartaal van 2016) als de HICP-inflatie (van een zeer geringe impact in het eerste kwartaal van 2015 naar 0,18 procentpunt tegen eind 2015 en 0,36 procentpunt tegen het vierde kwartaal van 2016), vergeleken met een fictieve situatie zonder die beleidsmaatregelen.

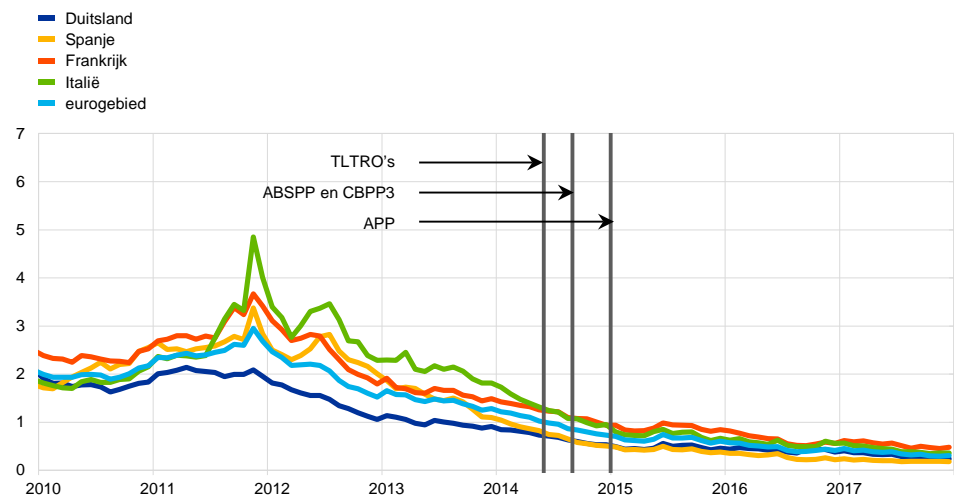
langerlopende overheidsobligaties in de loop van het jaar relatief stabiel (zie Paragraaf 1.3). Via de hierboven toegelichte transmissiekanalen werkten die voorwaarden door in de financieringsvoorwaarden voor de ruimere economie.

De financieringskosten van de banken bleven gedurende heel 2017 zeer gunstig, veel lager dan vóór de start van het kredietverruimingspakket van de ECB in juni 2014 (zie Grafiek 22). De rendementsecants op door banken uit het eurogebied uitgegeven obligaties bleven aanzienlijk verkleinen (zie Grafiek 23). De rendementsecants op door banken uit het eurogebied uitgegeven obligaties bleven aanzienlijk verkleinen (zie Grafiek 23), mede door de laatste TLTRO-II-transactie van maart, dankzij welke de banken hun marktfinanciering deels konden vervangen door financiering via TLTRO's. Al die ontwikkelingen samen bleven de totale financieringskosten van de banken reduceren en zorgden ervoor dat de financieringskosten tussen in diverse landen van het eurogebied gevestigde banken minder heterogeen werden.

## Grafiek 22

### Samengestelde kosten van schuldfinanciering voor de banken

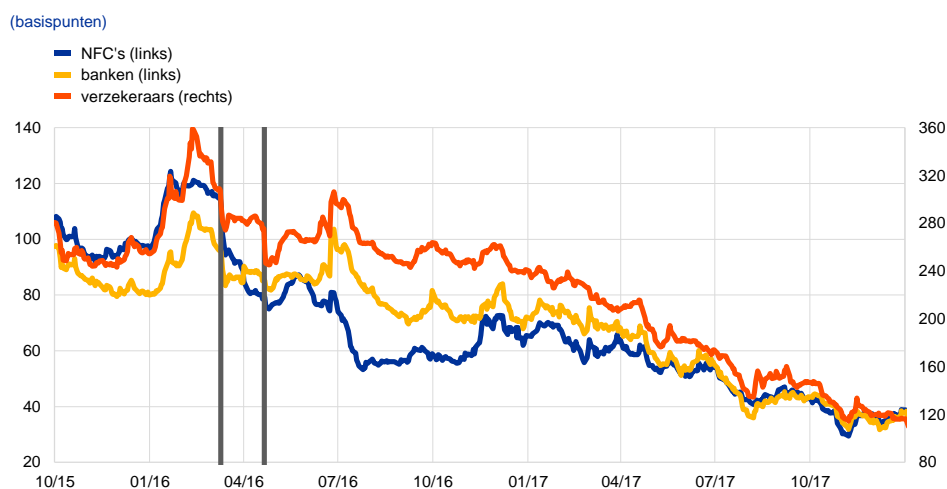
(samengestelde kosten van deposito's en ongedekte schuldfinanciering via de markt; procenten per jaar)



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

### Grafiek 23

#### Ecart op kredietwaardige bedrijfsobligaties



Bronnen: Markit en Bloomberg.

Toelichting: De ecarts op bedrijfsobligaties worden gemeten door "asset swap"-ecarts. De verticale lijnen geven de vergaderingen van de Raad van Bestuur weer op 10 maart 2016 en op 21 april 2016. De indexen bevatten tevens achtergestelde obligaties. De meest recente waarneming betreft 4 januari 2018.

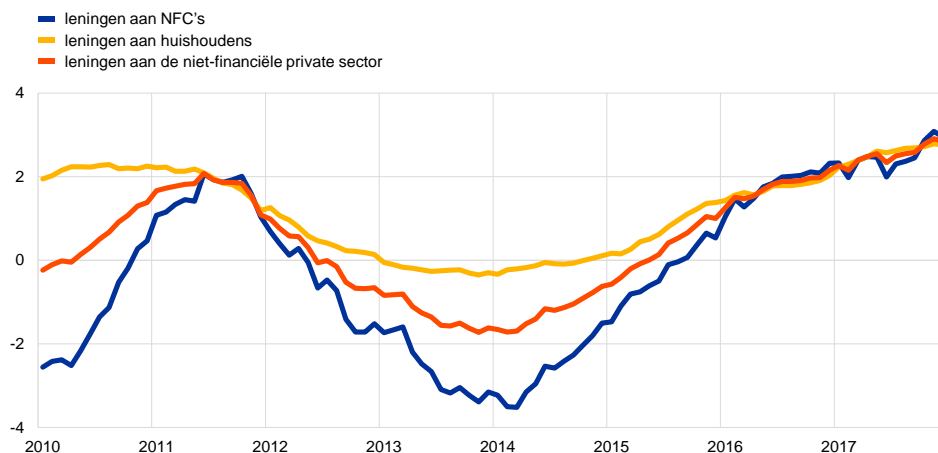
De teruglopende financieringskosten voor de banken oefenden ook neerwaartse druk uit op de herfinancieringskosten van de bedrijven via het direct doorwerkingskanaal en ook via de lagere risicovrije rentes. Sinds de aankondiging van de kredietverruimende maatregelen van de ECB zijn de samengestelde krediettarieven voor niet-financiële vennootschappen (NFC's) en huishoudens sterker gedaald dan de marktreferentietarieven. De bancaire tarieven voor kredietverlening aan NFC's en huishoudens daalden tussen juni 2014 en december 2017 met respectievelijk 123 en 108 basispunten. Ook de NFC's die rechtstreekse toegang hebben tot de kapitaalmarkten trokken profijt van het door het CSPP bewerkstelligde lagere rendement op bedrijfsobligaties. De rendementsecarts op kredietwaardige NFC-obligaties verkleinden in de loop van 2017 met 26 basispunten, in overeenstemming met het verloop voor banken en verzekeraars (zie Grafiek 23). Die effecten golden ook voor niet-kredietwaardige bedrijfsobligaties, die niet in aanmerking komen voor de aankopen in het kader van het CSPP aangezien de beleggers hun portefeuilles aanpasten.<sup>48</sup>

<sup>48</sup> Voor meer informatie over de CSPP-criteria, zie "Het programma voor de aankoop van door de bedrijvensector uitgegeven schuldbewijzen – Vragen & antwoorden".

## Grafiek 24

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

(mutaties in procenten per jaar; voor seizoen- en kalendereffecten gezuiverde leningen aan NFC's en huishoudens; leningen aan de niet-financiële private sector zijn niet gecorrigeerd)



Bron: ECB.

## Het herstel van de kredietgroei vordert

De aanhoudende verbeteringen van de kredietvoorwaarden in het eurogebied kwamen niet alleen tot uiting in dalende rentetarieven en kleiner wordende rentecarts, maar ook in stijgende kredietverleningsvolumes aan de private sector en in een voor de bedrijven stabiele toegang tot de obligatiemarkt. Banken die deelnemen aan de enquête naar de bancaire kredietverlening deelden mee de door het APP gegenereerde supplementaire liquiditeit voornamelijk aan te wenden om leningen te verstrekken, wat betekent dat het kredietaanbod in 2017 bleef verbeteren.<sup>49</sup> Bovendien nam de nettovraag naar leningen toe, terwijl de banken de criteria voor kredietverlening en de algemene voorwaarden voor nieuwe leningen versoepelden, in het bijzonder voor leningen aan huishoudens. De kredietverstrekking aan de private sector van het eurogebied bleef zich derhalve geleidelijk herstellen. Tegelijkertijd, en ondanks enige verbetering, bleven de consolidatie van de bankbalansen en de nog steeds omvangrijke dubieuze vorderingen in sommige landen de groei van de kredietverlening afremmen.

De jaar-op-jaar groei van de bancaire leningen aan de niet-financiële private sector (inclusief huishoudens en NFC's) kwam in december 2017 op 2,8% uit, tegen 2,2% in december 2016. De groei op jaarbasis van de leningen aan NFC's trok aan tot 2,9%, tegen 2,3% een jaar eerder, terwijl de groei op jaarbasis van de leningen aan huishoudens versnelde tot 2,8% in december 2017, vergeleken met 2,0% in december 2016. De uitgifte van obligaties door in het eurogebied gevestigde NFC's bleef stabiel: de nieuwe uitgiften in euro beliepen € 199 miljard, tegen € 193 miljard

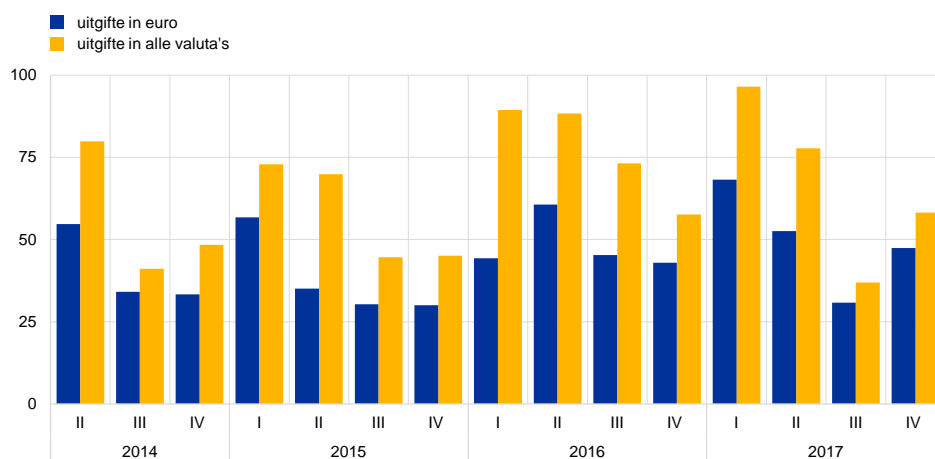
<sup>49</sup> Zie "De enquête naar de kredietverlening in het eurogebied – Derde kwartaal 2017", ECB, oktober 2017.

over heel 2016 (zie Grafiek 25). De toegang van de NFC's tot de kapitaalmarkt werd nog steeds ondersteund door de nettoaankopen van bedrijfsobligaties in het kader van het CSPP.

### Grafiek 25

#### Brutoschulduitgifte door niet-financiële ondernemingen uit het eurogebied

(EUR miljard)



Bronnen: Dealogic en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De gegevens bevatten zowel kredietwaardige als niet-kredietwaardige obligaties. "Uitgifte in euro" verwijst naar nieuwe, in euro luidende uitgiften door in het eurogebied gevestigde NFC's. "Uitgifte in alle valuta's" wijst op de totale nieuwe uitgifte door niet-financiële ondernemingen met zetel in het eurogebied.

De monetairbeleidsmaatregelen van de ECB verbeterden ook in aanzienlijke mate de kredietvoorwaarden voor het midden- en kleinbedrijf, dat doorgaans geen rechtstreekse toegang heeft tot de obligatiemarkten. Uit de meest recente resultaten van de Enquête betreffende de toegang van ondernemingen tot financiering (Survey on the Access to Finance of Enterprises - SAFE) blijkt dat de externe financieringsvoorwaarden verder zijn verbeterd, wat betekent dat de in vorige rondes van de enquête opgetekende trend wordt voortgezet.<sup>50</sup> De kmo's bevestigden dat de banken inschikkelijker waren in het beschikbaar stellen van financiering, zo ook een toenemende bereidheid om krediet te verstrekken tegen lagere rentetarieven. De kmo's in alle grote landen van het eurogebied rapporteerden positieve nettowijzigingen in de beschikbaarheid van bankleningen. Voor het eerst sinds de lancering van de SAFE-enquête oordeelden de kmo's dat de algemene economische vooruitzichten bevorderlijk waren voor de beschikbaarheid van externe financiering. Ook de financieringskosten van de kmo's daalden. Het ecart tussen de rentes op zeer kleine leningen en die op grote leningen verkleinde met 118 basispunten tussen eind mei 2014 en december 2017.

<sup>50</sup> Zie "Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – oktober 2016 tot september 2017", ECB, mei 2017.

## 2.3 Verloop van de balans van het Eurosysteem

### Omvang en samenstelling van de balans van het Eurosysteem

Sinds het uitbreken van de financiële crisis in 2007-2008 heeft het Eurosysteem een hele reeks zowel conventionele als niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen genomen, die mettertijd een rechtstreeks effect hebben gehad op de omvang en de samenstelling van de balans van het Eurosysteem. Die maatregelen omvatten transacties tegen onderpand met een oorspronkelijke looptijd tot vier jaar om financiering te verstrekken aan tegenpartijen, alsook aankopen van activa in verschillende marktsegmenten teneinde de monetairbeleidstransmissie te verbeteren en de financieringsvoorwaarden in het eurogebied te versoepelen. Omstreeks eind 2017 had de balans van het Eurosysteem een historisch hoge omvang van € 4,5 biljoen bereikt, dat was € 0,8 biljoen meer dan eind 2016.

Het uitgebreid programma voor de aankoop van activa en de toewijzing van de laatste gerichte langerlopende herfinancieringstransactie in maart 2017 hebben tot zowel een groei als een verandering in de samenstelling van de balans geleid. Eind 2017 waren de met het monetair beleid verband houdende rubrieken op de activazijde goed voor € 3,2 biljoen, of 70% van de totale activa op de balans van het Eurosysteem, tegen 61% eind 2016. Die rubrieken omvatten leningen aan kredietinstellingen van het eurogebied, die 17% van de totale activa uitmaakten (tegen 16% eind 2016), en voor monetairbeleidsdoeleinden aangekochte effecten, die goed waren voor ongeveer 53% van de totale activa (tegen 45% eind 2016), zoals blijkt uit Grafiek 26. Andere financiële activa bestonden voornamelijk uit: (i) door het Eurosysteem aangehouden vreemde valuta's en goud; (ii) in euro luidende niet-monetairbeleidsp portefeuilles; en (iii) noodliquiditeitssteun die enkele nationale centrale banken (NCB's) van het Eurosysteem verleenden aan solvabele financiële instellingen met tijdelijke liquiditeitsproblemen. Die overige financiële activa moeten voldoen aan (in diverse wetteksten<sup>51</sup> vastgelegde) interne rapportagevereisten van het Eurosysteem en beperkingen die vooral het gevolg zijn van het verbod op monetaire financiering en van het feit dat ze het monetair beleid niet mogen doorkruisen.

Aan de passiefzijde werd het grootste effect opgetekend in de door de tegenpartijen aangehouden reserves die, als gevolg van het aanhoudend accommoderend monetair beleid, in 2017 met € 0,6 biljoen toenamen tot € 1,9 biljoen en eind 2017 42% van de passiva uitmaakten, tegen 36% eind 2016. De bankbiljetten in omloop daalden in relatieve termen tot 26% (tegen 31% eind 2016), hoewel ze in absolute termen toenamen in overeenstemming met de historische groeitendens. De overige passiva, met inbegrip van kapitaal en herwaarderingsrekeningen, waren goed voor 32%, tegen 33% eind 2016, maar in absolute termen namen ze met € 0,2 biljoen toe (zie Grafiek 26).

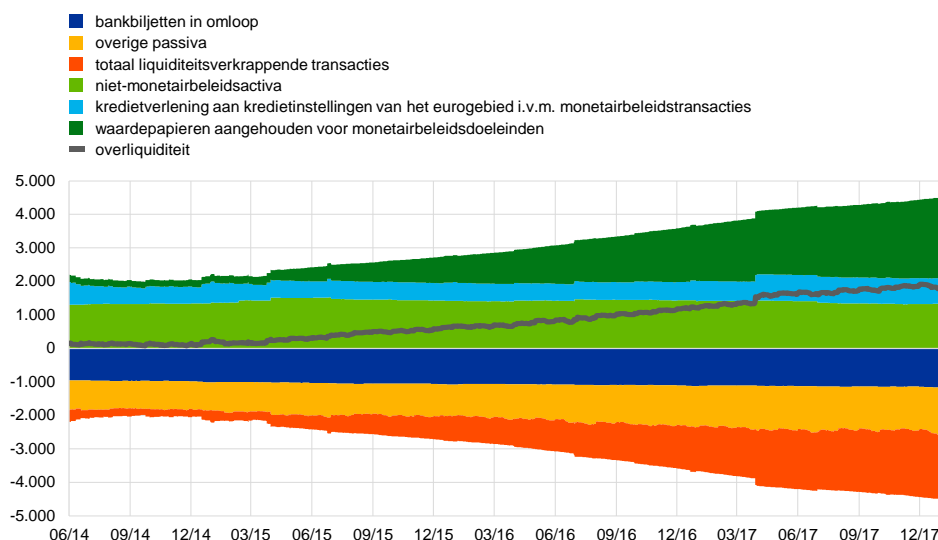
<sup>51</sup> Het verbod op monetaire financiering is vastgelegd in Artikel 123 van het [Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie](#). Voor beperkingen op niet-monetairbeleidsactiva, zie voornamelijk het ECB-richtsnoer betreffende nationale beheertransacties inzake activa en passiva door centrale banken ([ECB/2014/9](#)), de [Overeenkomst](#) van 19 november 2014 inzake netto financiële activa, alsook de [Overeenkomst](#) van 17 mei 2017 over noodliquiditeitssteun.



## Grafiek 26

### Verloop van de geconsolideerde balans van het Eurosysteem

(EUR miljard)



Bron: ECB.

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

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

Sinds de start van het APP heeft de ECB wekelijks het verloop gepubliceerd van de activa die worden aangehouden in het kader van de diverse programma's waaruit het APP bestaat. Daarnaast publiceert de ECB maandelijks de uitsplitsing tussen aankopen op de primaire en de secundaire markt voor het CBPP3, het ABSPP en het CSPP. Voor het PSPP heeft de ECB gegevens verstrekt over aangehouden effecten, uitgesplitst naar het land van de emittent<sup>52</sup>, met inbegrip van de gewogen gemiddelde looptijd.

Eind 2017 was het APP goed voor €2,3 biljoen.<sup>53</sup> Van dit bedrag maakten de aangehouden effecten van het ABSPP €25 miljard uit (1% van de totale APP-portefeuille) en de CBPP3-effecten waren goed voor €241 miljard (11% van de totale APP-portefeuille). Van de aankoopprogramma's van de private sector droeg het CSPP in 2017 het meest bij tot het APP, met nettoaankopen naar rato van €82 miljard. Dat bracht de totale CSPP-positie op €132 miljard, of 6% van de totale APP-effecten. In 2017 startte de ECB met de publicatie van een volledige lijst van alle in het kader van het CSPP aangehouden effecten, met inbegrip van de namen van de emittenten, de vervaldata en de obligatierentes, alsook van geaggregeerde

<sup>52</sup> De aangehouden effecten van supranationale emittenten worden op geaggregeerd niveau gepubliceerd.

<sup>53</sup> De in het kader van het APP aangehouden effecten worden voorgesteld tegen geamortiseerde kostprijs.

data over de CSPP-effecten naar landenrisico, rating en sector. De aankopen in het kader van het CSPP berusten op een benchmark die alle in aanmerking komende uitstaande emissies proportioneel weerspiegelt. Dit impliceert dat de marktkapitalisatie een weging verschaft voor elk van de verschillende rechtsgebieden van uitgifte in de benchmark.

Het PSPP maakte het grootste gedeelte van het APP uit, tot € 1,9 biljoen of 83% van alle in het kader van het APP aangehouden effecten, vergeleken met 82% eind 2016. Voor het PSPP wordt de toerekening van de aankopen aan de rechtsgebieden bepaald door de kapitaalsleutel van de ECB. Binnen hun eigen individuele toewijzingen kunnen de ECB en de NCB's van het eurogebied flexibel kiezen tussen aankopen van effecten van de centrale, regionale en lokale overheid, effecten die werden uitgegeven door in de respectieve rechtsgebieden gevestigde bepaalde agentschappen en, zo nodig, effecten uitgegeven door supranationale instellingen.

De gewogen gemiddelde looptijd van het PSPP bedroeg eind 2017 7,7 jaar, iets minder dan de 8,3 jaar aan het einde van 2016, met enige variatie tussen de rechtsgebieden. De afname van de gewogen gemiddelde looptijd weerspiegelt voornamelijk de besluiten van de Raad van Bestuur van december 2016 om (i) de minimale resterende looptijd voor effecten die in aanmerking komen voor het PSPP terug te brengen van twee jaar tot één jaar en, (ii) voor zover nodig, aankopen toe te staan van effecten met een lager effectief rendement dan de rente op de depositofaciliteit van de ECB.

De duration van de door het Eurosysteem aangekochte activa is in twee opzichten relevant: enerzijds maakt deze het mogelijk het renterisico van de markt weg te nemen en beleggers er aldus toe aan te zetten hun portefeuilles te herschikken; anderzijds streeft het Eurosysteem een voor de markt neutrale portefeuillesamenstelling na, door in alle rechtsgebieden effecten met alle in aanmerking komende looptijden aan te kopen, op een wijze die de samenstelling van de markt voor overheidsobligaties in het eurogebied weerspiegelt.

Het Eurosysteem herbelegt de aflossingsbetalingen van de hoofdsom van de krachtens het APP aangekochte effecten als ze op vervaldag komen. De herbeleggingen in het kader van de aankoopprogramma's van de private sector gingen in 2017 door en beliepen € 24,3 miljard, terwijl de herbeleggingen in het kader van het PSPP van start gingen in maart 2017 en voor het hele jaar op € 24,9 miljard uitkwamen. In het licht van het toenemende belang van de herbeleggingen, startte de ECB in november 2017 de publicatie van de verwachte maandelijkse aflossingsbedragen voor het APP voor een voortschrijdende periode van twaalf maanden.

De krachtens het APP aangekochte effecten worden beschikbaar gesteld voor uitlening teneinde de liquiditeit op de obligatie- en repurchase agreement (repo)markt te ondersteunen, zonder de normale activiteit op de repomarkt overmatig in te perken. De ECB publiceert op maandbasis het geaggregeerd maandelijks gemiddeld bedrag van uitgeleende effecten voor het Eurosysteem. Om de schaarste aan onderpand in de markt verder terug te dringen, begon het Eurosysteem vanaf december 2016 beperkte hoeveelheden contanten te

aanvaarden als onderpand voor kredietverleningstransacties, naast effecten, de tot dan enige aanvaarde vorm van onderpand. De ECB publiceert ook elke maand gegevens over het geaggregeerd gemiddeld maandelijks bedrag van als onderpand ontvangen contanten.

### Verloop van de herfinancieringstransacties van het Eurosysteem

Het uitstaande bedrag van de herfinancieringstransacties van het Eurosysteem is sinds eind 2016 met € 168,3 miljard toegenomen, tot € 764,0 miljard eind 2017. Dat kan grotendeels worden toegeschreven aan de toewijzing van € 233,5 miljard bij de laatste TLTRO-II-transactie in maart 2017, die zorgde voor een aanzienlijke nettotoename van de uitstaande liquiditeit, hoewel ze gedeeltelijk werd gecompenseerd door geringere volumes van de basisherfinancieringstransacties en TLTRO-I- terugbetalingen in 2017. De gewogen gemiddelde looptijd van via liquiditeitsverschaffende transacties met wederinkoop verstrekte liquiditeit liep terug van ongeveer drie jaar eind 2016 tot zowat 2,7 jaar eind 2017. Aangezien de toewijzing van de laatste TLTRO-II-transactie (met een oorspronkelijke looptijd van vier jaar) begin 2017 (maart) plaatsvond, nam de gewogen gemiddelde looptijd van de herfinancieringstransacties van het Eurosysteem de rest van het jaar af.

## 3 De Europese financiële sector: weerbaar maar geconfronteerd met uitdagingen

De ECB beoordeelt het verloop van de financiële stabiliteit in de financiële stelsels van het eurogebied en de EU om eventuele kwetsbaarheden en bronnen van systeemrisico's op te sporen. Ze biedt in het kader van de financiële stabiliteit ook analytische ondersteuning aan het Europees Comité voor Systeemrisico's (ESRB) en levert een bijdrage aan belangrijke regelgevende initiatieven. Eventuele systeemrisico's worden aangepakt via macroprudentiële beleidsmaatregelen.

De ECB voert die taken uit in samenwerking met de andere centrale banken van het Eurosysteem en het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB). Binnen de ECB werken de macro- en microprudentiële functies nauw samen wat de identificatie van de voornaamste risico's en kwetsbaarheden in de Europese financiële sector betreft, en ook inzake regelgevingskwesties.

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

De ECB licht haar analyse van de systeemrisico's toe in het halfjaarlijkse Financial Stability Review.<sup>54</sup> De meeste indicatoren voor systeemstress in het eurogebied bleven in 2017 gematigd (zie Grafiek 27), wat aangeeft dat de financiële stabiliteit zich tijdens het verslagjaar positief ontwikkelde. De verbeterde economische omstandigheden in het eurogebied ondersteunden de vermogensmarkten en zorgden mee voor een geringe volatiliteit in de diverse vermogenscategorieën in 2017 (zie ook Paragraaf 1). De stress in de banksector van het eurogebied bleef laag, aangezien beleggers verwachtten dat de winstgevendheid van de banken zou toenemen dankzij hogere kredietverleningsvolumes en kredietmarges, mochten de groeivoorzichten verder verbeteren en de rentes stijgen. De systeemstress op de markten voor overheidsobligaties, daarentegen, nam begin 2017 toe, deels als gevolg van de toegenomen politieke onzekerheid in sommige landen van het eurogebied. De verkiezingsuitslagen in grote landen van het eurogebied deden die onzekerheid vervolgens wegebben, wat resulteerde in een daling van de indicator voor systeemstress op de markten voor overheidsobligaties in de tweede helft van 2017. De indicatoren voor systeemstress in het eurogebied bleven voor het overige gematigd, ondanks bronnen van toegenomen geopolitieke onzekerheid op mondiaal niveau, zoals de oplopende spanningen op het Koreaanse schiereiland.

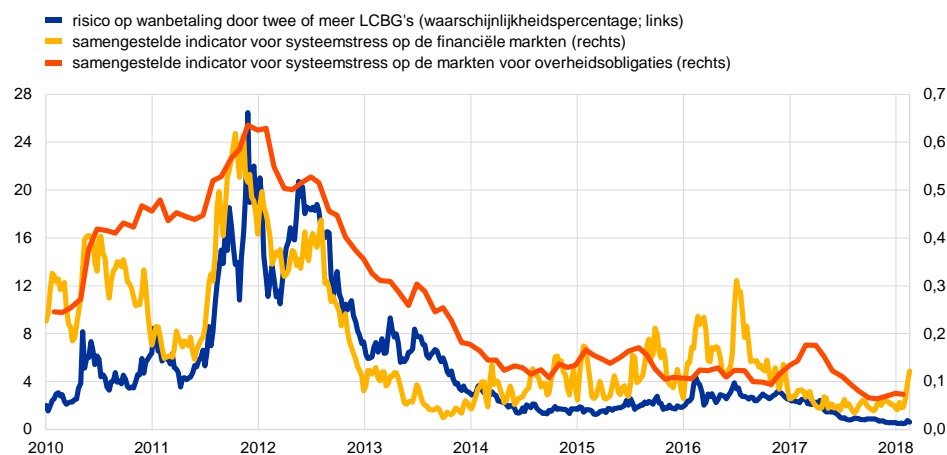
---

<sup>54</sup> Zie [Financial Stability Review](#), ECB, mei 2017 en [Financial Stability Review](#), ECB, november 2017. In het kader van haar microprudentiële functie identificeert en beoordeelt ECB-Banktoezicht – in samenwerking met de nationaal bevoegde autoriteiten – op regelmatige basis de risico's voor de banksector in het eurogebied om ervoor te zorgen dat de onder direct toezicht staande banken de belangrijkste risico's effectief aanpakken. De belangrijkste risico's zijn terug te vinden in de toezichtsprioriteiten van het SSM (Single Supervisory Mechanism), die jaarlijks worden gepubliceerd (zie [Toezichtsprioriteiten voor 2018](#)).

## Grafiek 27

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

(jan. 2010 – feb. 2018)



Bronnen: Bloomberg en berekeningen van de ECB.

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

In dat klimaat werden in 2017 vier zware risico's voor de financiële stabiliteit van het eurogebied vastgesteld.

Ten eerste bleef de kans op een plotselinge en aanzienlijke mondiale risicoherverandering het belangrijkste risico in 2017. Het jaar werd gekenmerkt door een al met al geringe volatiliteit op de financiële markten, verhoogde activawaarderingen en gedaalde risicopremies op sommige markten, wat wijst op een grotere risicobereidheid. Meer bepaald bleven de rendementsecants voor de meest risicovolle emittenten op de obligatiemarkten zeer smal, waaruit blijkt dat de marktdeelnemers het ontstaan van zwakke punten weinig waarschijnlijk achtten. Hoewel die ontwikkelingen deels toe te schrijven waren aan verbeterde macro-economische omstandigheden en, derhalve, door fundamentals werden geschaagd, waren er steeds meer tekenen die erop wezen dat de financiële markten er zich niet ten volle bewust van waren dat het marktsentiment snel kon omslaan.

Het tweede grote risico hield verband met de winstvooruitzichten van de banken in het eurogebied. De winstgevendheid van die banken verbeterde licht als gevolg van een stijging van de niet-rente-inkomens. Het rendement op het eigen vermogen van de banken beliep in de eerste drie kwartalen van 2017 3,2%, tegen 2,5% tijdens dezelfde periode van het jaar voordien. Ook hun solvabiliteitspositie ging er verder op vooruit, waarbij de ratio's voor Tier 1-kapitaal in het derde kwartaal van 2017 14,5% bereikten, tegen 13,9% in 2016.<sup>55</sup>

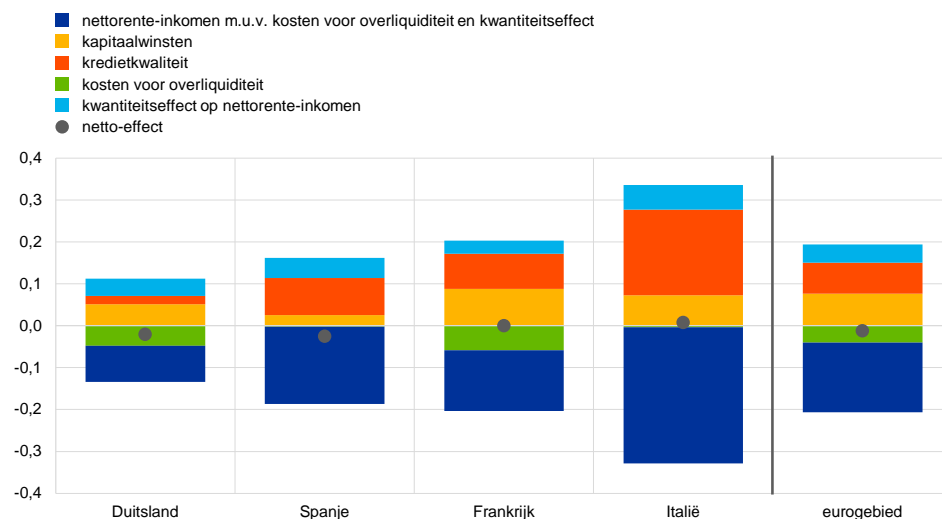
<sup>55</sup> Gegevens voor alle binnenlandse bankgroepen, zoals die blijken uit de [geconsolideerde bankgegevens van de ECB](#).

De monetairbeleidsmaatregelen van de ECB zouden de winstgevendheid van de banken via twee hoofdkanalen kunnen beïnvloeden. Ten eerste draagt de lage rentestand bij aan de vernauwing van de rentemarges van de banken, wat de nettorente-inkomens drukt. Ten tweede genereert de negatieve rente op de depositofaciliteit van de ECB directe kosten op overliquiditeit voor het bankwezen in het eurogebied als geheel. Dergelijke negatieve aspecten werden tot dusver echter meestal gecompenseerd door de positieve effecten die een solide en algemene economische expansie heeft op de winstgevendheid van de banken. Met name hun kosten voor voorzieningen dalen, omdat de kredietwaardigheid van de kredietnemers stijgt dankzij verbeterde economische vooruitzichten. Voorts wordt de winstgevendheid van de banken versterkt door de toenemende kredietverleningsvolumes tegen een achtergrond van het economisch herstel alsook door de kapitaalwinsten uit stijgende activaprijzen. In het kader van haar microprudentiële functie identificeert en beoordeelt het ECB-Banktoezicht – in samenwerking met de nationaal bevoegde autoriteiten – op regelmatige basis de risico's voor de banksector in het eurogebied om ervoor te zorgen dat de onder direct toezicht staande banken de belangrijkste risico's effectief aanpakken. Al met al bleef de netto-impact van de monetairbeleidsmaatregelen op de winstgevendheid van de banken van het eurogebied van 2014 tot 2017 beperkt (zie Grafiek 28), hoewel hij van land tot land enigszins verschilde.

### Grafiek 28

#### Componenten van de winstgevendheid van de banken

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



Bron: Altavilla, C., Andreeva, D., Boucinha, M. en Holton, S., "Monetary policy, credit institutions and the bank lending channel in the euro area", *Occasional Paper Series*, ECB, wordt verwacht.

Toelichting: De impact van monetair beleid op rendementen op overheidsobligaties en het effect op de debetrentes en kredietvolumes stemmen overeen met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties. De kapitaalwinsten zijn gebaseerd op door de Europese Bankautoriteit gepubliceerde gegevens. De cijfers voor het eurogebied zijn berekend als het gewogen gemiddelde voor de landen die deel uitmaken van de steekproef waarbij gebruik wordt gemaakt van geconsolideerde bankgegevens voor het gewicht van het bankstelsel van ieder land in het eurogebied als geheel.

Ondanks die positieve ontwikkelingen bleven de vooruitzichten voor de banksector bescheiden. Dat kwam ook tot uiting in de betrekkelijk lage aandelenkoersen van de banken van het eurogebied – waarbij de marktwaarde van die banken ver onder de boekwaarde bleef. De twijfel van de markten betrof vooral twee factoren. Ten eerste

bleven een aantal structurele uitdagingen een weerslag hebben op de kostenefficiëntie van heel wat banken in het eurogebied en op hun mogelijkheden tot inkomensdiversificatie. Ten tweede werd in de loop van het jaar wel aanzienlijke vooruitgang geboekt in het terugdringen van het hoge aantal niet-renderende leningen (NPL's) (zie Grafiek 29), maar niet in alle banken en landen in gelijke mate, waarbij sommige achterbleven. De hoge niveaus van NPL's bleven de winstgevendheid van de banken drukken – zowel rechtstreeks, via de hoge voorzieningen, als indirect, via de geringere kredietverlening, omdat NPL's balanscapaciteit opslorpen.

De ECB nam deel aan het debat over de aanpak van de resterende uitdagingen in de banksector. Zo zou een NPL-transactieplatform de bankbalansen sneller kunnen helpen opschonen.<sup>56</sup> In diezelfde geest zouden co-investeringen door de private sector en de overheid (in overeenstemming met de regels voor staatssteun) de informatieasymmetrie tussen potentiële kopers en verkopers van NPL's kunnen reduceren.<sup>57</sup> Ten aanzien van structurele uitdagingen kunnen de verdere consolidatie en digitalisering van de banksector de kostenefficiëntie helpen verbeteren. Maatregelen nemen om het aantal NPL's terug te dringen, kan ook de groei van grensoverschrijdende bancaire bedrijvigheid doen toenemen, wat op zijn beurt kan leiden tot een grotere geografische inkomensdiversificatie.<sup>58</sup> Vooral grensoverschrijdende fusies en overnames zouden de integratie van de retail banking kunnen bevorderen. In dat verband zou het nuttig zijn dat de bankenunie wordt voltooid en dat er andere beleidsmaatregelen voor de financiële sector worden genomen, bijvoorbeeld het harmoniseren van de belastingen en van de insolventieregels.<sup>59</sup>

---

<sup>56</sup> Zie Special Feature A in [Financial Stability Review](#), ECB, november 2017.

<sup>57</sup> Zie Special Feature C in [Financial Stability Review](#), ECB, mei 2017.

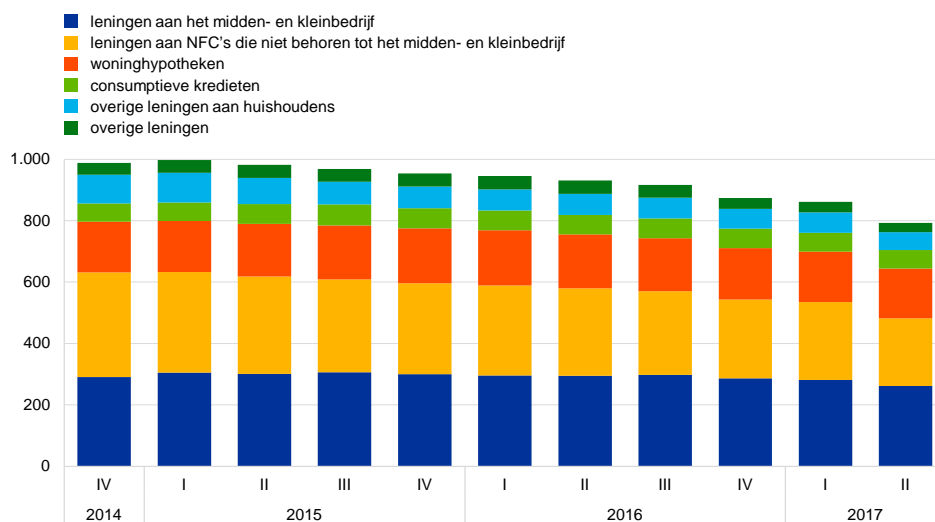
<sup>58</sup> Zie Special Feature B in [Financial Stability Review](#), ECB, november 2017.

<sup>59</sup> Zie de Special Feature in [Financial integration in Europe](#), ECB, mei 2017.

## Grafiek 29

### Niet-renderende leningen per sector en per type lening

(2014-IV – 2017-II; kwartaalgegevens; EUR miljard)



Bron: ECB-toezichtsgegevens

Toelichting: Gebaseerd op belangrijke instellingen. mkb staat voor midden- en kleinbedrijf; NFC staat voor niet-financiële onderneming.

De twee resterende geïdentificeerde risico's voor de financiële stabiliteit kwamen voort uit factoren buiten de banksector. Ten eerste nam de bezorgdheid over de houdbaarheid van de schuld van de overheidssector en de private sector in de eerste helft van het jaar toe; nadien stabiliseerde ze zich, meer bepaald naarmate de economische vooruitzichten verbeterden en de onzekerheid over het economische beleid afnam na de nationale verkiezingen in grote landen van het eurogebied. De schuldenlast van de private sector in het eurogebied bleef naar historische en internationale maatstaven hoog, wat met name de ondernemingen kwetsbaar maakte voor een scherpe stijging van de rente. Ten tweede bleven, in de niet-bancaire financiële sector, de beleggingsfondsen groeien, aangezien de instroom werd ondersteund door verbeterde economische groeivoorzichten en een geringe volatiliteit op de financiële markten. De beleggingsfondsen stelden zich tevens in toenemende mate bloot aan effecten met een lagere rating en langere looptijden, terwijl de liquiditeitsbuffers in obligatiefondsen verder verkleinden. De instroom in en de uitstroom uit beleggingsfondsen zijn bijzonder gevoelig voor veranderingen in het marktsentiment. Anders dan voor ICBE-fondsen voorziet de Europese regelgeving momenteel niet in strikte wettelijke limieten voor hefboomfinanciering voor alternatieve beleggingsfondsen. Om te voorkomen dat sectorbrede risico's zouden ontstaan, bleef de ontwikkeling van een kader voor de geharmoniseerde implementatie van macroprudentiële hefboomfinancieringslimieten voor alternatieve beleggingsfondsen een belangrijk initiatief in het proces waarbij het macroprudentieel beleid wordt uitgebreid tot buiten het bankwezen.<sup>60</sup>

Een structuuranalyse van de ruimere financiële sector van het eurogebied, met inbegrip van verzekeringsondernemingen, pensioenfondsen en schaduwbankinstellingen, bevestigde dat de niet-bancaire financiële sector bleef

<sup>60</sup> Zie Special Feature A in [Financial Stability Review](#), ECB, november 2016.



groeien. Dat vond plaats tegen een achtergrond van een voortdurende rationalisatie van de activa van de banksector, die duidelijk een beperkte impact bleef hebben op de algehele efficiëntie van het financiële systeem, aangezien de kosten van de banken in verhouding tot hun baten over het algemeen nog steeds hoog zijn.<sup>61</sup>

## Kader 6

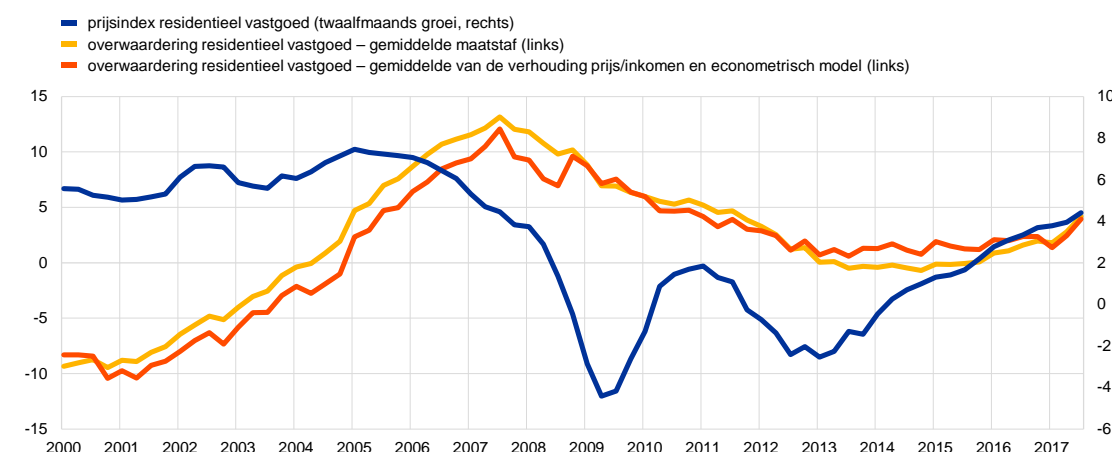
### Ontwikkelingen van de residentiële en commerciële vastgoedmarkten in het eurogebied

De conjuncturele groei van de residentiële vastgoedmarkten in het eurogebied hield in 2017 aan; in totaal namen de prijzen en de hypothecaire leningen daarbij matig toe. Al met al blijven de kwetsbaarheden op de markten voor residentieel vastgoed in het eurogebied als geheel kennelijk beperkt, hoewel ze geleidelijk toenemen. Meer in het bijzonder bleef de nominale prijsstijging op de markten voor residentieel vastgoed, ondanks een versnelling tot meer dan 4% op jaarbasis tijdens het derde kwartaal van 2017, onder het historische gemiddelde en ruim onder de waarden van vóór de crisis (zie Grafiek A). De prijsstijging voor residentieel vastgoed werd door de krachtige vraag aangewakkerd en in toenemende mate ondersteund door het herstel van het persoonlijk inkomen. De prijzen bleken in overeenstemming te zijn met, of licht hoger uit te komen dan het totaal van de fundamentele waarden in het eurogebied (zie Grafiek A).<sup>62</sup> Hoewel de groei op jaarbasis van de woninghypotheken bleef toenemen, tot meer dan 3% tegen eind 2017, nam de schuldenlast van huishoudens verder af, tot 58% bbp in het derde kwartaal van 2017 (zie Grafiek B).

## Grafiek A

### Stijging op jaarbasis van de prijzen van residentieel vastgoed en overwaarderingsmaten in het eurogebied

(procenten)



Bron: ECB en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De eerste overwaarderingsmaatstaf (gele lijn) is het gemiddelde van vier verschillende waarderingsindicatoren (de verhouding prijs/inkomen, de verhouding prijs/huur, de output van een activaprijsmodel en de output van een econometrisch BVAR-model). De tweede overwaarderingsmaatstaf (rode lijn) is het gemiddelde van twee waarderingsindicatoren (de verhouding prijs/inkomen en de output van het econometrisch model).

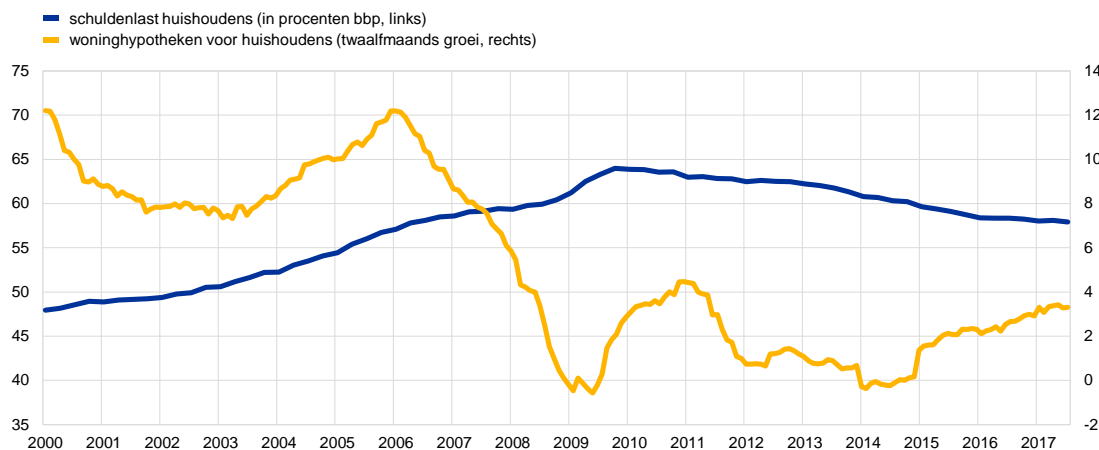
<sup>61</sup> Zie het [Report on financial structures](#), ECB, oktober 2017.

<sup>62</sup> Ramingen van waarderingsmaten zijn omgeven met een hoge mate van onzekerheid en de interpretatie ervan voor elk land kan worden bemoeilijkt door specifieke nationale kenmerken (bv. de fiscale behandeling van vastgoed of van structurele factoren, zoals de eigendomssituatie).

## Grafiek B

### Woninghypotheken voor huishoudens en schuldenlast van huishoudens in het eurogebied

(procenten)



Bron: ECB en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De laatste waarneming betreft september 2017 voor de gegevens over woningkredieten en het tweede kwartaal van 2017 voor de schuldenlast van huishoudens.

Hoewel er weinig aanwijzingen zijn dat er op de markt voor residentieel vastgoed van het eurogebied als geheel kwetsbaarheden ontstaan, was de situatie in de landen heterogeen, en de ECB zag in 2017, in het kader van haar macroprudentiële functie, actief toe op de afzonderlijke landen van het eurogebied. Ze hield vooral toezicht op de landen die eind 2016 waarschuwingen hadden ontvangen van het ESRB.<sup>63</sup>

Een aantal macroprudentiële maatregelen die gericht waren op kwetsbaarheden in de residentiële vastgoedsector werden in 2017 door de nationale autoriteiten goedgekeurd of werden dat jaar in verscheidene landen van kracht:

- In Finland werd, met ingang van januari 2018, een nieuwe minimale gemiddelde risicoweging van 15% voor woninghypotheken ingevoerd voor kredietinstellingen die de op interne ratings gebaseerde benadering hanteren. De maatstaf zal twee jaar gelden, betrekking hebben op leningen voor de aankoop van huizen in Finland en op geconsolideerde basis worden toegepast.
- In Litouwen werd de regelgeving waarin de belangrijkste kredietverleningscriteria zijn vastgelegd (inclusief de eis om de hypotheekschuld in verhouding tot de waarde van de eigen woning (loan-to-value ratio - LTV) en de schuldaflossingen in verhouding tot het inkomen (debt service-to-income ratio - DSTI) te berekenen), uitgebreid tot natuurlijke personen die voor beroepsdoeleinden bouw- of leasingactiviteiten verrichten.
- In België werd aan banken die de op interne ratings gebaseerde benadering hanteren, aanbevolen een opslagfactor van 5 procentpunt te handhaven op de risicowegingen van Belgische woninghypotheken. Die aanbeveling volgde op het verstrijken van een soortgelijke macroprudentiële maatregel.

<sup>63</sup> In november 2016 vaardigde het ESRB landspecifieke [waarschuwingen uit over kwetsbaarheden op middellange termijn in de residentiële vastgoedsector](#) van de volgende landen uit het eurogebied: België, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk en Finland.

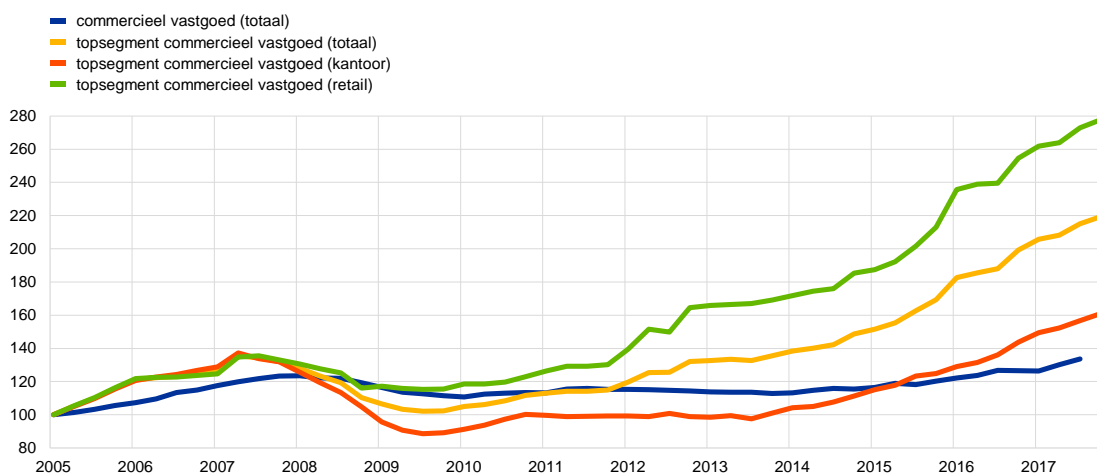
- In Slowakije werden de maatregelen voor kredietnemers vanaf begin 2017 aangescherpt (met limieten op LTV, DSTI en looptijden) in het licht van een “verantwoordelijk leningspakket”.
- In Ierland werden de maatregelen voor kredietnemers herzien en herijkt. Zo werd vanaf januari 2017 5% van de nieuwe leningen aan starters op de woningmarkt toegestaan boven de LTV-limiet van 90% en werd 20% van de nieuwe kredieten aan terugkerende kopers verstrekt boven de LTV-limiet van 80%.

Op de markt voor commercieel vastgoed in het eurogebied zijn de prijzen en de transactievolumes de afgelopen jaren sterk toegenomen. In 2016 stegen de prijzen voor commercieel vastgoed in het eurogebied op jaarbasis met 5,1%, tegen 3,8% en 1,9% in respectievelijk 2015 en 2014. Die prijsstijgingen deden zich vooral voor in het topsegment van de commerciële vastgoedsector (waar de prijzen in 2016 toenamen met 18% op jaarbasis, tegen 14% in het voorgaande jaar), en in het bijzonder in het topgedeelte van het retailsegment (zie Grafiek C), waar de prijzen ook in 2017 verder opliepen.

### Grafiek C

#### Prijsindices voor commercieel vastgoed in het eurogebied

(2005-I – 2017-IV; index: 2005-I = 100)



Bronnen: Jones Lang LaSalle en experimentele ramingen van de ECB op basis van de MSCI-index en nationale gegevens.

Toelichting: Retailbedrijven omvatten restaurants, winkelcentra en hotels. Het totaal van het eurogebied is gebaseerd op gegevens uit België, Duitsland, Finland, Frankrijk, Griekenland, Ierland, Italië, Nederland, Luxemburg, Oostenrijk, Portugal en Spanje.

In vele van de landen waar de prijzen voor commercieel vastgoed in 2017 het sterkst toenamen, werden de investeringen in dat vastgoed hoofdzakelijk gefinancierd door middel van rechtstreekse beleggingen door institutionele beleggers en fondsen, en in mindere mate via bankkrediet. Vastgoedbeleggingsfondsen en -trusts hebben aan belang gewonnen als instrumenten via welke Amerikaanse vermogensbeheerders en andere buitenlandse beleggers die op zoek zijn naar rendement in een lagerenteomgeving, hun beleggingen naar de sector doorsluizen. In principe zou het toenemende beroep op buitenlandse aandelenfinancieringsbronnen de kans moeten verkleinen op een negatieve doorwerking, in het bankwezen, van iedere bruuske daling van de waarderingen voor commercieel vastgoed. Een stijging van de buitenlandse directe investeringen zou echter ook kunnen leiden tot een volatielere cyclische op- en neergang. Hoewel het bankkrediet aan de commerciële vastgoedsector niet toeneemt, houdt het bankwezen in bepaalde landen nog omvangrijke kredietposities aan, wat de banken kwetsbaar maakt voor potentiële negatieve prijscorrecties voor commercieel vastgoed. De commerciële vastgoedsector is, vanwege zijn aard

en omvang, duidelijk niet even systeemrelevant als de residentiële vastgoedsector. De ECB zal de ontwikkelingen op de markt voor commercieel vastgoed in het eurogebied blijven volgen, en zal daarbij bijzondere aandacht besteden aan de zeer verschillende nationale omstandigheden waarin die ontwikkelingen zich voltrekken.

---

## 3.2 De macroprudentiële functie van de ECB

De verantwoordelijkheid voor de beslissingen inzake macroprudentiële maatregelen in het eurogebied wordt gedeeld door de nationale autoriteiten (de nationale bevoegde autoriteit of de nationale aangewezen autoriteit) en de ECB. De nationale autoriteiten binnen het eurogebied behouden de bevoegdheid om macroprudentiële maatregelen te nemen en toe te passen. De ECB gaat geregeld na of dergelijke maatregelen, die de nationale autoriteiten naar behoren aan de ECB dienen te melden, passend zijn. Ze kan bezwaar maken tegen de door de nationale autoriteiten genomen maatregelen en kan deze aanscherpen (dat wil zeggen ze versterken of hogere eisen stellen) indien het om macroprudentiële instrumenten gaat die krachtens de EU-wetgeving aan haar zijn toegewezen. De asymmetrische aard van de bevoegdheden weerspiegelt de rol die de ECB moet spelen om eventuele passiviteit (inaction bias) op nationaal niveau te ondervangen.

In 2017 hebben de ECB en de nationale autoriteiten opnieuw brede en open discussies gevoerd, zowel op technisch als op beleidsniveau, over het gebruik van macroprudentiële instrumenten en over de ontwikkeling van methoden om verschillende typen van systeemrisico te beoordelen. Die inspanningen zorgden voor een betere beoordeling van de doeltreffendheid van het macroprudentieel beleid in het eurogebied als geheel en in de afzonderlijke landen die onder het Europees banktoezicht vallen.

### Macroprudentieel beleid in 2017

In 2017 bleef de ECB ernaar streven haar coördinerende rol in het macroprudentieel beleid en haar openbare communicatie over macroprudentiële aangelegenheden te versterken, dit teneinde de transparantie te verbeteren en de belangrijke rol van het macroprudentieel beleid te onderstrepen.

De ECB vervulde ook haar wettelijk mandaat om de macroprudentiële beslissingen te beoordelen van de nationale autoriteiten in de landen die onder het Europees banktoezicht vallen. Ze ontving in 2017 kennisgevingen van meer dan honderd dergelijke beslissingen, waarvan de meeste betrekking hadden op de vaststelling van anticyclische kapitaalbuffers, de aanwijzing van systeemrelevante kredietinstellingen en de aan deze laatste opgelegde kapitaalbuffers. De ECB ontving ook kennisgevingen over de invoering van de buffer voor systeemrisico's en over de toepassing van artikel 458 van de Verordening Kapitaalvereisten in sommige landen.

Voor elk kwartaal beoordelen alle 19 eurolanden de cyclische systeemrisico's en bepalen ze het niveau van de anticyclische kapitaalbuffer. In de meeste eurolanden bleven de cyclische systeemrisico's beperkt, en de Raad van Bestuur van de ECB keurde alle beslissingen goed die de nationale autoriteiten gedurende het jaar namen over de anticyclische kapitaalbuffers. Behalve Slowakije en Litouwen besloten alle lidstaten de anticyclische kapitaalbuffer vast te leggen op 0%. Slowakije voerde in juli 2016 een anticyclische kapitaalbuffer van 0,5% in, die vanaf 1 augustus 2017 van kracht is, en verhoogde die buffer in juli 2017 tot 1,25%, met ingang van 1 augustus 2018, wegens de aanhoudende toename van cyclische systeemrisico's. Het anticyclische bufferpercentage van 0,5% in Litouwen zal van toepassing zijn vanaf 31 december 2018.

In 2017 hebben de ECB, de nationale autoriteiten en de Financial Stability Board, in overleg met het Bazels Comité voor Banktoezicht, de jaarlijkse beoordeling van mondiaal systeemrelevante banken (global systemically important banks - G-SIB's) in de eurolanden geactualiseerd. Op grond van die beoordeling werden zeven banken in Duitsland, Frankrijk, Italië, Nederland en Spanje ingedeeld naar de internationaal overeengekomen G-SIB-categorieën 1, 2 en 3, waarvoor de kapitaalbufferpercentages respectievelijk 1,0%, 1,5% en 2,0% bedragen.<sup>64</sup> Die bufferpercentages worden gefaseerd ingevoerd en zijn ten volle van toepassing vanaf 1 januari 2019.

De ECB beoordeelde ook de beslissingen van de nationale autoriteiten over de kapitaalbuffers voor 109 andere systeemrelevante instellingen (other systemically important institutions - O-SII's).<sup>65</sup> De Raad van Bestuur keurde de door de nationale autoriteiten genomen beslissingen goed.

Om de werkzaamheden van de ECB in het macroprudentieel beleidsdomein transparanter te maken, publiceerde de ECB opnieuw haar halfjaarlijks Macroprudential Bulletin. De derde editie van deze publicatie verschaftte inzicht in de macroprudentiële instrumenten van de ECB en in haar visie op macroprudentiële aangelegenheden door zich toe te spitsen op: (i) de methodologie van de ECB voor de vaststelling van minimumwaarden voor de kapitaalbuffers voor als O-SII's aangewezen instellingen; (ii) kwaliteitsborging voor stresstests uit een top-down oogpunt; en (iii) de blootstelling van een toekomstig Europees depositoverzekeringstelsel aan bankfaillissementen en de voordelen van op risico gebaseerde bijdragen. De vierde uitgave handelde over: (i) de effecten op korte termijn van de minimumvereiste inzake eigen vermogen en in aanmerking komende passiva (MREL) op de financiële markten en op de banken uit het oogpunt van de financiële stabiliteit; (ii) een model dat werd uitgewerkt om de invloed te beoordelen van veranderingen in de kapitalisatie van banken naarmate een bail-in- of een bail-outstelsel wordt toegepast; en (iii) de macroprudentiële beleidsaspecten van de recentelijk gepubliceerde adviezen van de ECB over de door de Europese Commissie voorgestelde wijzigingen in de EU-regelgeving voor de banken.

<sup>64</sup> De [lijst van G-SIB's voor 2017](#) is beschikbaar op de website van de Financial Stability Board.

<sup>65</sup> Zie "ECB floor methodology for setting the capital buffer for an identified Other Systemically Important Institution (O-SII)", [Macroprudential Bulletin](#), Issue 3, ECB, juni 2017.

Om haar openbare communicatie verder te verbeteren, publiceert de ECB vanaf 2017 op haar website een [overzicht](#) van de momenteel geldende macroprudentiële maatregelen in de landen die onder het banktoezicht van de ECB vallen. De [ESRB-website](#) verschaft dezelfde informatie, ook voor EU-lidstaten buiten het eurogebied.

## Samenwerking met het Europees Comité voor Systeemrisico's

De ECB bleef analytische, statistische, logistieke en administratieve ondersteuning bieden aan het secretariaat van het Europees Comité voor Systeemrisico's (European Systemic Risk Board - ESRB), dat verantwoordelijk is voor de dagelijkse werkzaamheden van het ESRB. De ECB hielp het ESRB bij het aanhoudend opsporen en monitoren van potentiële systeemrisico's. De ECB was onder andere medevoorzitter van de stuurgroep van het Technisch Adviescomité van het ESRB die het in juli 2017 verschenen verslag "[Resolving non-performing loans in Europe](#)" opstelde. In het verslag worden macroprudentiële thema's en aangelegenheden in verband met financiële stabiliteit omschreven die voortvloeien uit de grote omvang van de uitstaande niet-renderende leningen (non-performing loans - NPL's) en de obstakels voor de afwikkeling van NPL's. Het verslag geeft de beleidsmakers ook praktische richtlijnen met betrekking tot de stappen die nodig zijn om een algehele reactie op het NPL-probleem uit te werken.

De ECB verleende ook haar medewerking aan het ESRB-verslag over de "[Financial stability implications of IFRS 9](#)", dat eveneens in juli 2017 werd gepubliceerd. Het verslag werd opgesteld op verzoek van de Commissie economische en monetaire zaken van het Europees Parlement en analyseert de potentiële gevolgen voor de financiële stabiliteit van de invoering van een nieuwe verslaggevingsstandaard, IFRS 9 (International Financial Reporting Standard). Het verslag komt tot de conclusie dat IFRS 9 al met al een zeer gunstige invloed zou hebben op de financiële stabiliteit, aangezien die nieuwe standaard vroeger kredietverliezen aan het licht brengt. Niettemin wijst het verslag op verscheidene praktische problemen die beletten dat de verwachte voordelen worden benut, alsook op enkele eventuele procyclische effecten.

De ECB ondersteunde het ESRB ook bij de analyse van gegevens waarover dat Comité kan beschikken krachtens de Verordening Europese Marktinfrastructuur. In 2017 werden op basis van die gegevens vier onderzoeksverslagen gepubliceerd.<sup>66</sup>

Voor meer informatie over het ESRB wordt verwezen naar de [website](#) van dat Comité en naar zijn [Jaarverslag 2016](#).

---

<sup>66</sup> "[Compressing over-the-counter markets](#)", "[Networks of counterparties in the centrally cleared EU-wide interest rate derivatives market](#)", "[Syndicated loans and CDS positioning](#)" en "[Discriminatory pricing of over-the-counter derivatives](#)".

### 3.3 Bijdragen van de ECB aan regelgevende initiatieven

Overeenkomstig de verantwoordelijkheden van haar mandaat leverde de ECB in 2017 aanzienlijke analytische en beleidsmatige bijdragen aan een aantal regelgevende initiatieven op internationaal en Europees vlak. De belangrijkste in de regelgeving behandelde thema's waren in 2017 voor de ECB onder meer: (i) de voltooiing van het Bazels kapitaal- en liquiditeitskader (Bazel III); (ii) de herziening van de micro- en macroprudentiële regelgeving voor banken in de EU; (iii) de herziening van het crisisbeheersings- en afwikkelingskader; (iv) de werkzaamheden inzake de voltooiing van de bankenunie; en (v) de creatie van een regelgevend kader voor niet-bancaire activiteiten. Daarnaast nam de ECB deel aan de besprekingen over het toekomstig EU-regelgevingskader betreffende het herstel en de afwikkeling van, en het toezicht op centrale tegenpartijen (zie de Paragrafen 4.2 en 9.2), alsook aan de herziening van het Europees Systeem voor Financieel Toezicht (European System of Financial Supervision - ESFS).

#### De voltooiing van het Bazels kapitaal- en liquiditeitskader

Op 7 december 2017 bereikte de Groep van Presidenten en Hoofden van Toezicht van het Bazels Comité voor Banktoezicht (Basel Committee on Banking Supervision - BCBS) overeenstemming over een pakket hervormingen om Bazel III te voltooien. De ECB was actief betrokken bij de beleidsbesprekingen over de voltooiing van Bazel III en ze nam ten volle deel aan de impactanalyses. In de toekomst zal het van essentieel belang zijn het afgeronde Bazel III-pakket in alle rechtsgebieden toe te passen en de voortgang nauwlettend te volgen. In dat verband acht de ECB het belangrijk om de nauwe internationale samenwerking te handhaven die kenmerkend was voor de werkzaamheden na de crisis, aangezien mondiaal aanvaarde normen cruciaal zijn om de financiële stabiliteit te waarborgen.

#### Herziening van de micro- en macroprudentiële regelgeving voor banken in de EU

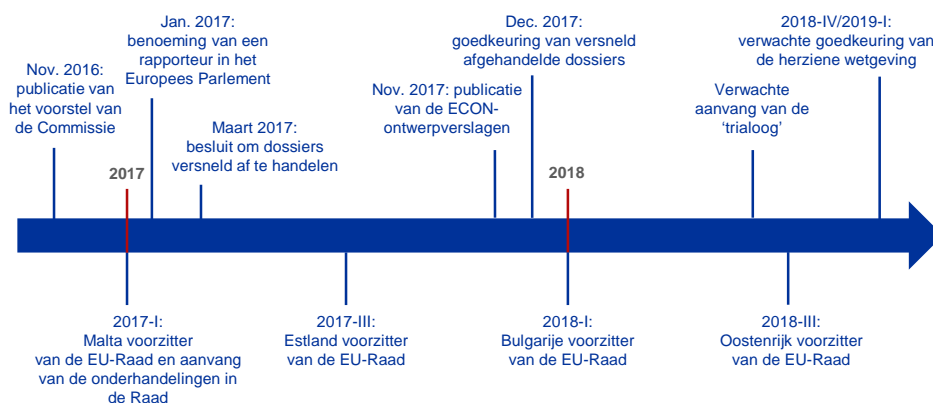
Op 23 november 2016 maakte de Europese Commissie een omvangrijk pakket hervormingen van de bancaire regelgeving bekend, met als doel de weerbaarheid van de banksector verder te versterken en de financiële integratie in de EU te bevorderen.<sup>67</sup> Via dat voorstel worden de belangrijkste elementen van de mondiale agenda voor de hervorming van de regelgeving in de Europese wetgeving opgenomen. Die mondiale normen omvatten door het BCBS uitgewerkte vereisten

<sup>67</sup> [Voorstel voor een richtlijn](#) van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van de Richtlijn 2013/36/EU met betrekking tot vrijgestelde entiteiten, financiële holdings, gemengde financiële holdings, beloning, toezichtmaatregelen en -bevoegdheden en kapitaalconserveringsmaatregelen; en [voorstel voor een verordening](#) van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van de Verordening (EU) nr. 575/2013 met betrekking tot de hefboomratio, de netto stabiele financieringsratio, de behoefte aan eigen vermogen en in aanmerking komende passiva, tegenpartijkredietrisico, marktrisico, blootstellingen aan centrale tegenpartijen en blootstellingen aan instellingen voor collectieve belegging, grote blootstellingen, rapportage- en openbaarmakingsvereisten en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012.

inzake kapitaaltoereikendheid en liquiditeit voor banken, zoals de netto stabiele financieringsratio, de hefboomratio en de fundamentele herziening van de handelsportefeuille. Bovendien omvat het voorstel nieuwe wijzigingen in het toezichtkader voor een aantal aangelegenheden, zoals de bevoegdheden waarover de toezichthouders beschikken (het Pijler 2-kader), alsook bepalingen over kapitaalvrijstellingen, intermediaire moederondernemingen (intermediate parent undertakings - IPU's), nationale keuzemogelijkheden en manoeuvreerruimte, evenredigheid en de behandeling van groepen uit derde landen.

### Figuur 1

Tijdschema voor belangrijke gebeurtenissen



Bron: ECB.

Toelichting: ECON verwijst naar de Commissie economische en monetaire zaken van het Europees Parlement.

In november 2017 publiceerde de ECB haar [Advies](#) over de voorstellen. In het Advies wordt onderstreept dat het belangrijk is de BCBS-normen in het wetgevend kader van de EU op te nemen om wereldwijd een gelijk speelveld te waarborgen. Daarnaast stelt de ECB de invoering voor van herzieningsclausules voor alle normen waarover op dit ogenblik gesprekken plaatsvinden in het BCBS.

In verband met de herziening van het Pijler 2-kader is de ECB van mening dat het voorstel van de Commissie, hoewel het terecht de convergentie van het toezicht tracht te bevorderen, de toezichtmaatregelen voor essentiële aspecten te sterk inperkt. Het is belangrijk dat toezichthouders over voldoende flexibiliteit beschikken om risico's te meten, om per instelling een specifiek bedrag aan aanvullende eigenvermogensvereisten te bepalen en om zeggenschap te behouden over de samenstelling daarvan.

Het pakket van de Commissie bevat een aantal voorstellen die een invloed hebben op de structuur en de werking van het macroprudentieel kader. De voorgestelde veranderingen verduidelijken de instellings specifieke aard van het Pijler 2-kader, dat niet zou mogen worden aangewend om systeemrisico's of macroprudentiële risico's aan te pakken. Die veranderingen zijn voor de ECB erg belangrijk, aangezien ze de taken en instrumenten van de micro- en macroprudentiële autoriteiten beter helpen afbakenen. De ECB is echter van oordeel dat de verwijdering van Pijler 2 uit het macroprudentieel instrumentarium gepaard dient te gaan met gerichte herzieningen



van het macroprudentieel kader en dat de macroprudentiële autoriteiten een toereikende reeks instrumenten moet worden verschafte om systeemrisico's doeltreffend te kunnen aanpakken.

## Herziening van het crisisbeheersings- en afwikkelingskader

Het voorstel van de Commissie over hervormingen van de bancaire regelgeving omvatte verscheidene herzieningen van het herstel- en afwikkelingskader van de EU om het bestaande stelsel te verfijnen. De belangrijkste problemen worden aangepakt door: (i) het minimumvereiste inzake eigen vermogen en in aanmerking komende passiva (minimum requirement for own funds and eligible liabilities – MREL) te wijzigen en de norm voor de totale verliesabsorptiecapaciteit (total loss-absorbing capacity - TLAC) toe te passen voor de mondiaal systeemrelevante banken; (ii) twee nieuwe geharmoniseerde moratoriumbevoegdheden toe te kennen aan respectievelijk de bevoegde autoriteit en de afwikkelingsautoriteit; en (iii) de rangorde van schuldeisers beter te harmoniseren door een nieuwe categorie van “niet-preferente” niet-achtergestelde schuld in te voeren, met een lagere rang dan de bestaande ongedekte niet-achtergestelde passiva maar een hogere rang dan de achtergestelde verplichtingen.

De Adviezen van de ECB over diverse aspecten van de voorstellen van de Commissie werden gepubliceerd in maart en november 2017.

Met betrekking tot de wijziging van het MREL en de toepassing van het TLAC acht de ECB de volgende aspecten belangrijk: (i) de invoering van een veiligheidsmarge in het MREL-vereiste en de schrapping van de MREL-richtsnoeren; (ii) een duidelijker scheiding tussen de taken en bevoegdheden van de afwikkelingsautoriteit en de toezichthouder voor specifieke kwesties (bv. MREL-schendingen, het opleggen van een moratorium); (iii) de toepassing van de voorgestelde vrijstelling van beperkingen op het maximaal uitkeerbare bedrag (maximum distributable amount - MDA) – bij niet-naleving van het gecombineerde buffervereiste dat als aanvulling op het MREL-vereiste wordt opgelegd – voor een periode van twaalf maanden; en (iv) de invoering van een toereikende minimale overgangsperiode voor de naleving van het MREL voor alle kredietinstellingen, die geval per geval door de afwikkelingsautoriteit kan worden uitgebreid.

Hoewel het voorstel van de Commissie over de twee nieuwe geharmoniseerde moratoriumbevoegdheden algemeen wordt ondersteund, wordt in het [Advies van de ECB](#) van 8 november 2017 voorgesteld de reikwijdte en de duur van het preafwikkelingsmoratorium verder aan te passen, alsook de moratoriumbevoegdheid en het vroegtijdig ingrijpen te ontkoppelen.

In verband met de voorstellen over de rang van ongedekte schuldinstrumenten in de insolventierangorde, wordt in het [Advies van de ECB](#) van 8 maart 2017 de gefaseerde invoering voorgesteld van een algemene deposantenbevoorrechtiging, door middel van een derde voorrang in de rangorde voor andere deposito's dan die welke momenteel krachtens de Richtlijn herstel en afwikkeling van banken preferent worden geacht.

Op internationaal vlak nam de ECB actief deel aan de besprekingen van de Raad voor Financiële Stabiliteit (Financial Stability Board - FSB), die leidden tot de publicatie van richtsnoeren om de autoriteiten te helpen bij de toepassing van de FSB-norm voor het interne TLAC (dat is de verliesabsorptiecapaciteit die afwikkelingsentiteiten aan materiële subgroepen moeten toezeggen), alsook aan het zesde verslag over de tenuitvoerlegging van hervormingen van de afwikkeling na de crisis.

## Werkzaamheden in verband met de voltooiing van de bankenunie

De ECB nam deel aan de verdere besprekingen over de voltooiing van de bankenunie. Ze ondersteunt ter zake de langetermijndoelstellingen in de op 11 oktober 2017 verschenen [Mededeling van de Commissie](#).

Het is belangrijk dat verdere beslissende stappen worden gezet naar de voltooiing van de bankenunie, teneinde de vruchten te plukken van een volwaardige bankenunie. In dat verband moeten risicobeperking en risicodeling tegelijkertijd vooruitgang boeken, aangezien het om wederzijds versterkende elementen gaat. De ECB neemt deel aan de besprekingen over de voorgestelde risicobeperkende maatregelen en heeft daaromtrent adviezen uitgebracht. Bovendien is de verwezenlijking van een volledig ontwikkeld en stabiel Europees depositoverzekeringstelsel een onmisbaar element van een volwaardige bankenunie, zoals vermeld in het desbetreffende [Advies van de ECB](#). Het is voor de ECB ook belangrijk dat er zo spoedig mogelijk een gemeenschappelijk vangnet komt voor het gemeenschappelijk afwikkelingsfonds, en daartoe verleent de ECB technische bijstand aan de kwantitatieve werkzaamheden die momenteel worden verricht om te ramen in hoeverre de banksector in staat is een dergelijk vangnet terug te betalen. In verband met de niet-renderende leningen (non-performing loans – NPL's), ten slotte, omvatten de maatregelen die de ECB heeft genomen om dat probleem te helpen aanpakken, de publicatie van een richtsnoer voor banken en de oproep om voor een onderneming die de activa beheert, een op nationaal niveau toe te passen blauwdruk voor te bereiden.

## Creatie van een regelgevend kader voor niet-bancaire activiteiten

Op mondiaal niveau leverde de ECB een bijdrage aan de werkzaamheden onder auspiciën van het Committee on the Global Financial System van de Bank voor Internationale Betalingen inzake de werking van de markt voor repurchase agreements (repo's), door de invloed die hervormingen van de regelgeving op de repomarkt uitoefenen, grondig te analyseren. De ECB ondersteunde ook actief het werk van de FSB en de Internationale Organisatie van Effectentoezichthouders om de structurele kwetsbaarheden als gevolg van activiteiten inzake vermogensbeheer aan te pakken, gelet op het toenemende belang van dit deel van het financieel stelsel en de behoefte om het macroprudentieel instrumentarium uit te breiden teneinde van buiten de banksector afkomstige risico's voor de financiële stabiliteit te temperen.

Op Europees vlak publiceerde de Europese Bankautoriteit een Advies over de vormgeving en de ijking van het nieuw prudentieel kader voor beleggingsondernemingen, dat moet worden afgestemd op de verschillende bedrijfsmodellen van de beleggingsondernemingen en hun inherente risico's. De ECB ondersteunt de werkzaamheden die er moeten voor zorgen dat het prudentieel stelsel correct alle risico's vastlegt die relevant zijn voor het prudentieel toezicht, alsook elk systeemrisico dat aan beleggingsondernemingen verbonden is. In dat verband verduidelijkte de Commissie in haar mededeling van 11 oktober 2017 dat ze zal voorstellen om grote beleggingsondernemingen die bancaire activiteiten uitoefenen, te beschouwen als kredietinstellingen en ze te onderwerpen aan het Europese banktoezicht.

## Herziening van het Europees Stelsel voor Financieel Toezicht

De ECB nam deel aan de gesprekken over de [herziening van het ESFS](#). De Commissie keurde in september 2017 een pakket voorstellen goed om het ESFS te verstevigen. De voorstellen wijzigen de regelgeving tot oprichting van de drie Europese toezichthoudende autoriteiten (ESA's) en het ESRB en brengen ook wijzigingen aan in de Richtlijn betreffende de toegang tot en uitoefening van het verzekerings- en herverzekeringsbedrijf (Solvency II) en in de Verordening Europese Marktinfrastructuur II. De algemene doelstellingen van de herziening bestaan erin een intensere convergentie van het toezicht binnen de EU te bereiken, de bestuurs- en financieringsstructuur van de Europese toezichthoudende autoriteiten te versterken, de marktintegratie te bevorderen, de efficiëntie van het ESRB te verhogen en de macroprudentiële coördinatie te verbeteren. De ECB heeft haar [Advies](#) betreffende de herziening van de ESRB-Verordening gepubliceerd op 2 maart 2018.

### 3.4 De microprudentiële functie van de ECB

Gedurende heel 2017 bleef ECB-Banktoezicht bijdragen aan een stabiele Europese banksector en aan gelijke concurrentievoorwaarden voor alle banken in het eurogebied. Hoewel de banken in het eurogebied de afgelopen jaren veerkrachtiger zijn geworden, wachten hun nog aanzienlijke uitdagingen.

Hoge percentages niet-renderende leningen (non-performing loans - NPL's) bleven in sommige landen van het eurogebied een ernstig probleem. Ze drukken de winst van de banken en verminderen hun vermogen om de economie te financieren. Het NPL-probleem oplossen, was dan ook een van de prioriteiten van ECB-Banktoezicht sinds dit laatste werd ingesteld, en in 2017 werden belangrijke stappen gezet om die doelstelling te verwezenlijken. In maart 2017 publiceerde ECB-Banktoezicht een kwalitatieve [leidraad voor de banken over de aanpak van NPL's](#). Om daarenboven te voorkomen dat zich in de toekomst onvoldoende gedekte NPL's zouden accumuleren, werd in oktober-december 2017 een openbare raadpleging gehouden over een [addendum bij de leidraad](#). Daarin wordt een transparante beschrijving gegeven van de algemene verwachtingen van de ECB als

toezichthouder omtrent de voorzieningen voor nieuwe NPL's. Die verwachtingen moeten als basis dienen voor een beoordeling per geval van het voorzieningenbeleid van afzonderlijke banken.

Een andere uitdaging vloeide voort uit de beslissing van het Verenigd Koninkrijk om de Europese Unie te verlaten, een beslissing die de banken zowel in het Verenigd Koninkrijk als in het eurogebied zal beïnvloeden. De ECB trachtte er aldus voor te zorgen dat alle betrokken banken over passende noodplannen beschikken. Daartoe legde de ECB beleidskoersen vast over thema's zoals autorisaties, interne modellen, interne governance, risicobeheersing, herstelplanning. Om de transparantie te waarborgen, werden op de website van ECB-Banktoezicht [gedetailleerde FAQ's](#) gepubliceerd, en werden met de betrokken banken uit het Verenigd Koninkrijk en het eurogebied workshops georganiseerd teneinde hen in kennis te stellen van de verwachtingen van de ECB als toezichthouder.

Omdat interne modellen belangrijk zijn voor het berekenen van de kapitaalvereisten van banken, bleef ECB-Banktoezicht de interne modellen in 2017 gericht toetsen (targeted review of internal models – TRIM). De TRIM beoogt: (i) ervoor te zorgen dat de door banken gehanteerde interne modellen voldoen aan de regelgevingsnormen; (ii) het op de interne modellen uitgeoefende toezicht te harmoniseren; en (iii) te waarborgen dat de resultaten van de interne modellen door de werkelijke risico's worden bepaald, en niet door in het model gemaakte keuzen. Zodra de TRIM voltooid is, zal die gerichte toetsing het vertrouwen in de toereikendheid van de kapitaalvereisten voor banken verhogen.

In 2017 stelde de ECB vast dat drie grote banken uit het eurogebied in gebreke bleven of wellicht in gebreke zouden blijven. Dat waren de eerste faillissementen van belangrijke instellingen sinds de oprichting van het Gemeenschappelijk Afwikkelingsmechanisme, en het nieuwe stelsel legde aldus een eerste geslaagde test af. De ECB, de Gemeenschappelijke Afwikkelingsraad, de Europese Commissie en de nationale afwikkelingsautoriteiten werkten vlot en efficiënt samen.

De derde pijler van een bankenunie – een Europees depositoverzekeringssysteem (European deposit insurance scheme - EDIS) – moet echter nog worden opgericht. Deposito's moeten in de hele EU even goed beschermd zijn. Dat is van cruciaal belang voor een waarlijk Europese banksector.

Voor meer gedetailleerde informatie over ECB-Banktoezicht wordt verwezen naar het [Jaarverslag van de ECB over haar toezichtswerkzaamheden in 2017](#).

## 4 Marktinfrastructuur en betalingsverkeer

Het Eurosysteem heeft een centrale functie in marktinfrastucturen en het betalingsverkeer in drie verschillende rollen: als beheerder, als katalysator en als toezichthouder. Als beheerder en katalysator is het Eurosysteem de drijvende kracht achter de innovatie en integratie van marktinfrastucturen en betalingsverkeer in Europa; als toezichthouder bevordert het de veiligheid en de efficiëntie ervan. Een soepel functionerende marktinfrastuctuur in het Eurosysteem is essentieel voor het

behoud van het vertrouwen in de euro en de ondersteuning van monetairbeleidstransacties. Met betrekking tot marktinfrastructuur en betalingsverkeer speelt het Eurosysteem een belangrijke rol in de stabiliteit van het Europese financiële stelsel als geheel en het bevorderen van de economische bedrijvigheid.

## 4.1 Innovatie en integratie van marktinfastructuren en betalingsverkeer

Het Eurosysteem, de Europese Commissie en de private sector werken al meer dan tien jaar samen om het aanvankelijk zeer versnipperde Europese landschap van financiële marktinfastructuren en betalingsverkeer te transformeren tot een meer geïntegreerd geheel. Dit is een proces van lange adem, en er moet nog veel werk verzet worden. Toch beginnen de eerste resultaten inmiddels zichtbaar te worden.

Zo heeft TARGET2, het vereveningssysteem voor eurobetalingen dat ook wel wordt aangeduid als het real-time bruto-vereveningssysteem voor de euro (RTGS), in belangrijke mate bijgedragen aan het Europese integratieproces. In november 2017 vierde het systeem zijn tiende verjaardag. In 2017 verwerkte TARGET2 89% van de waarde en 63% van het volume van alle systemen voor grote betalingen in euro, waarmee het een van de grootste betalingssystemen ter wereld is en marktleider in Europa.

Met de laatste migratiefase is ook het TARGET2-Securities (T2S)-project afgerond, dat heeft bijgedragen aan de verdere integratie van de voorheen zeer versnipperde Europese marktinfastructuur voor effectenafwikkeling. Eind oktober 2017 waren 21 centrale effectenbewaarinstellingen (central securities depositories – CSD's) uit 20 Europese markten actief op het T2S-platform. Na de laatste migratiefase heeft T2S een gemiddelde van 556.684 transacties per dag verwerkt, met een gemiddelde waarde van € 812,02 miljard<sup>68</sup>.

In zijn rol als katalysator is het Eurosysteem de drijvende kracht achter de verdere harmonisatie van T2S-markten na de afronding van de migratie naar dit platform. Die harmonisatie zal in aanzienlijke mate bijdragen aan de daadwerkelijke omvorming van de Europese markten naar een Europese interne markt op het gebied van transactieverwerking.

Daarnaast heeft het Eurosysteem ingestemd met voorstellen voor de harmonisatie van onderpandbeheerprocessen en -werkstromen. Daarmee is de basis gelegd voor de ontwikkeling van een gemeenschappelijk onderpandbeheersysteem van het Eurosysteem (Eurosystem Collateral Management System – ECMS), een [project](#) dat de Raad van Bestuur van de ECB in december 2017 heeft goedgekeurd. Het ECMS zal zorgen voor een geharmoniseerd systeem van onderpandtransacties in het hele Eurosysteem en zal de bestaande systemen van de 19 nationale centrale banken

---

<sup>68</sup> Cijfers zijn gebaseerd op daggegevens van 19 september tot 29 december 2017 en omvatten geheel en gedeeltelijk verrekende transacties en liquiditeitsoverdrachten.

vervangen voor de functies die vóór de inwerkingtreding kunnen worden geharmoniseerd. De aanpassingen aan het bestaande onderpandraamwerk zullen consequent in het hele eurogebied worden doorgevoerd. Het risicobeheersingsraamwerk zal tegelijkertijd in werking treden, naar verwachting is dat in november 2022.

Terwijl de integratie van de Europese markt vorm krijgt, staan de financiële marktinfrastructuur en het betalingsverkeer voor grote technologische veranderingen. Om ervoor te zorgen dat de financiële infrastructuur van het Eurosysteem klaar is voor de toekomst, heeft de Raad van Bestuur in december 2017 besloten dat TARGET2 en T2S geïntegreerd moeten worden. Dit vraagt om een omvangrijke upgrade van de RTGS-diensten van TARGET2. De consolidatieoperatie zal de liquiditeitsbeheerprocedures voor marktpartijen in het Eurosysteem verbeteren, hun operationele kosten verlagen en hun cyberweerbaarheid vergroten (zie Kader 8).

Naast consolidatie van TARGET2 en T2S werkt het Eurosysteem ook aan een pan-Europees systeem voor instantbetalingen in centralebankgeld. Dit systeem, TARGET instant payments settlement (TIPS), dat naar verwachting in november 2018 operationeel wordt, zal ervoor zorgen dat betalingen in heel Europa direct verrekend kunnen worden. Daarmee worden integratie en innovatie in de markt voor retailbetalingen in euro verder bevorderd.

De oprichting van het gemeenschappelijk eurobetalingsgebied (Single Euro Payments Area – SEPA) heeft geleid tot een geïntegreerde markt voor retailbetaalinstrumenten in euro en heeft daarmee de weg vrij gemaakt voor de ontwikkeling van innovatieve betaaloplossingen. Het Eurosysteem in zijn rol als katalysator is de drijvende kracht achter deze integratie en innovatie van het Europese retailbetalingsverkeer. Onder toezicht van de Euro Retail Payments Board, een forum voor overleg op Europees niveau tussen betaaldienstverleners en eindgebruikers onder voorzitterschap van de ECB, trad in november 2017 het SEPA Instant Credit Transfer-systeem in werking. Ook zijn er initiatieven in ontwikkeling om mobiele betalingen tussen personen, betaalinitiatiediensten (in het kader van de [herziene Richtlijn betaaldiensten](#) – PSD2<sup>69</sup>) en elektronische facturering overal in Europa mogelijk te maken.

De ECB heeft nader onderzoek gedaan naar de gevolgen van distributed ledger-technologie (DLT) voor de Europese financiële markt. Een interne fintech-werkgroep van de ECB monitort de analytische werkzaamheden met betrekking tot mogelijke digitale representatie van cash. Ook wordt op het niveau van het Eurosysteem gewerkt om te komen tot inzicht in de gevolgen van fintech voor het betalingsverkeer, de oversight-activiteiten, de uitvoering van het monetair beleid en financiële risico's. Daarbij is de vraag of specifieke functionaliteiten van een RTGS-systeem op een veilige, efficiënte manier<sup>70</sup> zouden kunnen draaien binnen een DLT-omgeving grondig geanalyseerd. Hoewel de testresultaten veelbelovend zijn, is het

<sup>69</sup> De bepalingen van PSD2 zijn in januari 2018 van kracht geworden.

<sup>70</sup> Zie “[Payment systems: liquidity saving mechanisms in a distributed ledger environment](#)”, ECB/Bank of Japan, september 2017, en “[BOJ/ECB joint research project on distributed ledger technology](#)”, ECB/Bank of Japan, september 2017.

nog niet mogelijk om hieraan directe conclusies te verbinden met betrekking tot het gebruik in een productieomgeving. Een rapport over de mogelijke impact van DLT op de harmonisering van effectenafwikkeling en de bredere integratie van de Europese financiële markten<sup>71</sup> onderzoekt de toepassing van DLT in gebieden als definitieve verrekening, cyberveiligheid en rapportage, en draagt bij aan de discussie over hoe deze technologie ingezet kan worden om de integratie van de Europese financiële markten verder te versterken.

## 4.2 Veiligheid van marktinfrastuctuur en betalingsverkeer

De ECB is de voornaamste toezichthouder op drie systeemrelevante betalingssystemen (systemically important payment systems – SIPS's), te weten TARGET2, EURO1 en STEP2. De Banque de France houdt toezicht op CORE (FR), het vierde SIPS. Het Eurosysteem werkt verder aan de eerste alomvattende beoordeling voor deze systemen onder de [SIPS-Verordening](#). Het Eurosysteem is daarnaast ook verder gegaan met de gecoördineerde beoordeling van niet-systeemrelevante retailbetalingssystemen, nationale en internationale kaartbetaalsystemen en is gestart met de beoordeling van het SEPA-kernsysteem voor incassobetalingen (SEPA Instant Credit Transfer – SCT Inst).

In samenwerking met andere autoriteiten heeft het Eurosysteem toezicht gehouden op de inwerkingtreding van T2S en de gefaseerde migratie van de CSD's naar T2S.

Met betrekking tot effectenafwikkelingssysteem (securities settlement systems – SSS) is het Eurosysteem als centrale bank van uitgifte voor de euro betrokken bij het vergunningverleningsproces voor CSD's onder de CSD-Verordening. Daarnaast heeft het Eurosysteem een nieuw stelsel ontwikkeld om de geschiktheid van deze systemen te bepalen en ze te koppelen aan krediettransacties van het Eurosysteem. Het nieuwe stelsel treedt naar verwachting in 2018 in werking, afhankelijk van het vergunningverleningsproces zoals vastgelegd in de [CSD-verordening](#).

Op het gebied van centrale tegenpartijen (CCP's) heeft het Eurosysteem verder bijgedragen aan de werkzaamheden van de colleges van toezichthouders die zijn opgericht in het kader van de Europese Marktinfrastuctuurverordening (European Market Infrastructure Regulation – EMIR), en in het bijzonder aan de vergunningverleningsactiviteiten van de nationaal bevoegde autoriteiten voor de uitbreiding van activiteiten en diensten van CCP's en belangrijke aanpassingen van hun modellen.

Op het vlak van wet- en regelgeving zijn er in november 2017 wijzigingen in de SIPS-verordening en rechtshandelingen met betrekking tot sancties en corrigerende maatregelen gepubliceerd. De belangrijkste wijzigingen in de SIPS-verordening hebben betrekking op aanvullende vereisten op het gebied van risicomitigatie en cyberweerbaarheid en aanvullende bevoegdheden voor de bevoegde autoriteiten.

---

<sup>71</sup> Zie "The potential impact of DLTs on securities post-trading harmonisation and on the wider EU financial market integration", ECB, september 2017.

Op het gebied van retailbetalingsregelgeving heeft de Europese Bankautoriteit (European Banking Authority – EBA) in nauwe samenwerking met de ECB de concept-technische reguleringsnormen (Regulatory Technical Standards – RTS) opgesteld over sterke klantauthenticatie en standaard- en beveiligde communicatie onder PSD2. De veiligheidsmaatregelen die staan beschreven in de RTS worden 18 maanden na de inwerkingtreding van de RTS van kracht.

De risico's van clearinginstellingen en met name CCP's voor de soepele werking van het betalingsverkeer zullen naar verwachting alleen maar toenemen. Uiteindelijk zouden deze risico's kunnen raken aan de primaire doelstelling van het Eurosysteem, namelijk het behoud van prijsstabiliteit. Daarom heeft de Europese Commissie twee voorstellen voor herziening van de EMIR met betrekking tot CCP's neergelegd (zie ook paragraaf 3.3 en 9.2). Het eerste voorstel beoogt de rapportage- en clearingverplichtingen voor bepaalde tegenpartijen te verlichten door toepassing van het proportionaliteitsbeginsel; het tweede voorstel voorziet in een uitbreiding van het EU-kader voor vergunningverlening aan en toezicht op Europese CCP's en aanscherping van de eisen voor systeemrelevante CCP's uit derde landen. Dit laatste is vooral van belang gezien de aanzienlijke aantallen in euro luidende transacties die gecleard worden door CCP's in het Verenigd Koninkrijk, die na het vertrek van het Verenigd Koninkrijk uit de Europese Unie niet langer onder het regelgevings- en het toezichtraamwerk van de EMIR vallen. Het voorstel van de Europese Commissie zou, als het wordt aangenomen, het Eurosysteem een grotere rol geven in het toezicht op CCP's uit de EU en derde landen. Om ervoor te zorgen dat het Eurosysteem deze rol naar behoren kan uitvoeren, is het essentieel dat het de juiste bevoegdheden heeft op grond van het Verdrag en de Statuten van het Europese Stelsel van Centrale Banken en de Europese Centrale Bank. Om de ECB duidelijke wettelijke bevoegdheden op het gebied van centrale clearing te geven, heeft de Raad van Bestuur de [Aanbeveling](#) gedaan om Artikel 22 van deze Statuten te wijzigen.

## Kader 7

### Innovaties op het gebied van instant- en retailbetalingen

---

#### Instantbetalingen

Het SEPA-kernsysteem voor incassobetalingen (SEPA Instant Credit Transfer – SCT Inst) trad in november 2017 in werking. Hiermee heeft de markt voor retailbetalingsverkeer een gemeenschappelijke basis gekregen voor innovatieve producten en diensten die waarde creëren voor consumenten en de concurrentie tussen betaaldienstverleners bevorderen. Sindsdien hebben zo'n 600 betaaldienstverleners uit acht eurolanden zich geregistreerd als deelnemers aan het SCT Inst-systeem, wat wil zeggen dat ze in elk geval bereikbaar zijn voor SCT Inst-betalingen. In 2018 en 2019 zullen meer betaaldienstverleners uit nog meer landen volgen.

Dankzij op het SCT Inst-systeem gebaseerde retailbetaaloplossingen kunnen consumenten, bedrijven en overheden in heel Europa girale betalingen overmaken en ontvangen in minder dan 10 seconden. Betalingen worden onmiddellijk gecrediteerd naar de rekening van de ontvanger en kunnen dus meteen gebruikt worden om verdere transacties te verrichten.



Op basis van het SCT Inst-systeem kunnen innovatieve oplossingen ontwikkeld worden voor betalingen tussen personen, tussen personen en bedrijven via betaalautomaten en in e-commerce, en tussen bedrijven onderling. Voorbeelden van dergelijke innovatieve oplossingen zijn mobiele betalingen van persoon tot persoon, waarbij het mobiele telefoonnummer van de ontvanger fungeert als alias voor het internationale bankrekeningnummer (IBAN). Oplossingen als deze zouden mogelijk ook uitgebreid kunnen worden naar betalingen tussen personen en bedrijven, bijvoorbeeld voor dienstverlening aan huis of bij verkooppunten. In e-commerce kunnen verkopers dankzij instantbetalingen de verkoop van goederen en diensten synchroniseren met de betaling ervan. De voordelen van instantbetalingen voor betalingen tussen bedrijven zijn verbetering van de kasstroom en optimalisatie van het werkkapitaalbeheer. Meer in het algemeen zorgen instantbetalingen voor minder betalingsachterstanden en snellere betaling van rekeningen.

SCT Inst-betalingen zijn niet alleen snel, maar ook veilig en efficiënt. Het Eurosysteem houdt toezicht op het SCT Inst-systeem. De onderliggende marktinfrastuctuur valt eveneens onder het toezicht van het Eurosysteem, waardoor SCT Inst-betalingen in heel Europa veilig en efficiënt verwerkt en verrekend kunnen worden. De verrekening vindt plaats in centralebankgeld.

### **Innovaties op het gebied van retailbetalingen**

Bij innovaties in retailbetalingsverkeer is het belangrijk om onderscheid te maken tussen enerzijds de ontwikkeling van onder EU-wetgeving gereguleerde betaalinstrumenten en -oplossingen, in valuta's die een specifieke vordering op de uitgevende centrale bank vertegenwoordigen, en anderzijds de opkomst van virtuele valutastystemen, zoals Bitcoin. De term "virtuele valuta" is enigszins misleidend, aangezien een virtuele muntsoort geen verplichting naar de uitgevende instelling vertegenwoordigt, in tegenstelling tot een "echte" muntsoort. Bovendien heeft een virtuele muntsoort geen duidelijke wettelijke basis en is deze ongereguleerd. Daarom beschouwt de ECB virtuele valuta's slechts als een "digitale representatie van waarde".<sup>72</sup>

Gebruikers moeten zich realiseren dat de waarde van virtuele munten sterk kan fluctueren en zeer gevoelig is voor speculatie. Ook is het elektriciteitsverbruik van sommige virtuele muntsoorten in vergelijking met andere digitale betaalvormen bijzonder hoog, aangezien de algoritmes voor het verifiëren van transacties enorm veel rekenkracht en dus elektriciteit vragen.

De uitrol van instantbetalingen in het eurogebied zal de concurrentiekracht en het innovatiepotentieel van het retailbetalingsverkeer in Europa verder versterken, gedragen door de veiligheid van en het vertrouwen in de euro. Virtuele valuta's kunnen daarentegen als speculatieve waarden worden beschouwd en zijn en daarmee onderhevig aan risico's.. Ze worden niet ondersteund door een uitgevende autoriteit, wat betekent dat het gebruik ervan als betaalmiddel, rekeneenheid en waardeopslagmiddel niet als vanzelfsprekend moet worden gezien.

---

<sup>72</sup> Zie ook [Virtual currency schemes – a further analysis](#), ECB, februari 2015.

## Kader 8

### Cyberweerbaarheid van het financiële ecosysteem

---

Dankzij de digitalisering en globalisering hebben consumenten, bedrijven en overheden nieuwe mogelijkheden gekregen om informatie te vergaren en te beheren, zaken te doen en te communiceren. Tegelijkertijd zorgen de toegenomen onderlinge verwevenheid, complexiteit van het IT-landschap, aantallen gebruikers en hoeveelheden data op digitale platformen en binnen netwerken voor een grotere gevoeligheid voor cyberaanvallen. Cyberaanvallen op banken, financiële marktinfrastructuren en dienstverleners zijn een serieus probleem, aangezien ze negatieve gevolgen hebben voor consumenten en bedrijven, tot systeemrisico kunnen leiden, de financiële stabiliteit negatief kunnen beïnvloeden en uiteindelijk de economische groei kunnen schaden.

Nu aanvallers steeds geraffineerder worden en nieuwe mogelijkheden en methodes ontdekken om IT-systemen aan te vallen, wordt de druk op organisaties om hun beveiligingssystemen te verbeteren alleen maar groter. Zo moeten ze informatie over bedreigingen verzamelen en analyseren, defensieve maatregelen nemen en hun detectie- en reactievermogen verbeteren.

Een bijzonder aandachtspunt is operationele weerbaarheid – en daarmee cyberweerbaarheid. Operationele weerbaarheid is de mate waarin een organisatie in staat is zich op verstoringen voor te bereiden, zich tijdens verstoringen staande te houden, de effecten van verstoringen te beperken en zich na verstoringen zo snel mogelijk weer te herstellen. Dit houdt met andere woorden in dat een organisatie in staat moet zijn om de bedrijfsvoering voor, tijdens en na een incident zo goed mogelijk voort te zetten en eventuele negatieve gevolgen zo veel mogelijk te minimaliseren.

De grote verwevenheid in het financiële stelsel, zowel op het gebied van zakelijke relaties als de ondersteunende IT-infrastructuur, geeft aan dat cyberweerbaarheid geen zaak is van individuele organisaties: samenwerking op operationeel en beleidsmatig niveau is essentieel. Het hele ecosysteem (financiële marktinfrastructuren, marktpartijen en kritieke dienstverleners) moet hierbij betrokken worden, vooral op het gebied van informatiedeling, herstelvermogen en testen. Het Eurosysteem juicht de samenwerking in Europees verband inzake cyberveiligheid toe.

Zij heeft inmiddels verschillende maatregelen genomen om cyberweerbaarheid breder onder de aandacht te brengen en te stimuleren. De volgende initiatieven zijn in dat kader noemenswaardig:

1. De cyberweerbaarheid van de ECB verbeteren

Voor de ECB staat het beschermen van de vertrouwelijkheid en integriteit van gegevens en het garanderen van de beschikbaarheid van systemen op de eerste plaats. Dat vraagt niet alleen om robuust operationeel risicobeheer, een stevig IT-beveiligingsraamwerk en uitstekende technische herstelmogelijkheden, maar ook om goed uitgewerkte bedrijfscontinuïteitsplannen. In deze plannen staat beschreven hoe de ECB bij aanhoudende aanvallen de prioritering van bedrijfsprocessen en middelen bepaalt, de belangrijkste bezittingen beschermt en functionaliteiten herstelt. Daarnaast werken de centrale banken nu systematisch samen om een gemeenschappelijk raamwerk voor IT-beveiligingsrisicomanagement en -beleid op te zetten, waarbij ze de laatste cyberveiligheidsontwikkelingen op de voet volgen en analyseren en gezamenlijk optreden tegen bedreigingen en incidenten.

## 2. De operationele weerbaarheid en cyberweerbaarheid van banken verbeteren

Onder het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme (Single Supervisory Mechanism – SSM) zijn onder toezicht staande banken verplicht om grote cyberincidenten te rapporteren. Op die manier is het mogelijk om een beter inzicht te krijgen in de cyberincidenten die zich wereldwijd bij banken voordoen. De meeste cyberveiligheidsaspecten vallen onder het SSM-toezicht op IT-risico's. Dit bestaat de reguliere toezichtsactiviteiten en risicobeoordelingen, thematische en horizontale onderzoeken naar belangrijke aandachtsgebieden (cyberveiligheid, uitbesteding van IT, datakwaliteit, etc.) en gerichte onderzoeken ter plaatse (naar IT-risico's in het algemeen, maar ook naar IT-veiligheidsaspecten en cyberberrisico's). Momenteel zijn er richtlijnen in ontwikkeling die de SSM-verwachtingen ten aanzien van IT-risico's voor significante onder toezicht staande instellingen uiteenzetten. Daarnaast werken de verschillende toezichthouders op mondiaal en vooral op Europees niveau nauw met elkaar samen door hun best practices te delen en beleid met elkaar af te stemmen.

## 3. De cyberweerbaarheid van financiële marktinfrastructuren waarborgen

De cyberweerbaarheidstrategie voor financiële marktinfrastructuren (FMI's) van het Eurosysteem bestaat uit drie pijlers: Slagvaardigheid van FMI's, weerbaarheid van de sector en strategische regelgeving – betrokkenheid van de sector. Als onderdeel van de eerste pijler hanteert het Eurosysteem een geharmoniseerde aanpak voor de beoordeling van betalingssystemen in het eurogebied op basis van de richtlijn “Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures” van het Bazels Comité voor Betalingsverkeer en Marktinfrastructuren (CPMI) en de Internationale Organisatie van Effectentoezichthouders (IOSCO). Daarnaast ontwikkelt het Eurosysteem verschillende instrumenten die FMI-partijen kunnen gebruiken om het volwassenheidsniveau van hun cyberweerbaarheid te verhogen, zoals een Europees raamwerk voor red team-testen<sup>73</sup>. Het doel van dit testraamwerk, dat in 2018 zal worden uitgerold, is om standaardisatie en wederzijdse erkenning van cyber testen in de hele EU te bewerkstelligen zodat FMI's niet in elke lidstaat of door steeds verschillende autoriteiten aan dezelfde soort testen worden onderworpen. Als onderdeel van de tweede pijler wil het Eurosysteem de collectieve cyberweerbaarheid van de financiële sector als geheel vergroten door grensoverschrijdende samenwerking tussen verschillende autoriteiten, informatiedeling, het in kaart brengen van de sector en marktbrede bedrijfscontinuïteitsexercities. En in het kader van de derde pijler is er een platform gecreëerd dat marktpartijen, bevoegde autoriteiten en cyberveiligheidsdienstverleners bij elkaar brengt. Het doel hiervan is om vertrouwen en samenwerking tussen de verschillende stakeholders te bevorderen en om gezamenlijke initiatieven ter verbetering van de potentie en capaciteiten van de sector vaart te geven.

Om de cyberweerbaarheid van het financiële ecosysteem te waarborgen, is een gezamenlijke inspanning van instellingen, infrastructuren en autoriteiten noodzakelijk, maar de algehele verantwoordelijkheid berust bij de betreffende financiële instellingen en FMI's.

---

<sup>73</sup> De term “red team-testen” heeft van oorsprong een militaire betekenis. Het “red team” was een speciaal team dat de opdracht kreeg de beveiliging van “beviende” installaties binnen te dringen om zo hun beveiligingsmaatregelen te testen. In de context van cyberweerbaarheid gaat het om een test die de tactieken, technieken en procedures van echte cyberaanvallers nabootst, met als doelwit de medewerkers, processen en technologieën van FMI's of bedrijven. Op die manier kan de effectiviteit van hun bescherming, detectie en respons worden getest.

## 5 Aan andere instellingen verstrekte financiële diensten

### 5.1 Beheer van krediettransacties

De ECB is verantwoordelijk voor het beheer van de krediettransacties (zowel opgenomen als verstrekte kredieten) van de EU in het kader van de [faciliteit voor financiële bijstand op de middellange termijn](#) (medium-term financial assistance – MTFA)<sup>74</sup> en het [Europees Financieel Stabiliteitsmechanisme \(EFSM\)](#)<sup>75</sup>. In 2017 verwerkte de ECB rentebetalingen met betrekking tot de onder de MTFA verstrekte leningen. Per 31 december 2017 stond er uit hoofde van deze faciliteit een totaalbedrag uit van € 3,05 miljard. De ECB verwerkte in 2017 daarnaast diverse betalingen en rentebetalingen met betrekking tot de onder het EFSM verstrekte leningen. Per 31 december 2017 stond er uit hoofde van dit mechanisme een totaalbedrag uit van € 46,8 miljard.

Op soortgelijke wijze is de ECB verantwoordelijk voor het beheer van de betalingen die voortvloeien uit de transacties in het kader van de [Europese Faciliteit voor Financiële Stabiliteit \(EFSF\)](#)<sup>76</sup> en het [Europese Stabiliteitsmechanisme \(ESM\)](#)<sup>77</sup>. In 2017 verwerkte de ECB diverse rentebetalingen en vergoedingen met betrekking tot onder het EFSF verstrekte leningen. Daarnaast verwerkte de ECB eveneens lidstaattbijdragen aan het ESM en diverse rentebetalingen en vergoedingen met betrekking tot de onder dit mechanisme verstrekte leningen.

De ECB is uiteindelijk ook verantwoordelijk voor het verwerken van alle betalingen in het kader van de kredietfaciliteitsovereenkomst voor Griekenland.<sup>78</sup> Per 31 december 2017 stond er uit hoofde van deze faciliteit een totaalbedrag uit van € 52,9 miljard.

### 5.2 Reservebeheerdiensten van het Eurosysteem

In 2017 is opnieuw een uitgebreid pakket financiële diensten aangeboden uit hoofde van het in 2005 ingevoerde kader voor het beheer van in euro luidende reserveactiva (Eurosysteem Reserve Management Services – ERMS) toebehorend

<sup>74</sup> Overeenkomstig Artikel 141, lid 2, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie, Artikelen 17, 21.2, 43.1 en 46.1 van de Statuten van het ESCB, en Artikel 9 van Verordening van de Raad (EG) Nr. 332/2002 van 18 februari 2002.

<sup>75</sup> Overeenkomstig Artikel 122, lid 2, en Artikel 132, lid 1, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie, Artikelen 17 en 21 van de Statuten van het ESCB, en Artikel 8 van Verordening van de Raad (EU) Nr. 407/2010 van 11 mei 2010.

<sup>76</sup> Overeenkomstig Artikelen 17 en 21 van de Statuten van het ESCB (in samenhang met Artikel 3, lid 5, van de EFSF-Kaderovereenkomst).

<sup>77</sup> Overeenkomstig Artikelen 17 en 21 van de Statuten van het ESCB (in samenhang met Artikel 5.12.1 van de algemene voorwaarden voor overeenkomsten inzake financiële bijstand in het kader van het ESM).

<sup>78</sup> In de context van de overeenkomst inzake de kredietfaciliteit tussen de lidstaten die de euro als munt hebben (behalve Griekenland en Duitsland) en de Kreditanstalt für Wiederaufbau (handelend in het algemeen belang, onderworpen aan de instructies en met de waarborg van de Federale Republiek Duitsland) als kredietgevers en de Helleense Republiek als kredietnemer en de Bank of Greece als agent voor de kredietnemer, en overeenkomstig Artikelen 17 en 21.2 van de Statuten van het ESCB en Artikel 2 van [Besluit ECB/2010/4](#) van 10 mei 2010.

aan cliënten. Het volledige pakket – dat beschikbaar wordt gesteld aan centrale banken, monetaire autoriteiten en overheidsinstanties buiten het eurogebied alsook aan internationale organisaties – wordt aangeboden door een aantal centrale banken van het Eurosysteem (de “Eurosystem Service Providers”) onder geharmoniseerde voorwaarden en volgens algemeen geldende marktstandaarden. De ECB vervult hierbij een overkoepelende coördinerende rol en zorgt ervoor dat het kader soepel functioneert en rapporteert aan de Raad van Bestuur.

Het aantal cliënten die in verband met de ERMS een zakelijke relatie onderhouden met het Eurosysteem was in 2017 278, vergeleken met 286 in 2016. Wat betreft de diensten zelf stegen in de loop van 2017 de totale geaggregeerde aanhoudingen (met inbegrip van liquiditeiten en aangehouden effecten) die binnen het EMRS-kader werden beheerd met ongeveer 7% ten opzichte van eind 2016.

## 6 Bankbiljetten en munten

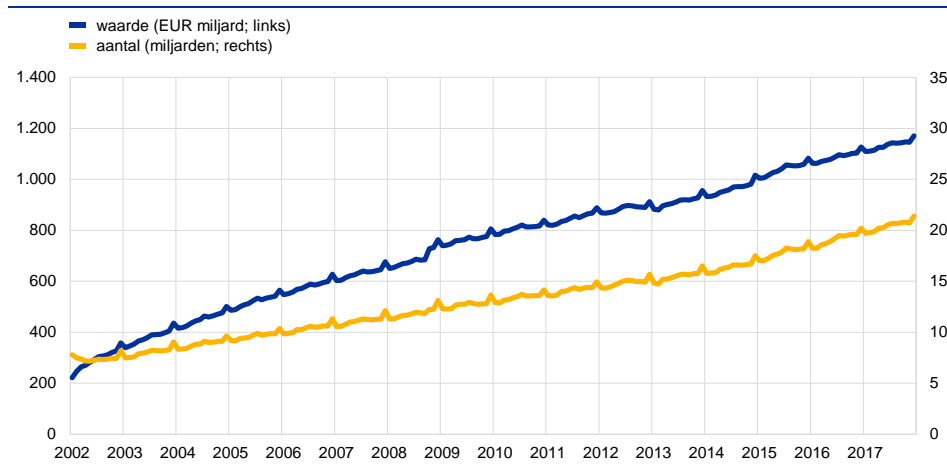
De ECB en de nationale centrale banken van het eurogebied zijn verantwoordelijk voor de uitgifte van eurobankbiljetten binnen het eurogebied en voor het bestendigen van het vertrouwen in de munteenheid.

### 6.1 Bankbiljetten en munten in omloop

In 2017 stegen het aantal en de waarde van de **eurobankbiljetten in omloop** respectievelijk met ongeveer 5,9% en 4,0%. Tegen het einde van het jaar waren er 21,4 miljard eurobankbiljetten in omloop, met een totale waarde van € 1.171 miljard (zie Grafieken 30 en 31). Het bankbiljet van € 100 liet het hoogste groeicijfer op jaarbasis zien, 7,9% in 2017. Het bankbiljet van € 50 vertoonde opnieuw een dynamische groei, die met 6,4% echter wat lager lag dan in het voorgaande jaar.

#### Grafiek 30

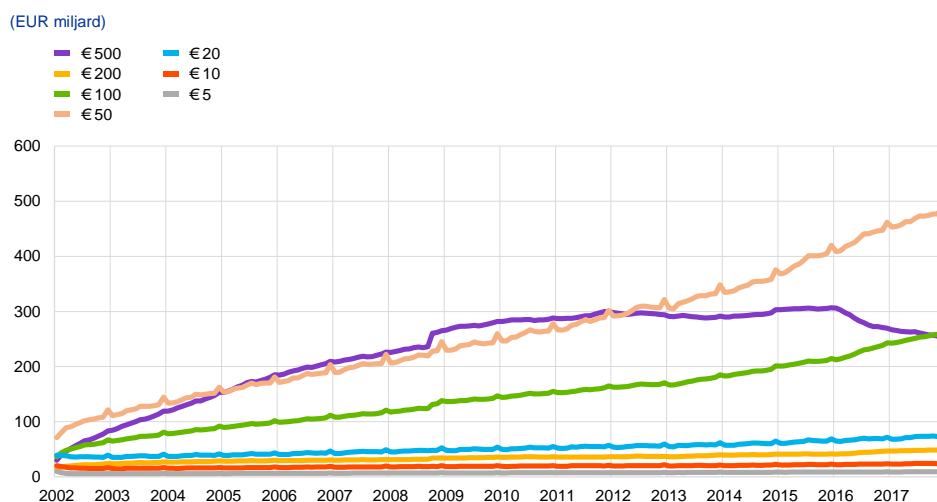
Aantal en waarde van de eurobankbiljetten in omloop



Bron: ECB.

### Grafiek 31

#### Aantal eurobankbiljetten in omloop naar coupure



Bron: ECB.

Na het besluit om na afronding van de ES2-serie met de uitgifte van € 500-biljetten te stoppen, daalde het aantal € 500-biljetten in omloop in 2017 nog verder. Ten dele werd dit goedge maakt door een grotere vraag naar de bankbiljetten van € 200, € 100 en € 50.

In termen van waarde wordt naar schatting ongeveer een derde van de eurobankbiljetten in omloop buiten het eurogebied aangehouden. Dit betreft voornamelijk de hogere coupures en deze worden voornamelijk in aangrenzende landen aangehouden, als waardeopslagmiddel en voor de afwikkeling van transacties op internationale markten.

De productie van eurobankbiljetten wordt gedeeld door de nationale centrale banken in het eurogebied, die in 2017 in totaal 5,72 miljard bankbiljetten produceerden.

In 2017 nam het totale aantal euromunten in omloop toe met 4,2% en kwam eind 2017 uit op 126,0 miljard. Eind 2017 beliep de waarde van de munten in omloop € 28,0 miljard, 4,0% hoger dan eind 2016.

In 2017 controleerden de nationale centrale banken van het eurogebied de echtheid en geschiktheid voor circulatie van rond de 32,3 miljard bankbiljetten en haalden circa 6,1 miljard versleten biljetten uit de omloop. Het Eurosysteem heeft zich verder ingespannen om fabrikanten van bankbiljettenapparatuur te helpen ervoor te zorgen dat hun machines voldoen aan de door de ECB gehanteerde normen voor de controle van eurobankbiljetten op echtheid en geschiktheid voordat deze weer in omloop worden gebracht. In 2017 controleerden kredietinstellingen en andere professionele contantgeldverwerkers met behulp van dergelijke machines circa 36 miljard eurobankbiljetten op echtheid en geschiktheid voor hercirculatie.

## Kader 9

### Gebruik van contant geld door huishoudens in het eurogebied

---

Nu het gebruik van kaartbetalingen steeds verder toeneemt en alternatieve betaalmethoden in opkomst zijn, staan de toekomst van contant geld en de relevantie ervan voor de maatschappij ter discussie. Hoewel de eurobankbiljetten en munten al vijftien jaar in omloop zijn, is er niet veel bekend over het feitelijk gebruik ervan door huishoudens. Daarom heeft de ECB het gebruik van contant geld, pinpassen en creditcards en andere betaalmiddelen bij verkooppunten<sup>79</sup> door consumenten in het eurogebied in 2016 uitgebreid geanalyseerd<sup>80</sup>. Het onderzoek is gebaseerd op de bevindingen van een enquête die is gehouden in alle landen van het eurogebied behalve Duitsland en Nederland, die in respectievelijk 2014 en 2016 een eigen enquête hebben gehouden over dit onderwerp. De resultaten van deze twee landen zijn samengevoegd met de resultaten van de ECB-enquête om tot een inschatting van de aantallen en waardes van betalingen in alle 19 landen van het eurogebied te komen.

In termen van aantallen transacties is 79% van alle transacties bij verkooppunten in het eurogebied in 2016 uitgevoerd met contant geld, 19% met pinpas of creditcard en 2% met overige betaalmiddelen zoals cheques, overschrijvingen of mobiele betaaloplossingen. In termen van transactiewaarde is 54% van alle transacties bij verkooppunten uitgevoerd met contant geld, 39% met pinpas of creditcard en 7% met overige betaalmiddelen (bijvoorbeeld cheques). De verschillen in betalingsgedrag tussen de verschillende landen zijn echter aanzienlijk, zowel in aantallen als in de waarde van transacties (zie Grafiek A).

---

<sup>79</sup> “Verkooppunten” zijn in dit geval alle fysieke verkooppunten waar consumenten goederen of diensten kunnen kopen (zie Grafiek B).

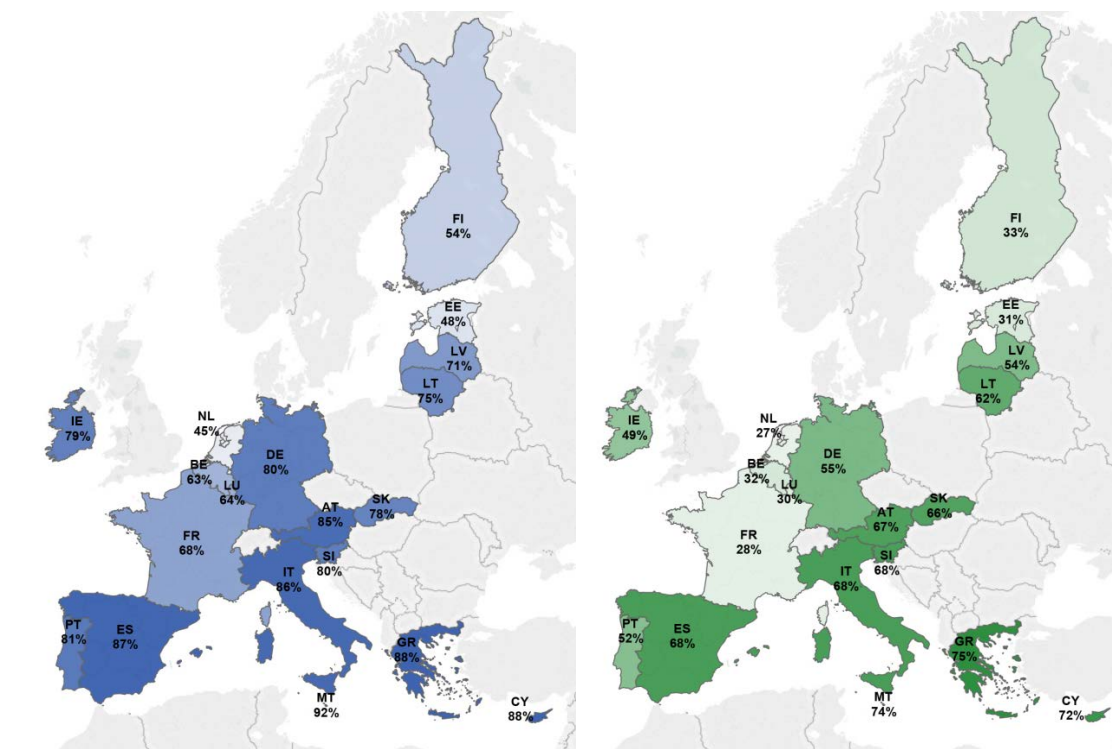
<sup>80</sup> Zie Esselink, H. en Hernández, L., “The use of cash by households in the euro area”, *Occasional Paper Series*, Nr. 201, ECB, november 2017.

## Grafiek A

### Aandeel contante betalingen bij verkooppunten per land

(aantallen transacties)

(waarde van transacties)



Bronnen: ECB, Deutsche Bundesbank en De Nederlandsche Bank.

Betalingen met een waarde tot €45 werden in het eurogebied voornamelijk gedaan met contant geld. Bedragen boven de €45 werden voornamelijk afgerekend met pinpas of creditcard. Slechts 9% van alle geregistreerde betalingen had echter een waarde van boven de €45. De resultaten laten zien dat consumenten aan de kassa per keer slechts gemiddeld €18 afrekenden, ongeacht of ze daarbij contant geld, pinpas of creditcard of andere betaalmiddelen gebruikten. Bij meer dan een derde van alle betalingen ging het zelfs om bedragen onder de €5, en bij twee derde om bedragen onder de €15.

De meeste transacties vonden plaats in levensmiddelenwinkels (48%), gevolgd door horecagelegenheden (21%), benzinstations (8%) en winkels voor duurzame consumptiegoederen (6%) (zie Grafiek B). Het feit dat de meeste transacties plaatsvonden op plekken waar 80% tot 90% van alle betalingen werd gedaan in contanten, gecombineerd met het feit dat de waarde van twee derde van alle transacties niet hoger was dan €15,- kan deels verklaren waarom contant geld vaker gebruikt wordt dan men misschien zou denken.

Grafiek B laat zien dat 5% van alle betalingen bij andere verkooppunten plaatsvond. Dit betreft voornamelijk de dienstensector (bijv. de kapper, stomerij, loodgieter, garage, fietsenwinkel, of huishoudelijke diensten). Voor sommige landen betreft dit ook betalingen die in andere landen eerder op afstand worden gedaan, bijvoorbeeld via overschrijving of automatische incasso. Het gaat hierbij vooral om terugkerende betalingen zoals huur, energie en verzekeringen, maar ook levering van olie of gas aan huis, of medische diensten. Uit een enquêtevraag naar dergelijke betalingen bleek dat in het eurogebied (uitgezonderd Duitsland) gemiddeld 6% van de huur, 13% van de energierekeningen en 31% van de doktersrekeningen in contanten werd betaald. In het

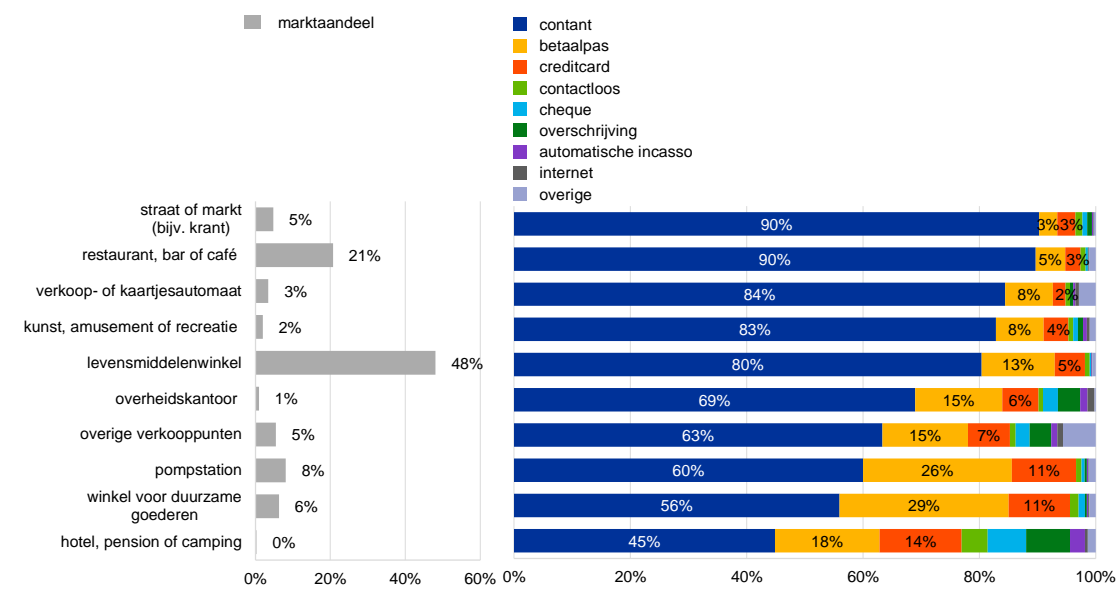


algemeen kan men concluderen dat terugkerende betalingen vaker contant gedaan worden in die landen waar het aandeel van contante betalingen ten opzichte van het totaal aantal betalingen hoog is.

## Grafiek B

### Marktaandeel van de belangrijkste betaalmiddelen bij verkooppunten, aantallen transacties

(procenten)



Bronnen: ECB, Deutsche Bundesbank en De Nederlandsche Bank.

Over het algemeen is het gebruik van contant geld aan de kassa in de meeste landen van het eurogebied nog steeds wijdverbreid. Dit lijkt in tegenspraak met de perceptie dat contant geld in toenemende mate vervangen wordt door andere betaalmiddelen. Gevraagd naar het betaalmiddel van hun voorkeur antwoordde 32% van de respondenten dat hun voorkeur uitging naar contant geld, 43% prefereerde pinpas of creditcard of andere niet-contante betaalmiddelen en 25% zei geen voorkeur te hebben. Het verschil tussen voorkeur en feitelijk gedrag kan deels verklaard worden door het feit dat de mensen bij deze vraag vooral leken te denken aan de grotere betalingen, die zij minder vaak doen, en leken te vergeten hoe vaak ze kleine bedragen afrekenen in contanten.

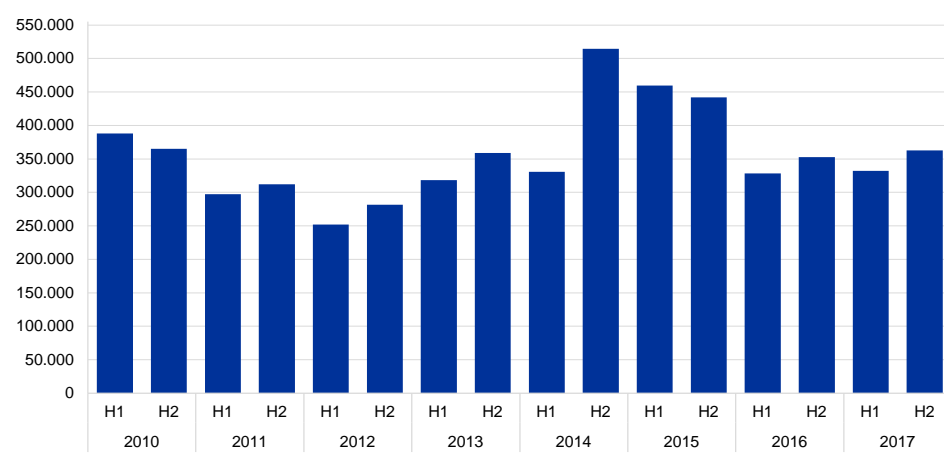
## 6.2 Vervalste eurobankbiljetten

Het totale aantal vervalste eurobankbiljetten nam in 2017 af, en er werden circa 694.000 vervalsingen aan de omloop onttrokken. In vergelijking met het aantal echte eurobankbiljetten in omloop is het aantal vervalsingen zeer klein. Grafiek 32 toont de langetermijnontwikkeling in de hoeveelheid vervalsingen die uit circulatie worden gehaald. De biljetten van € 20 en € 50 vormen het belangrijkste doelwit van vervalsers en waren in 2017 samen verantwoordelijk voor circa 85% van het totale aantal in beslag genomen vervalsingen. Het aandeel vervalste € 20-biljetten daalde in 2017.

De ECB blijft het publiek adviseren alert te blijven op mogelijke fraude, biljetten te controleren met de “voel, kijk en kantel”-methode en daarbij niet af te gaan op slechts één echtheidskenmerk. Daarnaast verzorgt de ECB trainingen voor professionele geldverwerkers, zowel in Europa als daarbuiten en wordt actueel informatiemateriaal verspreid om de strijd van het Eurosysteem tegen valsemunterij te ondersteunen. De ECB werkt hierin samen met Europol, Interpol en de Europese Commissie.

### Grafiek 32

Aantal uit omloop genomen valse eurobankbiljetten



Bron: ECB.

## 6.3 De tweede serie eurobankbiljetten

Op 4 april 2017 is het nieuwe € 50-bankbiljet in circulatie genomen. Met de invoering van dit nieuwe biljet zijn de eurobankbiljetten nog veiliger geworden. Na de biljetten van € 5, € 10 en € 20 is het biljet van € 50 de vierde coupure in de tweede serie eurobankbiljetten, die bekend staat als de “Europa-serie”. Het biljet bevat verbeterde echtheidskenmerken, zoals het “smaragdgroene cijfer”, een glanzend cijfer dat bij kanteling van het biljet een lichteffect toont dat op en neer beweegt en van kleur verandert, en een “portretraampje” – een nieuw en innovatief kenmerk, dat voor het eerst is gebruikt bij het € 20-biljet van de Europa-serie. Wanneer het bankbiljet tegen het licht wordt gehouden, toont een doorzichtig raampje boven in het hologram een portret van Europa, een figuur uit de Griekse mythologie, dat aan beide zijden van het biljet zichtbaar is. Hetzelfde portret komt ook terug in het watermerk.

In de eerste helft van 2019 zullen naar verwachting de nieuwe bankbiljetten van € 100 en € 200 worden uitgegeven, de laatste twee coupures van de Europa-serie. Na een evaluatie van de coupurestructuur van de eurobankbiljetten heeft de Raad van Bestuur van de ECB besloten om het biljet van € 500 niet op te nemen in de Europa-serie, naar aanleiding van signalen dat deze coupure illegale activiteiten zou kunnen bevorderen. De ECB en de nationale centrale banken zullen in het kader van de introductie van de nieuwe biljetten van € 100 en € 200 – die elk een paar nieuwe echtheidskenmerken bevatten – een informatiecampagne starten voor het publiek en

professionele geldverwerkers. De campagne zal ook ingaan op het besluit om het € 500-biljet niet meer uit te geven en benadrukken dat het – gezien de internationale rol van de euro en het wijdverbreide vertrouwen in de eurobankbiljetten – net als de andere biljetten uit de eerste serie nog steeds als wettig betaalmiddel en waardeopslagmiddel gebruikt kan worden. Alle eurobankbiljetten van de eerste serie (dus inclusief het € 500-biljet) zullen hun waarde altijd behouden en kunnen voor onbepaalde tijd worden ingewisseld bij de nationale centrale banken van het eurogebied.

De ECB en de nationale centrale banken zullen de bankbiljettensorteermachine-industrie helpen om zich voor te bereiden op de introductie van de nieuwe biljetten van € 100 en € 200.

## 7 Statistieken

Bijgestaan door de nationale centrale banken (NCB's) houdt de ECB zich bezig met het ontwikkelen, verzamelen, samenstellen en publiceren van een breed spectrum aan statistieken die nodig zijn ter ondersteuning van het monetaire beleid van het eurogebied, de toezichtsfuncties van de ECB, diverse andere taken van het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) en de taken van het Europees Comité voor Systeemrisico's. Van deze statistieken wordt tevens gebruikgemaakt door overheden, financiële marktpartijen, de media en het grote publiek. In 2017 is het ESCB de reguliere statistieken voor het eurogebied vlot en op tijd blijven verschaffen. Daarnaast heeft het aanzienlijke inspanningen verricht om aan de nieuwe eisen voor zeer tijdige, hoogwaardige en gedetailleerdere statistieken op land-, sector- en instrumentniveau te voldoen.

### 7.1 Nieuwe en verbeterde statistieken voor het eurogebied

In 2017 is de ECB begonnen met het publiceren van geldmarktstatistieken op basis van gedetailleerde gegevens die op basis van [Verordening ECB/2014/48](#) worden verzameld. Deze statistische gegevens hebben betrekking op het ongedekte segment van de geldmarkt en betreffen de totale omzetten en het gewogen gemiddelde rentetarief gedurende de reserveaanhoudingsperiode, evenals gemiddelde dagvolumes gedurende de reserveaanhoudingsperiode, uitgesplitst naar tegenpartijsector, transactiesoort en looptijd (63 nieuwe reeksen). Met deze publicatie wordt beoogd de geldmarkt transparanter te maken en daarmee beter te laten functioneren.

Ook is de ECB begonnen met de publicatie van statistische gegevens over verzekeringsinstellingen die op basis van [Verordening ECB/2014/50](#) worden verzameld. Deze gegevens betreffen de balans van verzekeringsinstellingen en worden ieder kwartaal geactualiseerd.

In 2017 heeft het ESCB duidelijke regels vastgesteld voor de publicatie van rentetarieven en volumes met betrekking tot monetaire financiële instellingen (MFI's), waarmee is gezorgd voor afdoende en vergelijkbare verstrekking van nationale MFI rentestatistieken (MIR) op het niveau van het ESCB. Hiermee is het aantal in het [Statistical Data Warehouse van de ECB](#) algemeen beschikbare MIR-reeksen met 1.840 toegenomen.

In november 2017 is het aantal algemeen beschikbare geconsolideerde bankgegevens fors uitgebreid doordat nieuwe elementen werden toegevoegd met betrekking tot de balans, winstgevendheid, de kwaliteit van activa, liquiditeit en kapitaaltoereikendheid.

Tevens is de ECB begonnen met het publiceren van voor het eurogebied geaggregeerde balansgegevens van financiële ondernemingen die zich bezighouden met kredietverlening aan in het eurogebied gevestigde huishoudens en niet-financiële ondernemingen. Deze gegevens worden jaarlijks gepubliceerd en zijn voor een aantal landen ook met een kwartaalfrequentie beschikbaar. Zowel de uitstaande bedragen als verschillen in uitstaande bedragen gecorrigeerd voor herrubriceringen zijn beschikbaar.

De Macroprudential Database (MPDB) is verrijkt met een nieuwe verzameling indicatoren, die hoofdzakelijk op de bankensector betrekking hebben, waarmee het totale aantal indicatoren op ruim 300 uitkomt. Er wordt aan verdere uitbreiding van de MPDB gewerkt, hoofdzakelijk op gebieden waar zich nog lacunes in de gegevens voordoen.

## 7.2 Overige statistische ontwikkelingen

Een nieuwe ECB-Verordening gaat rechtstreeks rapportagevereisten opleggen aan alle in het eurogebied gevestigde pensioenfondsen die onder de in de Verordening opgenomen definitie vallen. Met de [Verordening van de ECB betreffende statistische rapportagevereisten voor pensioenfondsen](#) worden tekortkomingen hersteld in de huidige kwartaalstatistieken die sinds juni 2011 worden gepubliceerd, met name de beperkte verspreiding van transactiegegevens, die aan de onvoldoende kwaliteit van de gegevens te wijten is. Met de nieuwe gegevens kan het ESCB nog beter zijn monetaire en financiële analyses uitvoeren en aan de stabiliteit van het financiële stelsel bijdragen.

Tijdens de ontwikkelingsfase zijn er diverse bijeenkomsten gehouden met de Europese autoriteit voor verzekeringen en bedrijfspensioenen (EIOPA) en de pensioensector, die werd vertegenwoordigd door PensionsEurope. De Verordening voorziet in de geharmoniseerde verzameling van gegevens over de activa en passiva van pensioenfondsen, uitgesplitst naar de geografische locatie van de tegenpartij, sector en looptijd. Op kwartaalbasis worden gegevens over zowel uitstaande bedragen als transacties beschikbaar gemaakt. Tussen eind juli en eind september 2017 heeft een [openbare consultatie](#) plaatsgevonden en de Europese Commissie heeft een reactie gepubliceerd. Begin 2018 is een geactualiseerd ontwerp aan de Raad van Bestuur van de ECB voorgelegd. De Verordening is op 26

januari 2018 door de Raad van Bestuur goedgekeurd en op 17 februari 2018 in het Publicatieblad gepubliceerd. In 2019 wordt met het rapporteren van de nieuwe statistische gegevens aan de ECB begonnen.

Op 21 september 2017 maakte de ECB bekend dat zij vóór 2020 een overnight ongedekt rentetarief gaat publiceren gebaseerd op de data die op basis van de Money Market Statistical Reporting Regulation worden verzameld. Het tarief gaat een aanvulling vormen op bestaande door de private sector gepubliceerde benchmarktarieven en zal als referentietarief daarmee tevens als achtervang dienen. De komende twee jaar gaat de ECB de algemene kenmerken van het tarief definiëren, de berekeningsmethode ontwikkelen en de robuustheid van het tarief testen. Onderwijl is de ECB transparant in haar communicatie omtrent openbare consultaties.

In 2017 is de kwaliteitsborging van de MIR's versterkt door middel van: (i) een verzameling best practices en een leidraad voor de uitvoering van kwaliteitscontroles; (ii) de eerste ESCB-enquête over plaatselijke problemen die NCB's ondervinden op kwaliteitsgebied, die tweejaarlijks wordt geactualiseerd, en (iii) een verbeterd MIR-nalevingskader. In januari 2017 is een geactualiseerde versie van het MIR Manual<sup>81</sup> op de website van de ECB geplaatst, waarin de verbeteringen van de MIR-statistieken van de afgelopen jaren naar voren komen.

In 2017 is begonnen met het actualiseren van de [ECB-Verordening betreffende betalingsstatistieken](#). Doel van deze exercitie is om de statistische rapportages op het gebied van betalingen te verbeteren, zodat de statistieken geschikt blijven voor het doel waarvoor ze worden gebruikt. Bij deze herziening worden recente ontwikkelingen in de toepasselijke Europese wetgeving en de meest recente innovaties in de markt voor retailbetalingen meegenomen.

De langetermijnaanpak van het ESCB en het Comité Statistieken van het ESCB wat betreft de verzameling van gegevens van banken is gericht op het voor zover mogelijk standaardiseren en integreren van de bestaande statistische kaders van de ESCB in de diverse domeinen en landen. Daarmee zou de rapportagelast van banken moeten worden verlicht, de automatisering van het verwerken van steeds omvangrijkere en gedetailleerdere datasets moeten worden vergemakkelijkt en de gegevenskwaliteit moeten worden verhoogd. De twee voornaamste initiatieven zijn de Banks' Integrated Reporting Dictionary (BIRD)<sup>82</sup> en het European Reporting Framework (ERF). De BIRD voorziet banken van standaarddefinities en transformatieregels zodat ze hun rapportages bij de autoriteiten kunnen indienen. In 2017 is met de beschrijving van de vereisten voor AnaCredit en Securities Holdings Statistics de pilotfase van de BIRD afgesloten en is een aanvang gemaakt met de volgende stap: het opnemen van de financiële verslaggevingsvereisten van de Europese Bankautoriteit (EBA). De BIRD wordt als een "publiek goed" beschikbaar gesteld aan banken en andere geïnteresseerde partijen, zoals softwareontwikkelaars op het gebied van financiële verslaggeving, en het gebruik ervan is vrijwillig. Met

<sup>81</sup> Zie "[Manual on MFI interest rate statistics](#)", ECB, januari 2017.

<sup>82</sup> Voor meer informatie, zie de [website van de BIRD](#).

betrekking tot het ERF, waarmee uiteindelijk de rapportage in de diverse domeinen en landen geïntegreerd zou moeten worden, is in 2017 met een kosten-baten analyse gestart om in nauwe samenwerking met de bankensector en alle andere stakeholders het effect ervan op de vraag- en aanbodzijde te beoordelen.

De capaciteit van het Register of Institutions and Affiliates Database (RIAD) van het ESCB wordt vergroot, zodat ook kan worden beschikt over de gegevens die nodig zijn voor het AnaCredit-project (bijvoorbeeld over niet-financiële ondernemingen), en aan andere behoeften van gebruikers binnen het ESCB en het Europese bankentoezicht kan worden voldaan. Als de belangrijkste schakel tussen de verschillende bestaande gedetailleerde datasets (de Securities Holdings Statistics Database – SHSDB, de Centralised Securities Database – CSDB, en AnaCredit), kunnen dankzij het RIAD alle relevante gegevens samen worden gebracht. Daarnaast is aan het einde van het eerste kwartaal van 2018 het verbeterde RIAD-systeem opgeleverd. In het tweede kwartaal wordt naar verwachting een aan het RIAD gewijd richtsnoer van de ECB afgerond.

In juni 2017 heeft het Directoraat-Generaal Statistiek een nieuwe organisatiestructuur ingericht, met het oog op het tot stand brengen van een gestroomlijnde productie van microgegevens op een veel grotere schaal dan voorheen en het boeken van vooruitgang bij de productie van hoogwaardige macro-economische statistiek. De nieuw opgezette sectie Data Integration and Services vormt een speerpunt voor gegevensintegratie en biedt shared data services. Een van de belangrijke prestaties tot dusverre is de data inventory van de ECB, waarmee gebruikers gegevens van de ECB die in diverse applicaties zijn opgeslagen, kunnen vinden en ontsluiten. Momenteel lopen er diverse pilotprojecten, gericht op het bevorderen van samenwerking en onderlinge vergelijkbaarheid van onderzoeken afkomstig van verschillende organisatie-eenheden. De onderwerpen van deze pilotprojecten zijn onder andere gegevenstoegang, bank identifiers en het combineren van datasets voor een betere analyse van de financiering en de activa van banken. Verder wordt er veel energie gestoken in de invoering van internationale datastandaarden om de rapportagelast te verlichten en de kwaliteit en de consistentie van de gegevens te verhogen.

De Directie van de ECB heeft in 2017 een nieuw Data Committee opgezet onder voorzitterschap van de Chief Services Officer. Hierin worden senior managers van organisatie-eenheden die gegevens gebruiken en aanleveren samengebracht om de datamanagementstrategie van de ECB vast te stellen, de invoering ervan aan te sturen en de activiteiten van de ECB inzake datastandaardisatie te coördineren. Er is een actieve Data Steward Group, met vertegenwoordigers van alle organisatie-eenheden die gegevens gebruiken en aanleveren. Deze groep draagt bij aan de ECB-brede ontwikkeling en afstemming van datamanagement-onderwerpen, zoals masterdata en metadata en gegevenstoegang.

In 2017 is de ECB zich blijven inspannen om haar statistiek toegankelijker en gebruiksvriendelijker te maken. Deze zijn toegankelijk via het Statistical Data Warehouse. Aan de website “[Onze statistiek](#)” zijn nieuwe visualisaties inzake financiering in het eurogebied en de investeringsdynamiek, gegevens over het bankentoezicht en tekstuele uitleg over statistiek toegevoegd. Het is voor

gebruikers nu mogelijk om de visualisaties te delen en in eigen websites, blogs of andere digitale publicaties op te nemen. Een dergelijke subset van de statistieken kan op ieder apparaat eenvoudig worden bekeken, zoals op een pc, een tablet, een smartphone of een ander mobiel apparaat.

## Kader 10

### Samenwerking op het gebied van statistiek op Europees en internationaal niveau

---

De ECB heeft in nauwe samenwerking met Eurostat de vereiste kwaliteitsborging uitgewerkt van de statistische gegevens waarop de macro-economische onevenwichtighedenprocedure (MIP) berust. De MIP is in 2011 opgesteld als onderdeel van het “sixpack” van regels over economische governance voor de preventie en correctie van macro-economische onevenwichtigheden in de EU.

Onderdeel van de MIP is een scoreboard bestaande uit 14 hoofdindicatoren en 28 aanvullende indicatoren aan de hand waarvan bestaande opkomende macro-economische onevenwichtigheden op het niveau van de lidstaat vroegtijdig worden gesignaleerd. Deze indicatoren zijn afgeleid van de economische en financiële statistische gegevens die door het Europees Statistisch Systeem (ESS) en het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) worden opgesteld en aan Eurostat worden doorgegeven.

Het ESS en de ESCB passen een doorlopende statistische kwaliteitsborging toe om te waarborgen dat hun statistische gegevens voldoen aan de kwaliteitsnormen die worden gesteld aan toepassing voor beleidsdoeleinden. Het ESS, het ESCB, Eurostat en de ECB werken nauw samen om ervoor te zorgen dat er voor de MIP betrouwbare statistische gegevens beschikbaar zijn.

Diverse MIP-indicatoren, bijvoorbeeld die over het saldo op de lopende rekening en de schulden van de private sector, zijn gebaseerd op statistische gegevens zoals die over de betalingsbalans en de internationale investeringspositie, dat wil zeggen gegevens die in de meeste lidstaten door de nationale centrale bank (NCB) worden samengesteld. In november 2016 hebben Eurostat en het Directoraat-Generaal Statistieken van de ECB een [memorandum van overeenstemming](#) met betrekking tot de kwaliteitsborging van deze statistieken ondertekend. Hierin zijn werkafspraken vastgelegd voor de samenwerking tussen Eurostat en de ECB en wordt bepaald dat de ECB een kwaliteitsborging dient uit te voeren voor de datasets die de NCB's samenstellen.

Hiertoe is inmiddels een kwaliteitsrapportagestelsel van drie niveaus volledig doorgevoerd. Dit bestaat uit nationale self-assessmentrapportages (niveau 3), waarin de voornaamste kwaliteitsaspecten van de statistieken worden beschreven (self-assessment door nationale autoriteiten); domein-specifieke rapportages (niveau 2), die door de ECB en Eurostat worden opgesteld; en een gezamenlijke jaarlijkse samenvattende rapportage van de ECB en Eurostat waarin de kwaliteit wordt beoordeeld van alle statistische gegevens waarop de MIP berust (niveau 1).

In 2017 is de ECB begonnen met de verstrekking aan Eurostat van datasets met kwaliteitsborging, met inbegrip van aanvullende gegevens ten aanzien van belangrijke gebeurtenissen en herzieningen die gevolgen voor nationale data hadden. Met het oog op verdere kwaliteitsverbetering wordt de kwaliteit van de verkregen gegevens en de consistentie van de datasets geanalyseerd. Het memorandum van overeenstemming voorziet ook in bezoeken van de ECB en Eurostat aan nationale bureaus voor de statistiek om hen te helpen de kwaliteit van de verkregen gegevens te beoordelen. Hiermee is eind 2017 een aanvang gemaakt.

De ECB heeft een vruchtbare samenwerking met de Europese Bankautoriteit (EBA), die na de invoering van het gemeenschappelijk toezichtsmechanisme (SSM) in 2014 verder is versterkt. Vooral waar het gaat om data op het gebied van banktoezicht komt dit duidelijk naar voren, aangezien de ECB conform de [SSM-Kaderverordening](#) verantwoordelijk is geworden voor de procesinrichting rond de verzameling en de kwaliteitscontrole van de door de onder toezicht staande instellingen gerapporteerde gegevens. De EBA is verantwoordelijk voor het opstellen en onderhouden van technische uitvoeringsnormen (ITS) inzake toezichtsrapportages en openbare informatieverschaffing, in nauwe samenwerking met de nationale bevoegde autoriteiten (NCA's).

De EBA is ook een belangrijke partij bij de stroom van toezichtsgegevens afkomstig van rapporterende instellingen (de zogenoemde sequentiële aanpak), aangezien de ECB een subset van de gegevens naar de EBA doorzendt. Dit heeft een aantal werkprocessen met zich meegebracht, zoals het genereren van 'business cards' voor iedere rapporterende instelling. Tevens neemt de ECB als belanghebbende in de gegevensstroom en de controles van de datakwaliteit deel aan de Transparency Exercise van de EBA.

De samenwerking met de EBA bestaat tevens uit de deelname door medewerkers van de ECB aan EBA-werkgroepen die verantwoordelijk zijn voor toezichtsrapportages en aan gezamenlijke werkzaamheden met betrekking tot datakwaliteit, zoals het onderhoud en testen van validatieregels, het ontwikkelen van plausibiliteitscontroles en interactie ten aanzien van datakwaliteitscontroles. Verder verleent de ECB bijstand in zaken rond governance van datakwaliteit, door bijvoorbeeld een bijdrage te leveren aan vragen en antwoorden (Q&A's) over de interpretatie van de rapportagevereisten.

Vermeldenswaard is eveneens dat de EBA de strategische initiatieven voor de middellange termijn van de ECB ondersteunt die zijn gericht op het terugdringen van de rapportagelast van banken, zoals de ontwikkeling van de Integrated Reporting Dictionary van de banken en het vaststellen van een geharmoniseerd Europees rapportagekader voor banken.

De ECB werkt ook in diverse andere verbanden met andere organisaties samen, waaronder:

- afspraken voor gegevensuitwisseling met het Internationaal Monetair Fonds ten behoeve van diens nationale en Europese Financial Sector Assessment Programs;
- deelname aan het Comité Coördinatie Statistische Activiteiten van de Verenigde Naties en het Irving Fisher Comité betreffende centralebankstatistieken van de Bank for International Settlements. Beide comités richten zich op het verbeteren van de afstemming en samenwerking tussen statistische autoriteiten, waaronder centrale banken op Europees en mondiaal niveau. Zij behandelen aspecten als het efficiënt functioneren van het statistische systeem, gemeenschappelijke standaarden en platforms, en de ontwikkeling van methodologieën.

Tot slot biedt de ECB andere autoriteiten mogelijkheden voor opleidingen en training met behulp van workshops, seminars en presentaties. Deze richten zich op organisaties binnen en buiten het ESCB en het SSM, zoals NCA's en NCB's in niet-EU-lidstaten, met het oog op een mogelijk toekomstig lidmaatschap.



## Kader 11

### AnaCredit in ontwikkeling: belangrijkste kenmerken

---

AnaCredit staat voor “analytical credit datasets”, een initiatief gericht op het verzamelen en aan een breed samengestelde groep gebruikers beschikbaar stellen van gedetailleerde informatie over kredieten en kredietrisico's waar het gaat om afzonderlijke bankleningen aan bedrijven en andere rechtspersonen. Met de nieuwe datasets wordt de uitvoering van de hoofdtaken van het ESCB ondersteund en een wezenlijke bijdrage geleverd aan de verbetering van bestaande en de ontwikkeling van nieuwe ESCB-statistieken. De gedetailleerde (granulaire) informatie data over kredieten aan de economie en de blootstellingen van banken kan worden gebruikt voor een groot aantal analyses waarvoor geaggregeerde gegevens niet langer volstaan. Van groot belang is de harmonisatie van begrippen en definities, waardoor een hoge mate van vergelijkbaarheid tussen landen ontstaat. Door AnaCredit worden analyses van kredieten en kredietrisico's veel waardevoller, doordat er gedetailleerde, actuele en volledig geharmoniseerde gegevens beschikbaar zijn over leningen aan alle rechtspersonen. Bovendien wordt de vertrouwelijkheid van de gegevens zorgvuldig beschermd door de toegang tot granulaire gegevens te beperken op need-to-know-basis. Overige gebruikers wordt toegang verleend tot semi-geaggregeerde data, waaruit de identiteit van afzonderlijke entiteiten niet kan worden afgeleid.

AnaCredit biedt een vergrootglas voor het analyseren van kredieten en kredietrisico's in het eurogebied. Doordat vooral leningen aan niet-financiële ondernemingen worden bestreken, biedt AnaCredit een beter inzicht in het transmissiekanaal van het monetair beleid, hoofdzakelijk wat kleine en middelgrote ondernemingen betreft, die immers de ruggengraat van de economie vormen waar het gaat om investeringen en werkgelegenheidsmogelijkheden. Ook kan AnaCredit via feedback loops rapporterende instellingen ten goede komen. Zij zullen de kredietwaardigheid van leningnemers overal in het eurogebied beter kunnen beoordelen en met behulp van AnaCredit een uitgebreidere en robuustere analyse van hun eigen blootstellingen kunnen uitvoeren. De feedback loops in het kader van AnaCredit worden momenteel ontwikkeld en worden door de NCB's op basis van vrijwilligheid opgezet.

In mei 2016 heeft de Raad van Bestuur van de ECB de [AnaCredit-Verordening](#) vastgesteld, die voorziet in het juridisch kader voor het ESCB voor het verzamelen van granulaire data van kredietinstellingen. Volgens de Verordening gaan ruim 4.000 kredietinstellingen in het eurogebied en een aantal in enkele andere EU-lidstaten vanaf september 2018 aan hun NCB's (en via hen aan de ECB) gegevens rapporteren over afzonderlijke kredietblootstellingen die onder de werkingssfeer van de Verordening vallen. Circa 1.600 andere kredietinstellingen, voornamelijk kleine, zijn deels of volledig vrijgesteld van rapportage. Geschat wordt dat er maandelijks 50 tot 70 miljoen gegevens over circa 15 miljoen tegenpartijen, merendeels bedrijven, zullen worden gerapporteerd. Er worden overigens al een halfjaar eerder gegevens over tegenpartijen gerapporteerd: vanaf april 2018 wordt een aanvang gemaakt om zo aanloopproblemen te kunnen verminderen. Leden van het Eurosysteem gaan een gezamenlijke analytische dataset met kredieten delen. Andere NCB's in de EU kunnen besluiten om soortgelijke gegevens op basis van dezelfde definities te rapporteren en krijgen dan op wederzijdse basis toegang. Het rapportagekader is de uitkomst van een diepgaande analyse en gesprekken binnen het ESCB, inclusief diverse consultatieronden met gebruikers (waaronder de financiële sector en andere stakeholders), met name om de kosten en baten te beoordelen en de rapportage te kalibreren, bijvoorbeeld om de proportionaliteit te waarborgen. Het uiteindelijke rapportagekader vormt de weerslag van de afweging tussen de behoeften van gebruikers binnen de diverse deelgebieden van de centrale banken en de daarmee gepaard gaande kosten van implementatie en van het verzamelen en verwerken van de benodigde gegevens.

AnaCredit bevat 88 leningkenmerken waarvan de meeste maandelijks worden geactualiseerd. Deze zijn gebaseerd op volledig geharmoniseerde concepten en definities die in alle deelnemende landen gelden. De kenmerken hebben betrekking op alle partijen bij een leningovereenkomst (kredietgever, kredietnemer, garant). Daarbij gaat het om zowel structurele gegevens, zoals economische activiteit, bedrijfsomvang, jaaromzet en afsluit- en aflossingsdatum van een lening als dynamische gegevens, waaronder uitstaand bedrag, status van wanbetaling van zowel het instrument als de tegenpartij, achterstalligheid of kans op wanbetaling door de tegenpartij. De rapportagedrempel ligt op €25.000 op het niveau van de kredietnemer per kredietinstelling.

De kredietgegevens worden gecombineerd met een register van alle rechtspersonen en andere onderdelen van instellingen, zoals buitenlandse vestigingen. Daarmee ontstaat de unieke mogelijkheid om ongeveer 15 miljoen tegenpartijen (kredietgevers, kredietnemers en garanten) te onderscheiden en ontstaat een hoge mate van harmonisatie van concepten en definities. Hiermee is een adequate berekening mogelijk van de schuldpositie van een kredietnemer (een rechtspersoon of een groep) ten opzichte van diens kredietgevers (kredietinstellingen). Ook zullen kredietinstellingen, als potentiële gebruikers van de granulaire kredietinformatie, via de opgezette feedback loops hun eigen blootstellingen gedetailleerder en robuuster kunnen analyseren.

Sinds de vaststelling van de AnaCredit-Verordening in mei 2016 heeft het Comité Statistiek van het ESCB een grote hoeveelheid methodologische werk verricht, bijgestaan door de AnaCredit-Werkgroep, zoals het opstellen van het AnaCredit-Handboek, dat bestaat uit 570 pagina's aan gedetailleerde informatie en richtlijnen over de AnaCredit-rapportagevereisen. De algemene doelstelling van het Handboek is de kredietinstellingen bij te staan bij het methodologisch verantwoord automatiseren van de rapportage en te waarborgen dat het in de Verordening uiteengezette statistische kader van AnaCredit in het gehele eurogebied consistent en effectief wordt toegepast. Het Handboek bestaat uit de volgende drie delen:

- Deel I verklaart de algemene AnaCredit-methodologie en geeft informatie over de rapportagepopulatie en -inrichting, waaronder een algemene beschrijving van het onderliggende datamodel (gepubliceerd in november 2016);
- Deel II beschrijft alle datasets en -kenmerken van de AnaCredit-gegevensverzameling in detail en biedt concrete rapportagevoorschriften (gepubliceerd in februari 2017);
- Deel III bevat een selectie van casussen en scenario's die nadere uitleg behoeven (gepubliceerd in mei 2017).

Het Handboek, dat voor commentaar aan de sector is voorgelegd, wordt momenteel aangevuld met nadere methodologische werkzaamheden die verband houden met het verschaffen van gedetailleerde uitleg via het doorlopende Q&A-proces. Zo kunnen kredietinstellingen en andere stakeholders te allen tijde vragen aan de desbetreffende NCB voorleggen. De NCB stelt vervolgens, vaak samen met de ECB, een antwoord op, dat gewoonlijk ook met de andere NCB's wordt gedeeld. Een selectie uit deze Q&A's is in augustus 2017 op de website van de ECB gepubliceerd en deze wordt regelmatig geactualiseerd.

Het Comité Statistiek van het ESCB en de AnaCredit-Werkgroep hebben daarnaast validatiechecks ontwikkeld ter ondersteuning van het automatiseren van de gegevensverzending en om minimale kwaliteitsnormen vast te stellen voor de gegevensverzending door kredietinstellingen. Aan de hand van validatiecontroles kunnen gegevens op de juiste wijze worden geïdentificeerd en

verwerkt. In augustus 2017 is een verzameling validatiecontroles op de website van de ECB gepubliceerd.

Waar de AnaCredit-Verordening bindende regels bevat voor de primaire rapportage door kredietinstellingen, schrijft een [Richtsnoer van de ECB](#) voor hoe NCB's de vereiste kredietgegevens in de vorm van secundaire rapportages aan de ECB dienen te rapporteren. Het Richtsnoer gaat voornamelijk in op de wijze waarop kredietgegevens en tegenpartijreferentiegegevens die uit hoofde van de Verordening zijn verzameld, moeten worden verzonden aan de ECB.

Zoals in de considerans van de AnaCredit-Verordening wordt aangegeven, kan dit initiatief in latere fasen nog worden uitgebreid tot meer kredietgevers, kredietnemers en instrumenten.

---

## 8 Economisch onderzoek

Hoogwaardig onderzoek legt een solide basis onder het ECB-beleid. In 2017 leidde het onderzoek van de ECB tot nieuwe inzichten in verschillende belangrijke beleidskwesties. Daarnaast versterkten de activiteiten van drie nieuwe onderzoeksclusters en twee nieuwe onderzoeksnetwerken de samenwerking binnen het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB).<sup>83</sup>

### 8.1 Onderzoeksprioriteiten van de ECB

In 2017 hebben de ECB-onderzoeksteams zich gericht op een duidelijk afgebakende reeks onderzoeksprioriteiten. Een daarvan betrof de transmissie van het bijzonder monetair beleid in een omgeving met negatieve beleidsrentetarieven. Verschillende onderzoeken onderstreepten het belang van onconventionele maatregelen die de economische gevolgen van negatieve financiële schokken tegengaan door de onzekerheid op de markt te verminderen en de toegang tot bankfinanciering voor het mkb te verbeteren. Ook in onderzoeken gericht op het verbeteren van ECB-modellen voor het maken van prognoses en monetairbeleidsanalyses in verschillende landen en het eurogebied als geheel stonden het bijzonder monetair beleid en de interacties tussen de financiële en reële sectoren van de economie centraal. Andere belangrijke prioriteiten betroffen het onderzoek naar factoren die de aanhoudend lage inflatie in het eurogebied kunnen helpen verklaren en onderzoek naar het ontwerp van institutionele- en beleidsstructuren ter versterking van de Economische en Monetaire Unie (EMU).

Macroprudentieel beleid was eveneens onderwerp van uitgebreid onderzoek in 2017. Een belangrijke stap hierin was de kalibrering van het "3D-model" voor alle landen die deelnemen aan het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme. Het model gaat uit van drie niveaus van wanbetalingsrisico (dat wil zeggen voor banken, niet-financiële instellingen en huishoudens) en is bij uitstek geschikt voor het

---

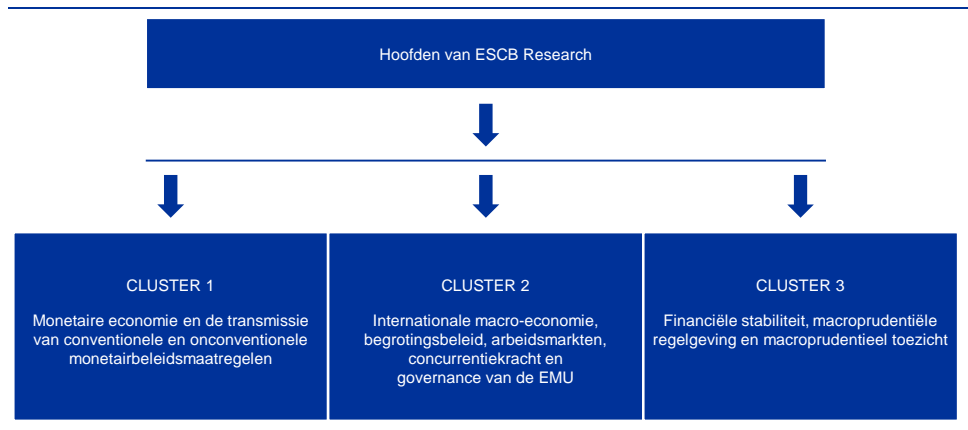
<sup>83</sup> Meer informatie over de onderzoeksactiviteiten van de ECB en de daarmee verband houdende evenementen, publicaties en netwerken is te vinden op de [website van de ECB](#).

beoordelen van de kapitaaltoereikendheid van banken. Ook werd er een versie van het model ontwikkeld met nominale rigiditeiten, om de interactie tussen monetair en macroprudentieel beleid te analyseren.

## 8.2 Onderzoeksclusters en -netwerken van het Eurosysteem/ESCB

Om de samenwerking tussen ESCB-onderzoekers te bevorderen, hebben de hoofden van de verschillende ESCB-onderzoeksafdelingen in 2017 drie nieuwe onderzoeksclusters opgezet. Het doel van deze clusters is om de onderzoeksinspanningen in de belangrijkste onderzoeksgebieden te harmoniseren door middel van workshops en gezamenlijke onderzoeksprojecten (zie Figuur 2). Elk van de drie clusters organiseerde het afgelopen jaar een kennismakingsworkshop die werd bijgewoond door ESCB-onderzoekers en externe deskundigen.

**Figuur 2**  
ESCB-onderzoeksclusters



Bron: ECB.  
Toelichting: Structuur van de nieuwe ESCB-onderzoeksclusters bepaald door de hoofden van de ESCB-onderzoeksafdelingen in 2016.

Twee onderzoeksnetwerken van het Eurosysteem/het ESCB hebben in 2017 aanzienlijke vooruitgang geboekt. Het Wage Dynamics Network (WDN) sloot de derde fase af van een onderzoek naar meer dan 25.000 bedrijven in 25 EU-landen. In deze derde fase werden het kosten- en prijszettingsgedrag van bedrijven onderzocht evenals het effect van de verschillende tussen 2010 en 2013 doorgevoerde structurele hervormingen op arbeidsmarktaanpassingen. Een van de belangrijkste bevindingen van dit nieuwe onderzoek was dat de grote arbeidsmarkthervormingen in landen die hard geraakt zijn door de crisis inderdaad geleid hebben tot aanpassingen op de arbeidsmarkt (zie Grafiek 33).<sup>84</sup>

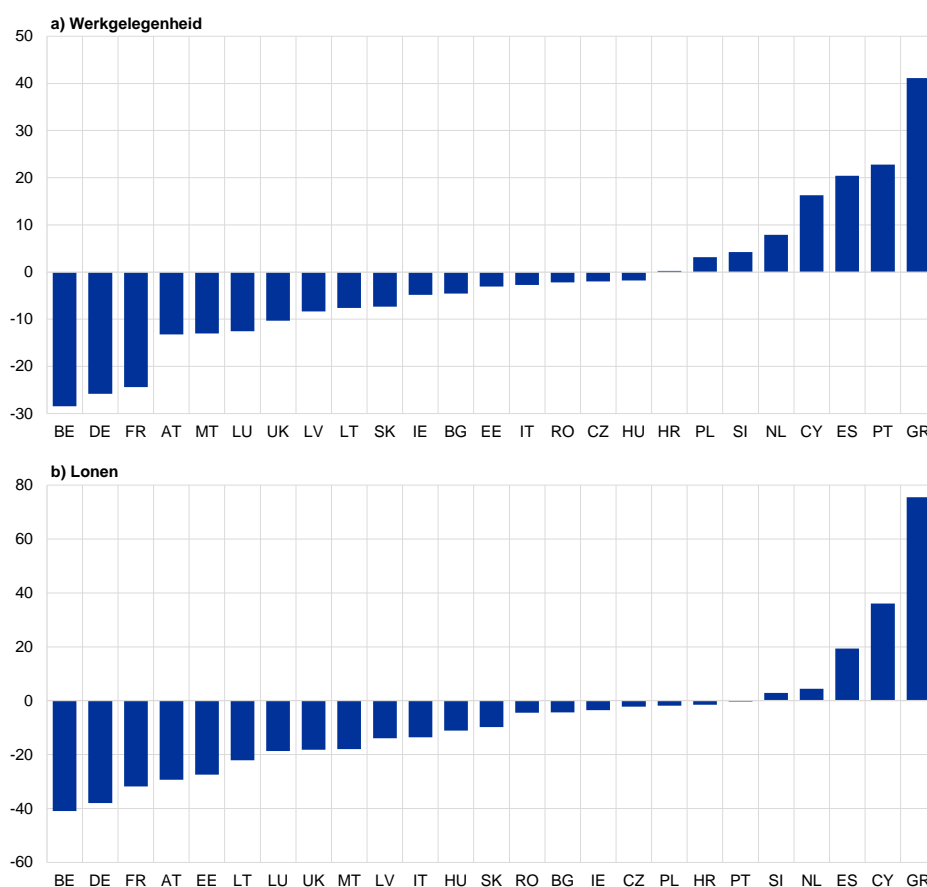
<sup>84</sup> De resultaten van het WDN-onderzoek zijn samengevat in de publicatie "[Labour market adjustment in Europe during the crisis: microeconomic evidence from the Wage Dynamics Network survey](#)", *Occasional Paper Series*, Nr. 192, ECB, juni 2017. De resultaten voor de individuele landen en de bijbehorende working papers zijn te vinden op de [WDN-website](#).

Het [Household Finance and Consumption Network](#) (HFCN) coördineert de enquête over de financiën en de consumptie van huishoudens. Na de publicatie van de resultaten van de tweede fase tegen het einde van 2016 heeft het HFCN het effect van de heterogeniteit van huishoudens op de transmissie van het monetair beleid en financiële stabiliteit onderzocht. Zo hebben de HFCN-onderzoekers een inschatting gemaakt van de effecten van het ECB-programma voor de aankoop van activa (APP) op inkomens- en vermogensongelijkheid. Een belangrijke bevinding is dat de APP-maatregelen de vermogensongelijkheid slechts beperkt beïnvloeden, maar de inkomensongelijkheid verminderen doordat de werkloosheidscijfers onder huishoudens met lagere inkomens dalen.

### Grafiek 33

Gesaldeerde mutaties in de ruimte voor aanpassing van werkgelegenheid en lonen tussen 2010 en 2013

(procenten)



Bron: Wage Dynamics Network.

Toelichting: Het verschil tussen respectievelijk het percentage bedrijven dat aangeeft dat het gemakkelijker is geworden en het percentage bedrijven dat aangeeft dat het moeilijker is geworden om wat betreft werkgelegenheid en lonen in te spelen op conjuncturele veranderingen. Positieve waarden geven aan dat meer bedrijven het gemakkelijker dan moeilijker vonden om zich aan te passen aan de conjunctuur.

## 8.3 Conferenties en publicaties

De dialoog met economen uit de wetenschappelijke wereld en andere beleidsinstellingen wordt steeds belangrijker, nu de complexiteit van de voor de ECB relevante vraagstukken de afgelopen jaren zo sterk is toegenomen. Daarom heeft de ECB in 2017 verschillende grote onderzoeksconferenties georganiseerd, waaronder het ECB Forum on Central Banking in Sintra en de tweede Annual Research Conference (ARC). De focus van de eerstgenoemde conferentie lag op de belangrijke ontwikkelingen in de reële economie die van belang zijn voor monetair beleid, in het bijzonder investeringen en productiviteit.<sup>85</sup> De ARC 2017 ging over innovatief onderzoek naar onder meer de kosten van inflatie, de gevolgen van negatieve rentes, het verband tussen de opvattingen van economische operatoren en economische stagnatie, en vermogensongelijkheid. Andere belangrijke conferenties behandelden structurele hervormingen in het eurogebied, macroprudentieel beleid en de communicatie van centrale banken.

De onderzoeksactiviteiten van de ECB hebben ook geresulteerd in de publicatie van verschillende artikelen in wetenschappelijke tijdschriften en working papers. In 2017 zijn er in totaal 132 artikelen gepubliceerd in de Working Paper Series van de ECB. Daarnaast is een aantal meer beleidsmatige analytische onderzoeken gepubliceerd in de Occasional Paper Series van de ECB, de Statistics Paper Series en de Discussion Paper Series. Deze grote hoeveelheid hoogwaardige onderzoeksartikelen vormde eveneens de basis voor verbeterde communicatie van onderzoeksbevindingen naar een groter en algemener publiek. Zo zijn er 12 artikelen gepubliceerd in het ECB Research Bulletin.<sup>86</sup>

## 9 Juridische werkzaamheden en taken

In 2017 was de ECB betrokken bij verschillende gerechtelijke procedures op EU-niveau. Daarnaast heeft de ECB een groot aantal adviezen uitgebracht in reactie op de in het Verdrag opgenomen eis dat de ECB moet worden geraadpleegd over communautaire of nationale wetsvoorstellen op terreinen die onder haar bevoegdheid vallen. Ook heeft zij de naleving van het verbod op monetaire financiering en bevoorrechte toegang gecontroleerd.

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

In januari 2017 verwierp het Gerecht van de Europese Unie (het Gerecht) het beroep tot schadevergoeding dat door twee Franse ondernemingen (Nausicaa Anadyomène en Banque d'escompte) tegen de ECB was ingesteld in Zaak T-749/15. De geëiste

<sup>85</sup> Alle papers, discussiestukken en speeches van de Forum-conferentie in Sintra zijn te vinden in het [e-book](#) van de conferentie en video-opnames van alle sessies zijn te bekijken op het [YouTube-kanaal](#) van de ECB.

<sup>86</sup> Het ECB Research Bulletin is een internetplatform voor de verspreiding van belangrijkste onderzoeksresultaten naar een groter publiek. De verschillende nummers van deze publicatie zijn te raadplegen op de [website van de ECB](#).

schadevergoeding had betrekking op de afslag die van toepassing was op bepaalde door de twee ondernemingen aangekochte Griekse overheidsobligaties in het kader van een gedeeltelijke herstructurering van de Griekse overheidsschuld in 2012. De voornaamste tegen de ECB gebezigde middelen waren een vermeende inbreuk op de beginselen van: (i) gewettigd vertrouwen en rechtszekerheid; (ii) gelijke behandeling en non-discriminatie en (iii) behoorlijk bestuur.

In de uitspraak werd het beroep verworpen en daarmee werd alle aansprakelijkheid van de zijde van de ECB uitgesloten. Hiermee werd een eerdere uitspraak bevestigd die betrekking had op natuurlijke personen in het bezit van Griekse schuldbewijzen (zie Zaak T-79/13, *Accorinti e.a./ECB*). Het Gerecht overwoog dat de ECB niet gehouden is om de vermeende verliezen te compenseren van banken die Griekse schuldbewijzen in bezit hielden in verband met de herstructurering van Griekse schulden in 2012. Allereerst overwoog het Gerecht dat commerciële banken op een gebied zoals dat van het monetaire beleid geen beroep op het beginsel van gewettigd vertrouwen of het beginsel van rechtszekerheid kunnen doen, aangezien de doelstelling van het monetaire beleid doorlopende aanpassingen met zich meebrengt in reactie op wijzigingen in de economische omstandigheden. Daarnaast werd vastgesteld dat geen van de handelingen of verklaringen van de ECB kan worden uitgelegd als zou deze beleggers hebben aangezet om Griekse schuldbewijzen te aan te kopen of aan te houden.

Ook bevestigde de uitspraak dat het algemene beginsel van gelijke behandeling niet van toepassing kon zijn omdat commerciële banken die met een winstoogmerk Griekse schuldbewijzen aankopen en de ECB en de nationale centrale banken (NCB's) die in de uitoefening van hun taken in het openbaar belang handelen zich niet in een vergelijkbare situatie bevonden.

In maart 2017 besliste het Gerecht over een beroep ingesteld door een Portugese onderneming (Comprojecto – Projectos e Construções, Lda.) en anderen tegen de ECB in Zaak T-22/16 wegens nalaten en tevens eis tot nietigverklaring van het betreffende ECB-besluit waarvan werd betoogd dat de ECB het stilzwijgend had genomen door na te laten om te handelen. De appellanten dienden eveneens een eis tot financiële schadevergoeding in verband met de vermeende weigering van de ECB om te handelen.

Zij betoogden dat zij een brief hadden verzonden waarin een klacht aan de ECB inzake een kredietinstelling was opgenomen en dat de ECB had geweigerd om te handelen, aangezien de bedoelde brief aan de afzender werd geretourneerd.

Het Gerecht achtte het beroep duidelijk niet-ontvankelijk en rechtens ongegrond, zowel wat betreft de eis van een verklaring van nalaten als de eis tot nietigverklaring. Inzake de eerste eis overwoog het Gerecht dat een beroep wegens nalaten slechts ontvankelijk is indien alvorens een gerechtelijke procedure wordt aangespannen de verwerende instelling van de Unie tot handelen wordt aangespoord. Daarnaast hebben de appellanten onvoldoende aannemelijk gemaakt dat de ECB de klacht daadwerkelijk had ontvangen. Wat de eis tot nietigverklaring betreft, werd geconcludeerd dat de poging tot kennisgeving aan de ECB niet was geslaagd en dat het retour zenden van de klacht door de postrijen derhalve niet diende te gelden als

een weigering aan de zijde van de ECB om te handelen. Tot slot en als gevolg hiervan hebben de appellanten, door de ECB niet tot handelen aan te sporen, geen verzuim of nalaten van de zijde van deze instelling aangetoond dat tot aansprakelijkheid van de Unie zou kunnen leiden. Daarmee is niet voldaan aan de voorwaarden voor de eis tot financiële schadevergoeding.

In juli 2017 heeft het Duitse Federale Constitutionele Hof (het Constitutionele Hof) de procedure geschorst betreffende diverse grondwettelijke klachten die ten aanzien van het uitgebreid programma voor de aankoop van activa (APP) waren ingediend. Het Constitutionele Hof legde vragen voor aan het Hof van Justitie van de Europese Unie (het Hof) en verzocht daarbij om de spoedprocedure.

Het Hof verwierp het verzoek om een spoedprocedure. In november 2017 heeft de ECB zijn schriftelijke opmerkingen ingediend. Er is nog geen datum voor de hoorzitting vastgesteld. Op basis van de beantwoording van de gestelde vragen zal het Constitutionele Hof beslissen over de verenigbaarheid van het programma voor de aankoop van door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen (PSPP), zoals uitgelegd door het Hof, met de Duitse grondwet.

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

Krachtens de Artikel 127, lid 4, en Artikel 282, lid 5, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie moet de ECB worden geraadpleegd over communautaire of nationale wetsvoorstellen op gebieden die onder haar bevoegdheid vallen.<sup>87</sup> Alle adviezen van de ECB worden gepubliceerd op [de website van de ECB](#). Adviezen van de ECB over communautaire wetsvoorstellen worden ook gepubliceerd in het Publicatieblad van de Europese Unie.

In 2017 heeft de ECB zeven adviezen uitgebracht over EU-wetsvoorstellen en 47 adviezen over nationale wetsontwerpen op gebieden die onder haar bevoegdheid vallen.

De belangrijkste adviezen op EU-gebied<sup>88</sup> hadden betrekking op een voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Verordening (EU) nr. 1095/2010 en Verordening (EU) nr. 648/2012 betreffende de procedures en betrokken autoriteiten voor de vergunningverlening aan centrale tegenpartijen en de vereisten voor de erkenning van centrale tegenpartijen uit derde landen ([CON/2017/39](#)), inzake wijzigingen van het Uniekader voor kapitaalvereisten

<sup>87</sup> Het Verenigd Koninkrijk is vrijgesteld van de raadplegingsverplichting op grond van het aan de Verdragen gehechte Protocol (Nr. 15) betreffende enkele bepalingen met betrekking tot het Verenigd Koninkrijk van Groot-Brittannië en Noord-Ierland.

<sup>88</sup> De andere adviezen betroffen de volgende onderwerpen: [CON/2017/22](#) inzake een voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende preventieve herstructureringsstelsels, een tweede kans en maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van herstructurerings-, insolventie- en kwijtingsprocedures, en tot wijziging van Richtlijn 2012/30/EU; en [CON/2017/42](#) inzake een voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012 betreffende de clearingverplichting, de opschorting van de clearingverplichting, de rapportagevereisten, de risicolimiteringstechnieken voor otc-derivatencontracten die niet door een centrale tegenpartij worden afgewikkeld, de registratie van en het toezicht op transactieregisters en de vereisten voor transactieregisters.



voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen ([CON/2017/46](#)), herzieningen van het crisisbeheerkader van de Unie ([CON/2017/47](#)), een voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2014/59/EU betreffende de rang van ongedekte schuldinstrumenten in de insolventierangorde ([CON/2017/6](#)) en een voorstel voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende een kader voor het herstel en de afwikkeling van centrale tegenpartijen en tot wijziging van de Verordeningen (EU) nr. 1095/2010, (EU) nr. 648/2012 en (EU) 2015/2365 ([CON/2017/38](#)).

Een aantal raadplegingen door nationale autoriteiten betroffen beperkingen in contante betalingen boven bepaalde drempels<sup>89</sup> en de regelgeving over en vaststelling van kritische infrastructuren<sup>90</sup>.

De ECB heeft adviezen uitgebracht met betrekking tot NCB's, onder meer over het opdragen van nieuwe taken aan NCB's<sup>91</sup>, de deelname van een NCB aan programma's van het Internationaal Monetair Fonds<sup>92</sup>, de financiële onafhankelijkheid van een NCB<sup>93</sup>, de controle op de bedrijfsvoering van een NCB<sup>94</sup>, de wijziging van de statuten van een NCB betreffende het aanpassen van het aantal directeuren in het bestuur<sup>95</sup>, wijzigingen in het besluitvormingskader van een NCB<sup>96</sup>, de mogelijke aansprakelijkheid van een NCB voor schade veroorzaakt door de uitoefening van toezichthoudende bevoegdheden ten opzichte van betaaldienstverleners<sup>97</sup>, de procedure die van toepassing is op de besluiten van een NCB in het kader van het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme<sup>98</sup>, de oversightfunctie van een NCB in relatie tot betalingsverkeer, betalingssystemen, effectenbewaarinstellingen en afwikkelingsystemen<sup>99</sup>, belonings- en pensioenbepalingen voor werknemers van een NCB<sup>100</sup>, de wijze van interbancaire afwikkeling door een NCB<sup>101</sup>, de eigendom van een 'special purpose entity' voor de productie van eurobankbiljetten<sup>102</sup>, de uitsluiting van salderingsrechten met betrekking tot bij een NCB als onderpand gemobiliseerde vorderingen<sup>103</sup>, de onafhankelijkheid van de besluitvormende organen van een NCB in zaken betreffende financiële stabiliteit<sup>104</sup>, het toekennen van additionele bevoegdheden aan een NCB om boetes op te leggen aan instellingen die de rapportageverplichtingen

---

<sup>89</sup> Zie [CON/2017/8](#), [CON/2017/18](#), [CON/2017/20](#), [CON/2017/27](#) en [CON/2017/40](#).

<sup>90</sup> Zie [CON/2017/10](#) en [CON/2017/31](#).

<sup>91</sup> Zie [CON/2017/2](#), [CON/2017/3](#), [CON/2017/12](#), [CON/2017/19](#), [CON/2017/32](#) en [CON/2017/43](#).

<sup>92</sup> Zie [CON/2017/4](#).

<sup>93</sup> Zie [CON/2017/17](#).

<sup>94</sup> Zie [CON/2017/24](#).

<sup>95</sup> Zie [CON/2017/34](#).

<sup>96</sup> Zie [CON/2017/51](#).

<sup>97</sup> Zie [CON/2017/44](#).

<sup>98</sup> Zie [CON/2017/36](#).

<sup>99</sup> Zie [CON/2017/5](#).

<sup>100</sup> Zie [CON/2017/49](#).

<sup>101</sup> Zie [CON/2017/37](#).

<sup>102</sup> Zie [CON/2017/25](#).

<sup>103</sup> Zie [CON/2017/23](#).

<sup>104</sup> Zie [CON/2017/23](#).

voor betalingsstatistieken niet naleven<sup>105</sup>, de schenking door een NCB aan een nationale stichting voor onderzoek, technologie en ontwikkeling<sup>106</sup>, en de monetairbeleidsinstrumenten<sup>107</sup> en de uitvoering van monetair beleid<sup>108</sup> door NCB's buiten het eurogebied.

De ECB heeft adviezen uitgebracht over verschillende aspecten van de activiteiten van financiële instellingen, waaronder transparantie- en kwaliteitsverbeteringen van een nationaal toezichtsregime<sup>109</sup>, het herstructureren van in vreemde valuta luidende of daaraan gekoppelde leningen<sup>110</sup>, het ondersteunen van woninghypothekcrediteuren die het financieel moeilijk hebben<sup>111</sup>, het verlenen van buitengewone overheidssteun aan de bankensector<sup>112</sup>, het opleggen van minimale fundingvereisten<sup>113</sup>, hypothecaire aflossingsverplichtingen<sup>114</sup>, macroprudentiële instrumenten voor het tegengaan van systeemrisico's voortkomend uit vastgoedfinanciering<sup>115</sup>, het verscherpen van de beperkingen op kredietverlening aan verbonden partijen<sup>116</sup>, centrale kredietregisters en een register van bankrekeningen<sup>117</sup>, het rapporteren van kredietgegevens<sup>118</sup>, het autoriseren van betaalsystemen<sup>119</sup>, het juridische kader voor gedekte obligaties<sup>120</sup>, de reservemiddelen van bancaire stichtingen<sup>121</sup>, het oprichten van een nieuw type afwikkelinstelling<sup>122</sup>, het instellen van een nieuwe categorie senior niet-preferente schuldinstrumenten in de insolventiehiërarchie van kredietinstellingen<sup>123</sup>, en latente belastingvorderingen voortkomend uit debetverschillen<sup>124</sup>.

Daarnaast bracht de ECB adviezen uit inzake rechtsbescherming voor houders van in aanmerking komend bankkrediet in Slovenië<sup>125</sup>.

Twee gevallen van niet-naleving van de verplichting om de ECB te raadplegen over voorstellen voor Uniewetgeving zijn geregistreerd, waarbij één geval zowel duidelijk als belangrijk werd geacht. De ECB is niet geraadpleegd door de Europese Commissie omtrent de Gedelegeerde Verordening betreffende het definitieve systeem van bijdragen in de administratieve uitgaven van de Gemeenschappelijke

---

<sup>105</sup> Zie [CON/2017/23](#).

<sup>106</sup> Zie [CON/2017/26](#).

<sup>107</sup> Zie [CON/2017/14](#).

<sup>108</sup> Zie [CON/2017/30](#).

<sup>109</sup> Zie [CON/2017/35](#).

<sup>110</sup> Zie [CON/2017/9](#) en [CON/2017/48](#).

<sup>111</sup> Zie [CON/2017/48](#).

<sup>112</sup> Zie [CON/2017/1](#).

<sup>113</sup> Zie [CON/2017/23](#).

<sup>114</sup> Zie [CON/2017/29](#).

<sup>115</sup> Zie [CON/2017/11](#), [CON/2017/21](#) en [CON/2017/36](#).

<sup>116</sup> Zie [CON/2017/50](#).

<sup>117</sup> Zie [CON/2017/13](#) en [CON/2017/28](#).

<sup>118</sup> Zie [CON/2017/33](#) en [CON/2017/36](#).

<sup>119</sup> Zie [CON/2017/15](#).

<sup>120</sup> Zie [CON/2017/36](#).

<sup>121</sup> Zie [CON/2017/19](#).

<sup>122</sup> Zie [CON/2017/23](#).

<sup>123</sup> Zie [CON/2017/23](#).

<sup>124</sup> Zie [CON/2017/7](#).

<sup>125</sup> Zie [CON/2017/16](#) en [CON/2017/41](#).

Afwikkelingsraad. Gezien het feit dat deze wet aan de ECB juridische verplichtingen oplegt, acht de ECB dit zowel een duidelijk als een belangrijk geval van niet-naleving van de verplichting om de ECB te raadplegen.

Vijf gevallen van niet-naleving van de verplichting de ECB te raadplegen over voorstellen voor nationale wetgeving zijn geregistreerd, waarbij vier gevallen duidelijk en belangrijk werden geacht<sup>126</sup>.

De ECB is door het Italiaanse Ministerie van Economische Zaken en Financiën geraadpleegd ten aanzien van het Wetgevingsdecreet inzake spoedeisende voorzieningen, initiatieven ten behoeve van territoriale autoriteiten, nadere interventies voor door aardbevingen getroffen gebieden en ontwikkelingsmaatregelen, en in het bijzonder ten aanzien van het verplicht afronden van contante eurobetalingen. Het Ministerie gaf de ECB echter niet voldoende tijd om de voorstellen voor wetgevingsbepalingen te onderzoeken en advies uit te brengen vóór de goedkeuring van het Wetgevingsdecreet.

De ECB is weliswaar door de Spaanse Staatssecretaris voor Economie en het Bedrijfsklimaat om advies gevraagd ten aanzien van een voorgesteld Koninklijk Wetgevingsbesluit over spoedeisende financiële maatregelen waarmee een nieuwe categorie bancaire schuldinstrumenten werd ingesteld. De Staatssecretaris gaf de ECB echter niet voldoende tijd om de voorstellen voor wetgevingsbepalingen te onderzoeken en advies uit te brengen vóór de goedkeuring van het Koninklijk Wetgevingsbesluit.

De ECB is niet door de Kroatische autoriteiten geraadpleegd ten aanzien van de Wet op de nietigheid van kredietovereenkomsten met internationale kenmerken die in de Republiek Kroatië met een onbevoegde schuldeiser zijn gesloten.

Tot slot is de ECB niet door de Nederlandse regering geraadpleegd ten aanzien van de Wet normalisering rechtspositie ambtenaren, die mogelijk gevolgen heeft voor de onafhankelijkheid van de centrale bank.

Het niet raadplegen van de ECB door Nederland, Spanje en Kroatië werd beschouwd als duidelijke en belangrijke gevallen, en het niet raadplegen van de ECB door Italië als een duidelijk, belangrijk en tevens herhaald geval.

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

Krachtens Artikel 271, lid d, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie, heeft de ECB de taak toe te zien op de naleving, door de nationale centrale banken van de EU en de ECB, van de verbodsbepalingen voortvloeiend uit

<sup>126</sup> Daaronder vallen: 1) gevallen waarin een nationale autoriteit verzuimde voorstellen voor wetgevingsbepalingen op het terrein van de bevoegdheid van de ECB voor raadpleging aan de ECB aan te bieden, en 2) gevallen waarin een nationale autoriteit de ECB formeel raadpleegde maar niet voldoende tijd gaf de voorstellen voor wetgevingsbepalingen te onderzoeken en advies uit te brengen vóór de goedkeuring van deze bepalingen.

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

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

De voor 2017 uitgevoerde controle bevestigde dat de bepalingen van de Artikelen 123 en 124 van het Verdrag en de daarmee samenhangende Verordeningen van de Raad in het algemeen werden nageleefd.

Uit de controle kwam naar voren dat de meeste nationale centrale banken van de EU in 2017 beschikten over een rentevergoedingsbeleid voor overheidsdeposito's dat volledig in overeenstemming was met de voor rentevergoedingen geldende plafonds. Enkele nationale centrale banken dienen er echter voor te zorgen dat de vergoeding op overheidsdeposito's niet hoger is dan het plafond, zelfs als dit negatief is.

In haar jaarverslag van vorig jaar beoordeelde de ECB de oprichting en de financiering van de vermogensbeheermaatschappij MARK Zrt. door Magyar Nemzeti Bank (MNB) als een schending van het verbod op monetaire financiering, die moet worden rechtgezet. De MNB heeft in 2017 corrigerende maatregelen genomen en heeft MARK Zrt. niet langer in eigendom noch in beheer, maar aangezien de financiële transactie in dit stadium nog niet volledig is afgerond, kan het correctieproces niet als voltooid worden beschouwd en kan de zaak niet formeel worden gesloten.

Na de in de ECB-Jaarverslagen van 2014 en de daaropvolgende jaren geuite bezorgdheid, is de ECB blijven toezien op diverse door Magyar Nemzeti Bank in 2014 en 2015 gestarte programma's. Deze programma's houden geen verband met het monetair beleid en zijn mogelijk strijdig met het verbod op monetaire financiering, voor zover ze zouden kunnen worden beschouwd als het door Magyar Nemzeti Bank overnemen van overheidstaken of anderszins verlenen van financiële voordelen aan de overheid. Onder de programma's vallen een via een netwerk van stichtingen beheerd programma ter bevordering van financiële basiskennis, de overgang naar de centrale bank van medewerkers die voorheen in

dienst waren van de Hongaarse Financiële Toezichtsautoriteit, en een programma voor de aankoop van Hongaarse kunstwerken en culturele bezittingen. In 2017 heeft de Magyar Nemzeti Bank verschillende acties ondernomen om de ongerustheid van de ECB weg te nemen. Gelet op het grote aantal programma's, de reikwijdte en de omvang ervan, zal de ECB echter nauwlettend blijven toezien op de verenigbaarheid van deze transacties met het verbod op monetaire financiering en bevoorrechte toegang. Bovendien zal de ECB de betrokkenheid van Magyar Nemzeti Bank bij de Budapest Stock Exchange op de voet blijven volgen, aangezien de aankoop van een meerderheidsbelang in de Budapest Stock Exchange door Magyar Nemzeti Bank in november 2015 nog altijd kan worden beschouwd als reden tot bezorgdheid ten aanzien van monetaire financiering.

De vermindering van met de IBRC samenhangende activa door de Central Bank of Ireland in 2017 (voornamelijk door middel van verkopen van langlopende obligaties met variabele rente) is een belangrijke stap in de richting van de noodzakelijke volledige afstoting van deze activa. Een ambitieuzer verkoopschema zou de aanhoudende ernstige bezorgdheid over het risico van monetaire financiering verder wegnemen.

## 10 Internationale en Europese samenwerking

### 10.1 Europese betrekkingen

De ECB bleef in 2017 een intensieve dialoog voeren met de Europese fora en instellingen, onder meer met de Europese Raad, de ECOFIN-Raad, de Eurogroep, het Europees Parlement en de Europese Commissie. Op de vergaderingen van de Eurogroep en van de ECOFIN-Raad, waaraan de president van de ECB en andere leden van de Directie deelnamen, kwamen de voltooiing van de bankenunie, de verdieping van de Economische en Monetaire Unie (EMU) meer in het algemeen, en thema's in verband met de versteviging van de economische convergentie in het eurogebied ter sprake.

#### De verdieping van Europa's Economische en Monetaire Unie

In 2017 hadden verdere besprekingen plaats over een versterking van de EMU, alsook over het traject van de Europese integratie in ruimere zin.

De ECB nam deel aan verscheidene gesprekken over een versteviging van het kader voor budgettaire en economische governance. In dat verband wees de ECB er regelmatig op dat de bepalingen van het Stabiliteits- en groeipact en van de procedure bij macro-economische onevenwichten door de tijd heen en in de verschillende lidstaten consistent moeten worden toegepast. De vooruitgang ter zake is tot dusver ondermaats gebleven.

Teneinde tussen de lidstaten het vertrouwen te creëren dat nodig is om de EMU verder te verdiepen, moeten de begrotingsregels volledig ten uitvoer worden gelegd en moeten de economische beleidslijnen doeltreffender worden gecoördineerd.

Inzake de Europese financiële integratie werden verschillende stappen gezet in de richting van de bankenunie. De ECB legde een grootschalig programma ten uitvoer om voor de banken een gelijk speelveld te creëren door de nationale keuzemogelijkheden en manoeuvreerruimte verder te harmoniseren in de Richtlijn kapitaalvereisten en in de Verordening kapitaalvereisten. Als toezichthouder ondernam de ECB ook verdere stappen om een gelijk speelveld te creëren door de toezichtspraktijken in het eurogebied te harmoniseren. Zo publiceerde ze een [leidraad voor banken](#) over de aanpak van het probleem van de niet-renderende leningen (NPL's) in de bankenunie.

Tegelijkertijd hadden in fora van de EU de technische werkzaamheden voortgang over de ontwikkeling van een Europees depositogarantiestelsel en een gemeenschappelijk vangnet voor het gemeenschappelijk afwikkelingsfonds, verder gesteund door de mededeling van de Europese Commissie van oktober 2017 in verband met de voltooiing van de bankenunie.

Naast haar werkzaamheden als toezichthouder, werkte de ECB ook mee aan het akkoord over de hiërarchie van bankcrediteuren, waarbij ongedekte schuldinstrumenten een rangorde krijgen in insolventieprocedures, en aan een ontwerpverordening over de geleidelijke invoering van de regelgevingsgevolgen inzake kapitaal van de nieuwe internationale standaard voor jaarrekeningen (IFRS 9).

Aanvullend op de bankenunie, zou een Europese kapitaalmarktenunie (capital markets union – CMU) de financiële integratie kunnen bevorderen op basis van aandelenkapitaal, wat het weerstandsvermogen van de EMU tegen schokken zou vergroten. In dat verband vond een tussentijdse herziening plaats van de CMU en werden verscheidene verordeningen goedgekeurd, onder meer over de voorschriften inzake effectisering en over Europees risicokapitaal.

## Het afleggen van democratische verantwoording

Door de ratificatie van de EU-verdragen hebben de EU-lidstaten de ECB onafhankelijk gemaakt en haar een duidelijk mandaat gegeven om de prijsstabiliteit te verzekeren. Verantwoording is de noodzakelijke tegenhanger van die onafhankelijkheid. Onafhankelijkheid garandeert dat de ECB kan handelen in overeenstemming met haar democratisch mandaat, beschermd tegen politieke beïnvloeding of kortzichtige druk in welke vorm dan ook. Verantwoordingsplicht zorgt ervoor dat onafhankelijkheid niet leidt tot willekeur en dat het mandaat wordt uitgevoerd.

Het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie bepaalt dat de ECB hoofdzakelijk verantwoording dient af te leggen aan het Europees Parlement, dat samengesteld is uit de gekozen vertegenwoordigers van de burgers van de EU. In

2017 woonde de President van de ECB vier reguliere hoorzittingen van de Commissie Economische en Monetaire Zaken van het Europees Parlement bij.<sup>127</sup> Tijdens die hoorzittingen besteedden de leden van het Europees Parlement vooral aandacht aan het monetair beleid van de ECB (in het bijzonder aan de bijzondere maatregelen), de toekomst van de EMU en van de EU, alsook aan het beleid inzake de financiële sector. Er waren ook vragen over de externe risico's, met inbegrip van de politieke onzekerheid, voor de economische vooruitzichten.

Daarnaast vervult de ECB haar verantwoordingsplicht via reguliere verslagen en door beantwoording van schriftelijke vragen van leden van het Europees Parlement. In 2017 ontving de President van de ECB 53 brieven met dergelijke vragen, en de antwoorden daarop werden gepubliceerd op de website van de ECB.<sup>128</sup> Hij beantwoordde in totaal 138 vragen die schriftelijk of mondeling waren gesteld door leden van het Europees Parlement (tijdens hoorzittingen), wat wijst op de hoge normen die de ECB hanteert inzake verantwoording en transparantie. De meeste vragen gingen over de tenuitvoerlegging van de bijzondere monetairbeleidsmaatregelen van de ECB, de macro-economische aanpassingsprogramma's en ontwikkelingen in TARGET2-saldi.

De ECB is ook voor haar activiteiten inzake banktoezicht verantwoording verschuldigd aan zowel het Europees Parlement als de EU-Raad.<sup>129</sup> Meer gedetailleerde informatie wordt verstrekt in het [Jaarverslag van de ECB over haar toezichtswerkzaamheden voor 2017](#).

## 10.2 Internationale betrekkingen

### G20

Aangezien het mondiale economische herstel aantrok, was het Duitse voorzitterschap van de G20 gericht op de versterking van de economische veerkracht en de vooruitgang betreffende eerder aangepane verbintenissen. Meer in het bijzonder herbevestigden de ministers van Financiën en de centralebankpresidenten van de G20 hun vroegere wisselkoersverbintenissen en de regeringsleiders van de G20 maakten hun voornemen kenbaar om te blijven vechten tegen protectionisme. De G20 voerde eveneens zijn inspanningen op om de doeltreffendheid te meten van de maatregelen ter bevordering van sterke, duurzame, inclusieve en evenwichtige groei via een driedelige benadering, waarbij de nadruk nog steeds ligt op structurele hervormingen, die van cruciaal belang blijven voor de verbetering van de economische vooruitzichten op middellange termijn. Tevens werd voortgewerkt aan de voltooiing en de tenuitvoerlegging van de

<sup>127</sup> De inleidende verklaringen zijn beschikbaar op de [website van de ECB](#).

<sup>128</sup> Alle antwoorden van de President van de ECB op de vragen van de leden van het Europees Parlement worden gepubliceerd op het daarvoor bestemde onderdeel van de [website van de ECB](#).

<sup>129</sup> Schriftelijke antwoorden van de Voorzitter van de Raad van Toezicht van de ECB op vragen van leden van het Europees Parlement worden gepubliceerd op de [website van ECB-Banktoezicht](#).

regelgevende agenda, onder meer wat betreft de versterking van het weerstandsvermogen van de schaduwbanksector en de follow-up van de effecten van de hervorming van de financiële regelgeving. De G20 heeft ook vooruitgang geboekt op het vlak van internationale fiscale samenwerking en financiële transparantie. Bovendien gaf de G20 opnieuw aan te streven naar een verbetering van de internationale financiële architectuur en van het wereldwijde financiële vangnet. De G20 en andere internationale instellingen zoals het Internationaal Monetair Fonds (IMF) en de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling hebben ook de aandacht versterkt voor de verbetering van het systeem ter ondersteuning van het internationale kapitaalverkeer. Tot slot startte de G20 met het initiatief “Compact with Africa”, om particuliere investeringen in het Afrikaanse continent te stimuleren.

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

De ECB bleef een actieve rol spelen in besprekingen over het internationale monetaire en financiële stelsel in het IMF en in andere fora, waarbij ze een gemeenschappelijk Europees perspectief bevorderde vanuit een centralebankpositie.

Verscheidene initiatieven werden genomen om het wereldwijde financiële vangnet (global financial safety net – GFSN) te versterken. Bij de herziening van zijn kredietverleningsinstrumentarium voerde het IMF een nieuw instrument voor beleidscoördinatie in waarmee de landen hun inzet voor economische hervormingen kunnen betonen en op zoek gaan naar andere financieringsbronnen. Het College van Bewindvoerders van het IMF keurde nieuwe principes en voorwaarden goed voor de samenwerking tussen het IMF en de regionale financieringsarrangementen (regional financing arrangements – RFA's), wat het toenemende belang van RFA's in het GFSN weerspiegelt.

Het IMF begon in 2017 met zijn eerste Financial Sector Assessment Program (FSAP) voor het eurogebied en zette daarmee een belangrijke stap in het toezicht op de financiële sector. Die veelomvattende oefening met de medewerking van verschillende Europese instellingen, waaronder de ECB – zowel haar centralebank als haar toezichtstak – zal ook worden gebruikt als input voor de FSAP's in de lidstaten en aldus het verloop van die programma's vergemakkelijken.

Met betrekking tot de governance en de quota's van het IMF, gingen de werkzaamheden voor de vijftiende herziening van de quota's in 2017 voort. Een sterk, op quota gebaseerd en adequaat gefinancierd IMF dat centraal staat in het internationaal monetaire stelsel blijft van essentieel belang.



## Internationale samenwerking tussen centrale banken

De ECB versterkte haar samenwerking met centrale banken buiten de EU, in overeenstemming met haar belangrijke rol in de mondiale economie, alsook met haar rol als Europese instelling.

Het Eurosysteem hield twee ontmoetingen op hoog niveau met de centrale banken van landen rond de Middellandse Zee en met centrale banken uit de golfregio. Wat bilaterale samenwerking betreft, versterkte de ECB haar samenwerking met de South African Reserve Bank, terwijl de contacten op hoog niveau en het overleg met deskundigen werden voortgezet met de centrale banken van opkomende markteconomieën in de G20 die een memorandum van overeenstemming hebben gesloten met de ECB. Tot slot bleef de ECB het geografisch bereik van haar samenwerking uitbreiden, vooral in Latijns-Amerika, Azië en Afrika.

Als EU-instelling zette de ECB de samenwerking voort met de centrale banken in landen die het vooruitzicht hebben toe te treden tot de EU, vooral via een reeks regionale workshops in nauwe samenwerking met de nationale centrale banken van de EU. Tot slot zette de ECB haar nauwe samenwerking voort met de nationale centrale banken over de governance van haar samenwerkingsactiviteiten met centrale banken van buiten de EU. In 2017 keurden de Raad van Bestuur en de Algemene Raad een document over centralebanksamenwerking goed: "International Central Bank Cooperation: ESCB Best Practices".<sup>130</sup> Daarin worden de achterliggende overwegingen, beginselen en voorwaarden voor internationale centralebanksamenwerking op expert- en managementniveau uiteengezet.

## 11 Externe communicatie

### 11.1 Communicatie, een wezenlijk onderdeel van het ECB-beleid

Omdat de ECB de steeds belangrijker rol van communicatie voor de doelmatigheid van het beleid, de verantwoordingsplicht en de reputatie van centrale banken erkent, organiseerde ze, in november 2017, haar eerste [ECB Central Bank Communications Conference](#). Op deze conferentie bespraken vertegenwoordigers van centrale banken, de politieke wereld, de media, de financiële markten en de universiteiten de belangrijkste thema's van de hedendaagse communicatie door centrale banken: hoe de communicatie inzetten voor een doeltreffend beleid en voor de reputatie, hoe de transparantie verhogen om de verantwoordingsplicht van de centrale bank na te komen, en hoe duidelijke boodschappen voor een ruimer publiek opmaken om het vertrouwen te herstellen en de publieke ondersteuning van de onafhankelijkheid van de centrale bank te versterken.

---

<sup>130</sup> De best practices van het ESCB zijn te vinden op de [website van de ECB](#).



David Wessel (Brookings Institution), Janet Yellen (Federal Reserve), Mario Draghi (ECB), Mark Carney (Bank of England) en Haruhiko Kuroda (Bank of Japan) op de ECB Central Bank Communications Conference, 14 november 2017.

Op de conferentie werden een aantal kernthema's aan de orde gesteld die voor de ECB van essentieel belang zijn. Ten eerste kan communicatie niet in de plaats treden van een goed beleid. Ten tweede is communicatie als expliciet instrument voor het monetair beleid – zoals bij de “forward guidance” – doeltreffend en succesvol gebleken en zal ze tot het instrumentarium van de ECB blijven behoren. Ten derde dienen centrale banken echt met elkaar te overleggen, om niet in een eigengemaakte “echokamer” terecht te komen. Ten vierde moeten centrale banken hun comfortzone van markten, deskundigen en gespecialiseerde media verlaten, en zich op nieuwe manieren in verbinding stellen met nieuwe doelgroepen. Om het vertrouwen van het publiek te herwinnen, moeten centrale banken hun inspanningen opvoeren om uit te leggen wat ze doen en te verklaren hoe hun optreden uiteindelijk het algemeen belang ten goede komt. Deze kernbevindingen zijn merkbaar in vele reeds bestaande communicatieactiviteiten van de ECB, die in 2017 enkele belangrijke initiatieven nam. De inspanningen van de ECB zijn er hoofdzakelijk op gericht beter te overleggen met externe en interne belanghebbenden, zowel via persoonlijke contacten als digitaal.

## 11.2 De voorlichting verbeteren

In 2017 boekte de ECB verdere vooruitgang in het verbeteren van haar voorlichting, onder meer door in oktober het [Bezoekerscentrum van de ECB](#) te openen. De nieuwe ruimte, die gevestigd is in het hoofgebouw van de ECB in Frankfurt, werd in twee jaar opgebouwd, en stelt Europese en andere burgers in staat iets bij te leren over de ECB en haar taken en opdracht.

## Belangrijkste visuele elementen van het Bezoekerscentrum van de ECB



Het Bezoekerscentrum berust op vier hoofdgedachten, met de euro als gemeenschappelijk thema. In de afdeling “Handhaven” wordt nagegaan hoe de ECB de prijsstabiliteit handhaaft. De afdeling “Beschermen” spitst zich toe op de rol van de ECB bij de bevordering van de financiële stabiliteit en het toezicht op de banken. De afdeling “Verbinden” belicht de taken van de ECB bij de ontwikkeling van betalingssystemen en het in omloop brengen van bankbiljetten. De afdeling “Verwezenlijken” biedt een ruimer Europees perspectief, waarbij wordt gewezen op de verwezenlijkingen van Europa. Het leerproces is praktijkgericht en maakt onder meer gebruik van tastbare voorwerpen, spelletjes, videofilms en een replica van de vergaderzaal van de Raad van Bestuur. Het Bezoekerscentrum zou vanaf 2018 jaarlijks 40.000 bezoekers verwelkomen, waardoor de capaciteit van de ECB voor bezoekersgroepen zou verdrievoudigen. In 2017 verwelkomde de ECB in Frankfurt 811 bezoekersgroepen en ontving ze meer dan 22.700 externe bezoekers uit 42 landen. Die bezoeken omvatten gewoonlijk lezingen die aangepast waren aan de specifieke belangstelling van de toehoorders en boden ruime gelegenheid voor echte contacten en dialoog.

De ECB richtte zich ook verder tot jongeren door te starten met haar eerste twee [Youth Dialogues](#) (in Lissabon en Dublin) als een nieuw interactief platform waarop studenten rechtstreeks vragen kunnen stellen aan de President van de ECB. Een andere innoverende manier om in contact te komen met jongeren, was de [Euro Video Challenge](#), waarin de ECB jonge Europeanen de opdracht gaf een korte, overtuigende film te maken die een economisch onderwerp in verband met de werkzaamheden van de ECB verstaanbaar uitlegt aan jongeren. Deze nieuwe voorlichtingsvormen vullen bestaande inspanningen aan, zoals de [Generation Euro Students' Award](#), een wedstrijd die in 2017 voor de zevende maal werd gehouden, en de open dag voor kinderen van 8-12 jaar, die wordt georganiseerd in samenwerking met de populaire Duitse tv-show voor kinderen “Die Sendung mit der Maus”.

In dezelfde geest bleef de ECB zich online en op sociale media rechtstreeks richten tot mensen van alle leeftijden en scholingsniveaus, en met uiteenlopende beroepsmatige en persoonlijke interesses. De [website van de ECB](#), die meer dan 137.000 pagina's beslaat, kreeg in 2017 ongeveer 18 miljoen bezoekers uit de hele

wereld. Tot de populairste rubrieken van de website behoren de zogenoemde Explainers. Deze trachten een antwoord te geven op vragen over complexe beleidskwesties voor centrale banken – zoals “[Waarom is de rente laag?](#)”, “[Hoe werkt kwantitatieve verruiming](#)” of “[Wat zijn niet-renderende leningen?](#)” – en maken die voor eenieder toegankelijk in 24 talen. Op de sociale media bereikte de [Twitter account van de ECB](#) in 2017 meer dan 400.000 volgers; op [LinkedIn](#) heeft de ECB meer dan 50.000 volgers en het [YouTube](#)-kanaal van de Bank beschikt over 16.000 volgers.

In maart 2017 ontving de ECB de European Ombudsman’s “Excellence in communications” [Award for Good Administration](#) als erkenning voor haar innovatieve benadering van communicatie – zowel via haar website en multimediaformaten als via haar voorlichtingsactiviteiten. Ze kreeg uitdrukkelijke waardering voor haar inspanningen om de ECB toegankelijk te maken voor de burgers en hen te helpen haar verantwoordelijkheden en rol te begrijpen, en meer in het algemeen omdat ze als voorbeeld geldt “van een goed openbaar bestuur, een cultuur van dienstbaarheid en een instelling die streeft naar een zichtbare en rechtstreeks positieve invloed op het leven van de EU-burgers.”

## 12 Institutioneel kader en corporate governance

In 2017 bleven de besluitvormende organen van de ECB (de [Raad van Bestuur](#), de Directie en de [Algemene Raad](#)) het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) besturen overeenkomstig hun respectieve verantwoordelijkheden, zoals bepaald bij de [Statuten van het ESCB en de ECB](#) en de desbetreffende [Reglementen van Orde](#). De President en de Vicepresident van de ECB organiseerden regelmatig [persconferenties](#), waarbij de resultaten van de acht in 2017 belegde monetairbeleidsvergaderingen werden toegelicht. [Verslagen](#) van die vergaderingen alsook andere [besluiten](#) van de Raad van Bestuur werden het hele jaar door op de website van de ECB gepubliceerd.

In januari 2017 vierde de Directie haar duizendste vergadering; ze bleef het monetair beleid ten uitvoer leggen overeenkomstig de beslissingen van de Raad van Bestuur, en ze bleef de lopende zaken van de ECB beheren. De jaarlijkse vergadering van de Raad van Bestuur buiten Frankfurt vond plaats in Tallinn - de eerste keer dat die vergadering plaatsvond in de Baltische regio. De vergaderingen van de Raad van Bestuur buiten Frankfurt bieden zijn leden de kans getuige te zijn van de rijkdom en de verscheidenheid van het eurogebied, en bieden de bevolking van Europa de mogelijkheid meer te weten te komen over de ECB en haar mandaat. De Algemene Raad bleef voor het ESCB relevante kwesties bespreken, onder meer tijdens een seminarie over de cyberweerbaarheid van het financieel ecosysteem. Om het monetair beleid en de andere taken van de ECB gescheiden te houden van de aan de ECB krachtens de [Verordening van de Raad \(EU\) Nr. 1024/2013](#) opgedragen toezichtstaken, houdt de Raad van Bestuur afzonderlijke vergaderingen over toezichtskwesties. Meer bijzonderheden over de toezichthoudende functie van de ECB en haar sturend orgaan, de [Raad van Toezicht](#), zijn te vinden op de website van ECB-Bankentoezicht en in het [Jaarverslag van de ECB over haar toezichtsactiviteiten 2017](#).

De Eurosysteem/ESCB-comités bleven de besluitvormende organen van de ECB ondersteunen bij het vervullen van hun taken, waarbij ze optraden in Eurosysteem-samenstelling, in ESCB-samenstelling of in SSM-samenstelling (namelijk met de deelname van één vertegenwoordiger van zowel de centrale bank als van de nationale bevoegde autoriteit (national competent authority - NCA) van elke deelnemende lidstaat) wanneer er toezichtskwesties worden besproken.

De governancestructuur van de ECB omvat twee comités op hoog niveau – het [Auditcomité](#) en het [Ethisch Comité](#) – alsook andere [externe en interne beheersingslagen](#). Ze wordt geschraagd door de meest geavanceerde [ethische regels](#), een [kader voor anti-fraudeonderzoeken](#) en een [transparantieregime](#).

Integriteit, openheid en deugdelijk bestuur zijn essentieel om het vertrouwen van de stakeholders en het ruime publiek te behouden. Het bureau Naleving en Governance rapporteert rechtstreeks aan de President van de ECB en ondersteunt de Directie bij de bescherming van de integriteit en reputatie van de ECB, en het bevordert de ethische gedragsnormen.

Teneinde het belang van goed ethisch gedrag te onderstrepen, introduceerde de Raad van Bestuur in 2017 verplichte opleidingen ethiek en integriteit voor alle ECB-personeelsleden. Op het niveau van het Eurosysteem en het SSM zette de Raad van Bestuur in 2017 een Ethics and Compliance Officers Task Force in om gemeenschappelijke minimumnormen inzake ethisch gedrag in te voeren en om de informatie-uitwisseling en de samenwerking tussen de ECB, de nationale centrale banken en de NCA's te vereenvoudigen.

Als onderdeel van haar gehechtheid aan openheid en verantwoordingsaflegging, onderhoudt de ECB reguliere dialogen, op het hoogste niveau, met het [bankwezen](#), de [institutionele beleggers](#) en de [niet-financiële ondernemingen](#) teneinde van experts gerichte feedback te ontvangen over cyclische, structurele en financiële kwesties en aangelegenheden inzake de reële economie. Deze dialogen worden aangevuld met reguliere contacten en interacties met beleidsmakers, universiteiten, representatieve verenigingen en het maatschappelijk middenveld, wat relevante input en informatie met betrekking tot de dynamiek van de economie en de financiële markten in hun ruimere maatschappelijke context oplevert. De ECB onderhoudt ook op technisch gebied contacten met een soortgelijke brede waaier van stakeholders.

Contacten met externe partijen vinden plaats in een gevestigd en openbaar kader, dat een adequaat niveau van transparantie en gelijke toegang garandeert.

In het kader van haar verbintenis tot transparantie, maakt de ECB ook de agenda's van ieder lid van de [Directie](#) en van de [Voorzitter en de Vicevoorzitter van de Raad van Toezicht](#) openbaar.

Het transparantieregime van de ECB is in overeenstemming met de doelstellingen en standaarden die door andere instellingen en organen van de EU worden toegepast met betrekking tot de toegang van het publiek tot hun documenten. Door die regeling weegt het recht op transparantie op tegen de noodzaak om de vertrouwelijkheid van sommige aangelegenheden die specifiek zijn voor de

uitvoering van de taken van de ECB te vrijwaren. Als gevolg van de ruime draagwijdte van de activiteiten van de ECB, zijn het aantal en de complexiteit van de verzoeken van burgers en nationale autoriteiten om toegang tot documenten aanzienlijk toegenomen.

## 13 Organisatorische en HR-ontwikkelingen

In september 2017 rondde de ECB haar nieuwe ECB Business-strategie 2018-2020 af. In die strategie wordt de visie voor de instelling uiteengezet en worden concrete prioriteiten en doelstellingen toegelicht, die de ECB zullen helpen zich aan te passen en haar mandaat getrouw te blijven, terwijl de wereld voortdurend verandert. Ze gaat uit van vier prioriteiten die de opdracht van de instelling weerspiegelen: (i) het handhaven van prijsstabiliteit; (ii) het vrijwaren van het financieel stelsel (iii) het versterken van haar reputatie als instelling van wereldklasse; en (iv) het begeistere, ontwikkelen en stimuleren van de betrokkenheid van haar mensen.

Daartoe beoordeelde de Directie interne en externe trends en uitdagingen die voor de instelling relevant zijn. Tot de externe uitdagingen behoren: een lage-inflatieomgeving die niet-conventionele monetairbeleidsinstrumenten vereist; brexit-gerelateerde onzekerheid; en cyberbeveiliging-gerelateerde risico's. Intern onderzoekt de ECB uitdagingen zoals het verder optimaliseren van de diensten, het versterken van de organisatorische schokbestendigheid en het aanwenden van technologische vorderingen alsook het verbeteren van de samenwerking en de gegevensuitwisseling in alle domeinen.

Voor de strategie kwamen vertegenwoordigers van elke organisatie-eenheid in groepen samen om middellange-termijndoelstellingen te ontwikkelen gebaseerd op de vier strategische doelstellingen, die dan verder werden uitgesplitst naar de diverse domeinen. De ECB zal die doelstellingen en de geboekte vooruitgang op gezette tijdstippen evalueren.

De strategie is een plan waardoor de ECB kan focussen op wat echt van belang is. Ze zet de koers van de instelling voor de komende drie jaar uit en ondersteunt de ECB in het dienen van de burgers van het eurogebied.

### HR-ontwikkelingen

In 2017 bleef de ECB voortbouwen op de grondslagen die in 2016 werden gelegd om haar talentencultuur, leiderschap en vermogen tot het inzetten van talent te versterken. Het Leadership Growth Programme – een belangrijke pijler voor het versterken van die vaardigheden – werd aan het begin van het jaar gelanceerd en ruim 80% van hen die in aanmerking kwamen, namen eraan deel. Op het niveau van het ESCB werd ook een introductieprogramma voor nieuw aangestelde senior managers uitgerold. De Business-strategie 2018-2020 van de ECB zal deze significante verschuiving naar het ontwikkelen van sterk leiderschap bevorderen en empowerment in de ECB in de hand werken.

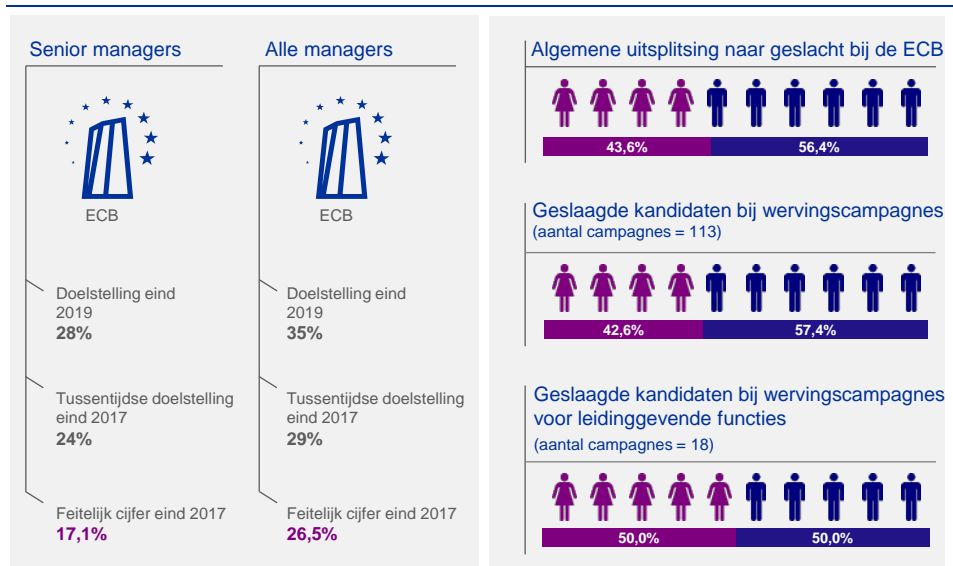
Tegelijkertijd werden ook tal van initiatieven genomen om een algemene cultuur van professionele uitmuntendheid en talent in het dagelijkse leven van de ECB te verankeren. Daartoe behoorden een capaciteitskader met een gestroomlijnd competentiemodel; een strategische personeelsplanningsoefening; een vernieuwd kader inzake prestatie management en -ontwikkeling, inclusief een trapsgewijze omzetting van strategische prioriteiten in personeelsdoelstellingen; het lanceren van verplichte e-learning over ethiek, die werd afgemaakt door ruim 4.000 personen; en het opzetten van een nieuw programma van de ECB voor de ondersteuning van carrièreverandering, waarbij het personeel werd ondersteund om alternatieve loopbanen te beginnen, waarvan bijna 200 personeelsleden profijt zullen trekken. Het ten uitvoer leggen van initiatieven, met een talentmanagementkader op maat om gediversifieerd toptalent aan te trekken, te ontwikkelen en te behouden, zal voor de ECB een belangrijke strategische doelstelling blijven.

Voorts bleef de ECB in 2017 inspanningen leveren om diversiteit te bevorderen als een essentiële factor voor resultaten en succes. Als een op verdienste gefundeerde organisatie houdt de ECB vast aan diversiteitswaarden, zoals respect, billijkheid, inclusiviteit en gelijke kansen voor haar personeelsleden, ongeacht hun geslacht, nationaliteit, religie, seksuele geaardheid, etnische origine, leeftijd, culturele achtergrond en invaliditeit. Tot de activiteiten die in 2017 plaatsvonden, behoorden Diversiteitsdagen, met sprekers uit universiteiten en het openbaar leven; het opzetten van een diversiteitssectie op de website van de ECB; en het hijsen van de regenboogvlag voor de Internationale Dag tegen Homofobie, Transfobie en Bifobie (IDAHOT).

Om een groter genderevenwicht – een strategische ondernemingsdoelstelling van de ECB – te bereiken, werden voor eind 2019 genderdoelstellingen bepaald, samen met een aantal ondersteunende maatregelen die de ECB moeten helpen deze doelstellingen te halen. Die maatregelen omvatten een focus op inclusief leiderschap, diversiteitsambassadeurs in elke organisatie-eenheid, mentoring, een specifiek leiderschapsopleidingsprogramma voor vrouwen, een open dag voor vrouwelijk talent, en grotere mogelijkheden voor flexibele arbeidsregelingen.

**Figuur 3**

**Genderdoelstellingen en aandeel van vrouwen in het personeelsbestand van de ECB**



Bron: ECB.

Toelichting: De algemene uitsplitsing naar gender bij de ECB refereert aan personeelsleden met een vaste en een tijdelijke functie. De cijfers over werving hebben betrekking op zowel interne als externe wervingscampagnes voor vaste contracten die in 2017 werden afgesloten. Gegevens per 31 december 2017.

Bij wijze van grote inspanning om het sociaal overleg bij de ECB te verbeteren, werden de werkzaamheden inzake human resources in diverse opzichten verricht in het kader van een gezamenlijk werkprogramma met vertegenwoordigers van het personeel. Dat programma omvat zes belangrijke werkgebieden, namelijk: welzijn, en gezondheid en veiligheid; carrièreontwikkeling en beheer van doelstellingen; beleid inzake arbeidsovereenkomsten; diversiteit en inclusie; indienstnemingen; en mechanismen inzake personeelsparticipatie. De personeelsvertegenwoordigers hebben waardevolle informatie aangereikt voor verscheidene beleidsgebieden en besluitvormingsterreinen.

Op het niveau van het ESCB werd begonnen met de tweede cohorte stagiair(e)s (31 in totaal) uit het stageprogramma inzake Europees banktoezicht, alsook met het Schumanprogramma – een nieuw initiatief waarbij meer dan 30 personeelsleden in het stelsel werden aangesteld om bij te dragen aan een specifiek project in een andere instelling en tot 9 maanden naar die instelling worden gedetacheerd. Ook werd een Taskforce Mobiliteit ingesteld ter bevordering van een betekenisvolle personeelsrotatie in het stelsel.

Op 31 december 2017 had de ECB 3.252 goedgekeurde voltijdequivalenten, tegen 2.898,5 eind 2016. Het werkelijke aantal fulltime equivalent personeelsleden onder arbeidscontract bij de ECB bedroeg 3.384 (tegen 3.171 op 31 december 2016).<sup>131</sup> In 2017 werden in totaal 246 nieuwe contracten voor bepaalde tijd (beperkt van aard of

<sup>131</sup> Behalve de contractposities op basis van voltijdequivalenten omvat dit cijfer tevens de kortlopende contracten voor personeelsleden die door nationale centrale banken en internationale organisaties zijn gedetacheerd en de contracten voor deelnemers aan het Graduate Programme.



omzetbaar in een permanent contract) aangeboden. Daarnaast werden 393 kortlopende contracten gesloten en werden een aantal contracten verlengd om personeelsleden te vervangen die minder dan een jaar afwezig zijn. In 2017 is de ECB kortlopende contracten voor periodes tot en met 36 maanden blijven aanbieden aan medewerkers van nationale centrale banken en internationale organisaties. Op 31 december 2017 waren 232 werknemers van nationale centrale banken en internationale organisaties in uiteenlopende functies werkzaam bij de ECB, 7% minder dan eind 2016. In september 2017 verwelkomde de ECB 15 deelnemers als twaalfde lichting voor haar Graduate Programme en op 31 december 2017 waren 376 stagiair(e)s werkzaam bij de ECB (18% meer dan in 2016). De ECB heeft tevens 2 onderzoeksplaatsen aangeboden als onderdeel van het Wim Duisenberg Research Fellowship-programma, dat openstaat voor vooraanstaande economen, en 5 onderzoeksplaatsen aan jonge onderzoekers in het kader van haar Lamfalussy Fellowship-programma.

Hoewel de organisatie licht in omvang is gegroeid, verlieten 113 medewerkers met een contract voor bepaalde tijd of met een permanent contract in 2017 de ECB of gingen ze met pensioen (tegen 56 in 2016), terwijl in de loop van het jaar 344 kortlopende contracten afliepen.

# Jaarstukken

2017

<b>Managementverslag</b>	<b>A 2</b>
<b>Jaarrekening van de ECB</b>	<b>A 24</b>
Balans per 31 december 2017	A 24
Winst-en-verliesrekening over 2017	A 26
Grondslagen voor de financiële verslaggeving	A 27
Toelichting op de balans	A 37
Niet in de balans opgenomen instrumenten	A 55
Toelichting op de winst-en-verliesrekening	A 58
<b>Controleverklaring van de onafhankelijke accountant</b>	<b>A 66</b>
<b>Toelichting op de verdeling van de winst/toedeling van verliezen</b>	<b>A 70</b>

# Managementverslag

## 1 Doel van het managementverslag van de ECB

Het managementverslag vormt een integrerend onderdeel van de Jaarstukken van de ECB en is bedoeld om de lezer contextuele informatie met betrekking tot de jaarrekening<sup>1</sup> te geven. De activiteiten en transacties van de ECB worden verricht ter ondersteuning van haar beleidsdoelstellingen, en daarom dienen de financiële positie en resultaten van de ECB te worden gezien in samenhang met haar beleidsacties.

Tegen deze achtergrond wordt in het managementverslag ingegaan op de belangrijkste activiteiten en transacties van de ECB, evenals op de invloed daarvan op de jaarrekening van de ECB. Verder bevat het managementverslag een analyse van de belangrijkste ontwikkelingen in de balans en de winst-en-verliesrekening gedurende het jaar en bevat het informatie over de financieringsmiddelen van de ECB. Ten slotte bevat dit verslag een beschrijving van de risico-omgeving waarin de ECB opereert, aan de hand van informatie over de financiële en operationele risico's waaraan de ECB blootstaat, evenals het risicobeheerbeleid dat de ECB voert om risico's te mitigeren.

## 2 Activiteiten

De ECB vormt onderdeel van het Eurosysteem, dat als hoofddoelstelling de handhaving van prijsstabiliteit heeft. De voornaamste taken van de ECB, zoals beschreven in de Statuten van het ESCB,<sup>2</sup> omvatten het ten uitvoer leggen van het monetair beleid van het eurogebied, het verrichten van valutamarktoperaties, het beheren van de officiële externe reserves van de landen van het eurogebied en het bevorderen van een goede werking van het betalingsverkeer.

Bovendien is de Europese Centrale Bank ervoor verantwoordelijk dat het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme (Single Supervisory Mechanism – SSM) effectief en samenhangend functioneert met het oog op de uitoefening van indringend en doeltreffend banktoezicht. Aldus draagt zij bij aan de veiligheid en soliditeit van het bankwezen en aan de stabiliteit van het financiële stelsel.

De monetairbeleidstransacties van het Eurosysteem worden in de jaarrekening van de ECB en van de nationale centrale banken van het Eurosysteem verantwoord, hetgeen voortvloeit uit het beginsel dat het monetair beleid binnen het Eurosysteem

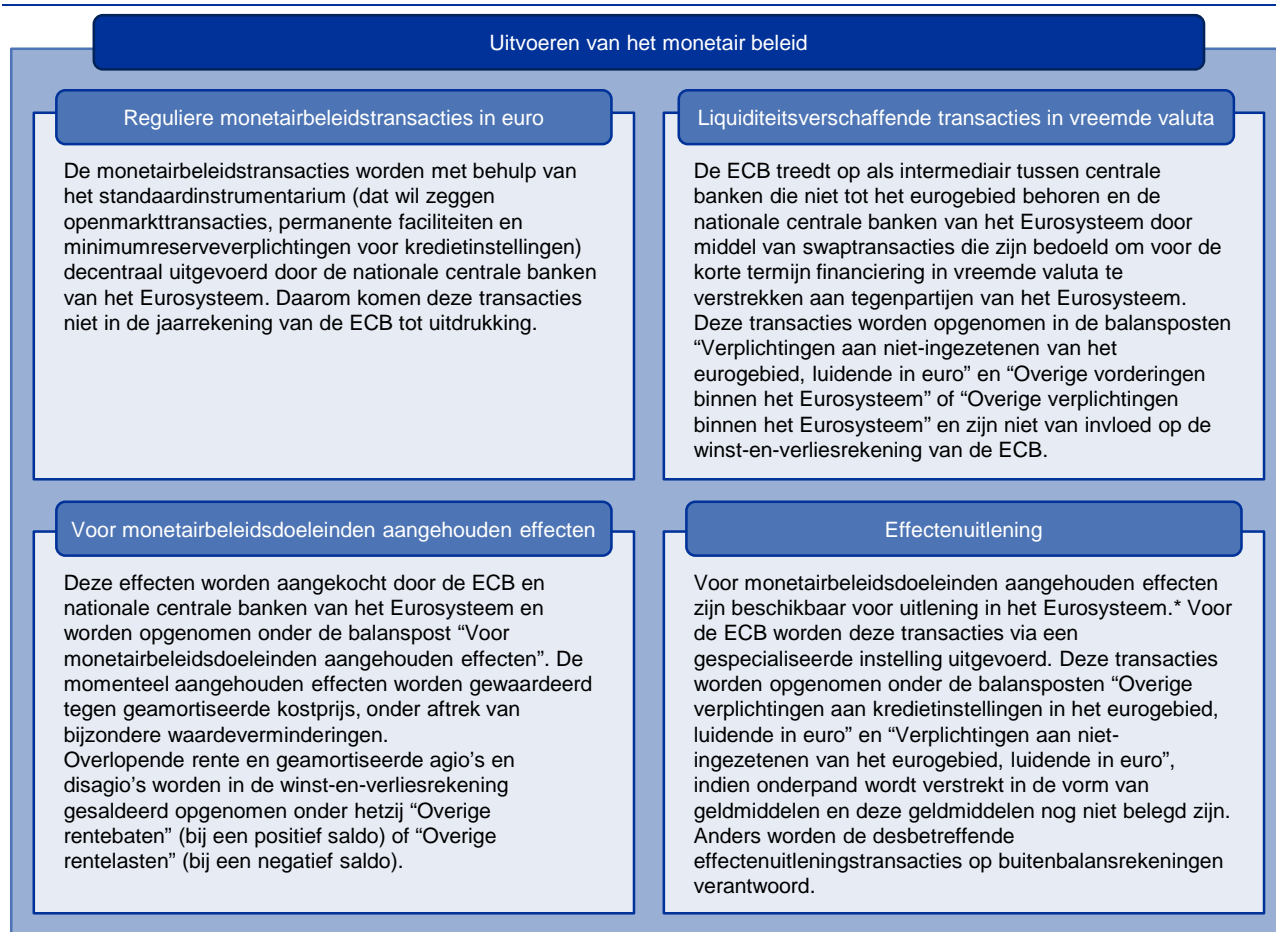
<sup>1</sup> De "jaarrekening" bestaat uit de balans, de winst-en-verliesrekening en de daarmee verband houdende toelichtingen. De "Jaarstukken" bestaan uit de jaarrekening, het managementverslag, de controleverklaring van de onafhankelijke accountant en de toelichting op de verdeling van winst/toedeling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

<sup>2</sup> Protocol betreffende de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Bank en van de Europese Centrale Bank.

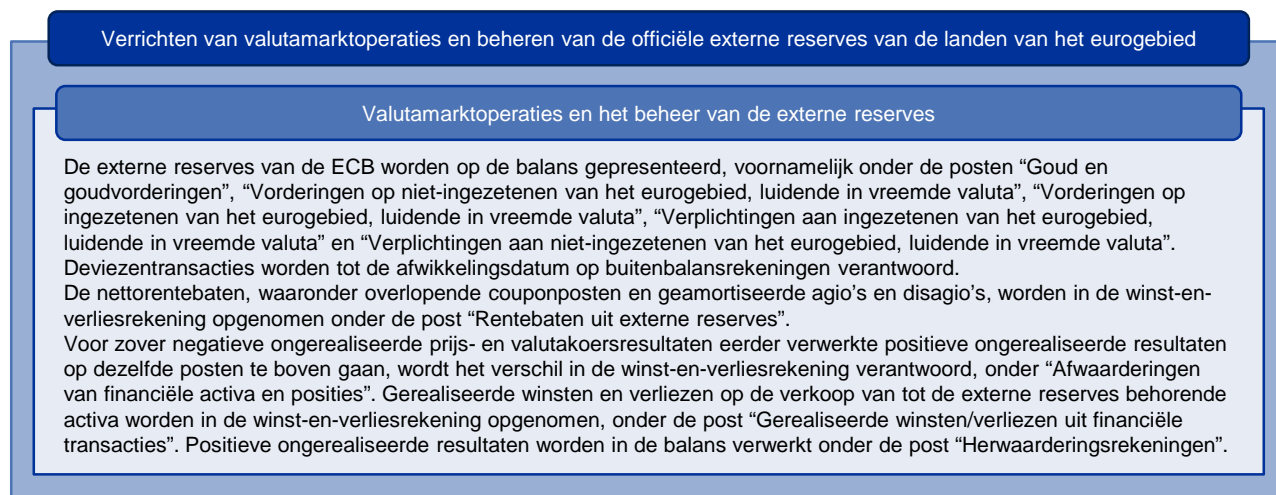
decentraal ten uitvoer wordt gelegd. Hierna bevat Figuur 1 een overzicht van de belangrijkste transacties en functies van de ECB bij de uitvoering van haar mandaat, en de invloed daarvan op de jaarrekening van de ECB.

**Figuur 1**

De belangrijkste activiteiten van de ECB en hun invloed op de jaarrekening



\* Nadere informatie over effectenuitlening is beschikbaar op de website van de ECB.



## Bevorderen van een goede werking van het betalingsverkeer

### Betalingssystemen (TARGET2)

De saldi binnen het Eurosysteem van de nationale centrale banken van het eurogebied ten opzichte van de ECB voortvloeiend uit TARGET2\* worden in de balans van de ECB samen als één nettoactief of nettoverplichting gepresenteerd. De vergoeding over deze saldi wordt in de winst-en-verliesrekening opgenomen onder de posten "Overige rentebaten" en "Overige rentelasten".

\* Nadere informatie over TARGET2 is beschikbaar op de website van de ECB.

## Bijdragen aan de veiligheid en soliditeit van de banksector en aan de stabiliteit van het financiële stelsel

### Banktoezicht – het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme (SSM)

De jaarlijkse kosten van de ECB in verband met haar toezichtstaken worden jaarlijks via een toezichtsvergoeding in rekening gebracht bij de onder toezicht staande entiteiten. De toezichtsvergoedingen worden in de winst-en-verliesrekening opgenomen onder de post "Nettobaten uit vergoedingen en provisies".

Tevens is de ECB bevoegd onder toezicht staande entiteiten administratieve boetes op te leggen in verband met het niet naleven van de EU-bankenregelgeving inzake de prudentiële vereisten (met inbegrip van toezichtsbesluiten van de ECB). De hiermee verband houdende baten worden in de winst-en-verliesrekening opgenomen onder de post "Nettobaten uit vergoedingen en provisies".

## Overige activiteiten

### Bankbiljetten in omloop

Aan de ECB is een aandeel van 8% in de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop toegedeeld. Dit aandeel wordt gedekt door rentedragende vorderingen op de nationale centrale banken, tegen de rente van de basisherfinancieringstransacties. Deze rente wordt in de winst-en-verliesrekening opgenomen onder de post "Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem".

De kosten van het grensoverschrijdend vervoer van eurobankbiljetten tussen bankbiljettendrukkerijen en de nationale centrale banken voor de levering van nieuwe bankbiljetten, en tussen de nationale centrale banken voor het opheffen van tekorten vanuit overschotvoorraden, worden centraal door de ECB gedragen. Deze kosten worden in de winst-en-verliesrekening opgenomen onder de post "Productiekosten bankbiljetten".

### Eigenmiddelenportefeuille.

De eigenmiddelenportefeuille van de ECB wordt in de balans opgenomen, voornamelijk onder de post "Overige financiële activa".

De nettorentebaten, waaronder overlopende couponposten en geamortiseerde agio's en disagio's, worden in de winst-en-verliesrekening opgenomen onder de post "Overige rentebaten" of "Overige rentelasten". Voor zover negatieve ongerealiseerde prijsresultaten eerder verwerkte positieve ongerealiseerde prijsresultaten op dezelfde posten te boven gaan, wordt het verschil in de winst-en-verliesrekening opgenomen, onder "Afwaarderingen van financiële activa en posities". Gerealiseerde winsten en verliezen op de verkoop van effecten worden in de winst-en-verliesrekening opgenomen, onder de post "Gerealiseerde winsten/verliezen uit financiële transacties". Positieve ongerealiseerde prijsresultaten worden in de balans verwerkt onder de post "Herwaarderingsrekeningen".

## 3 Financiële ontwikkelingen

### 3.1 Balans

Grafiek 1 geeft een overzicht van de belangrijkste componenten van de balans van de ECB in de periode 2013-2017. De groei van de balans van de ECB is in het vierde kwartaal van 2014 begonnen en hangt samen met de aankoop van effecten in het kader van het derde aankoopprogramma voor gedekte obligaties ('third covered bond purchase programme' – CBPP3) en het aankoopprogramma voor effecten op onderpand van activa ('asset-backed securities purchase programme' – ABSPP). Deze groei heeft zich in de jaren daarna voortgezet, voornamelijk door de verwerving van effecten op grond van het aankoopprogramma voor door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen ('public sector purchase programme' – PSPP).



**€65,2 miljard**  
Balansgroei in 2017

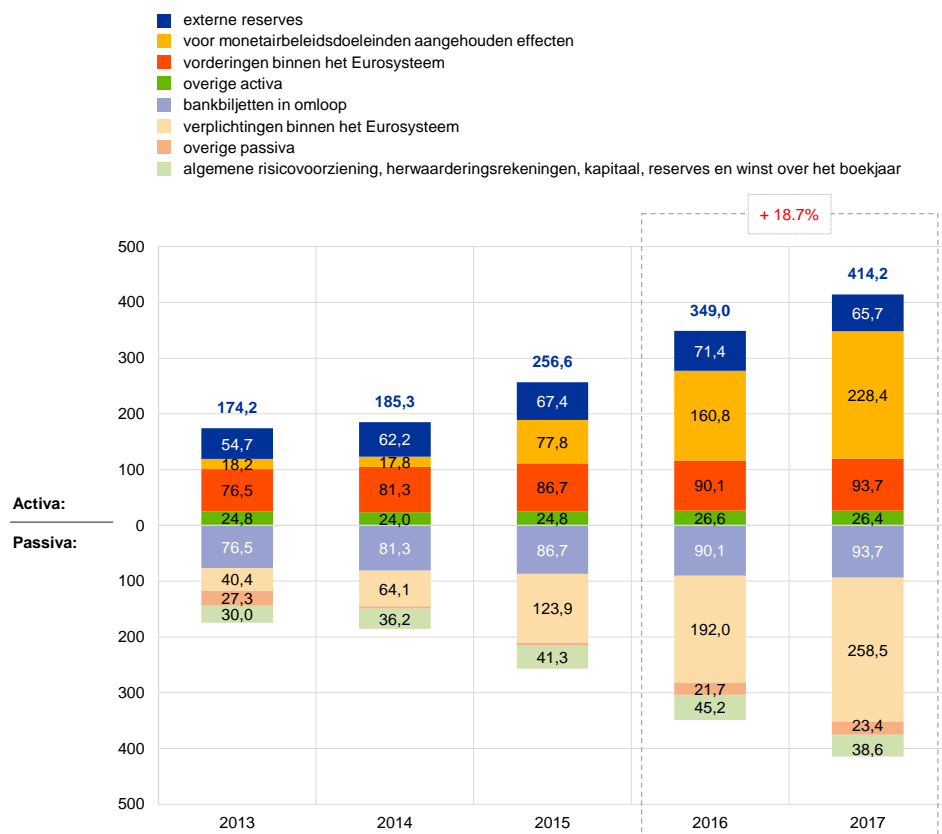
In 2017 groeide het **totaal van de activa van de ECB** met €65,2 miljard naar €414,2 miljard, voornamelijk als gevolg van haar aandeel in de effectenaankoop op grond van het programma voor de aankoop van activa ('asset purchase programme' – APP)<sup>3</sup>. Deze aankopen hebben geresulteerd in een toename van de post "Voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten", terwijl de contante afwikkeling van deze aankopen via TARGET2-rekeningen heeft geleid tot een overeenkomstige toename van de post "Verplichtingen binnen het Eurosysteem".

<sup>3</sup> Het APP bestaat uit het CBPP3, het ABSPP, het PSPP en het aankoopprogramma voor door de bedrijvensector uitgegeven schuldbewijzen ('corporate sector purchase programme' – CSPP). Nader informatie over het APP is beschikbaar op de [website van de ECB](#).

## Grafiek 1

### De balans van de ECB

(EUR miljard)



Bron: ECB.



**55%**

van de totale activa betreft voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten



**€67,6 miljard**

toename voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten

Ultimo 2017 bedroeg het aandeel van de **voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten luidende in euro** in de totale activa van de ECB 55%. Deze balanspost omvat de effecten die de ECB heeft aangekocht in het kader van het programma voor de effectenmarkten (Securities Markets Programme – SMP), de drie aankoopprogramma's voor gedekte obligaties (CBPP1, CBPP2 en CBPP3), het ABSPP, en het PSPP.<sup>4</sup> In 2017 werden de effectenaankopen op grond van het CBPP3, ABSPP en PSPP<sup>5</sup> voortgezet, op basis van de door de Raad van Bestuur genomen beslissingen over het totale maandbedrag van de aankopen door het Eurosysteem en met inachtneming van vooraf vastgestelde toelatingscriteria.

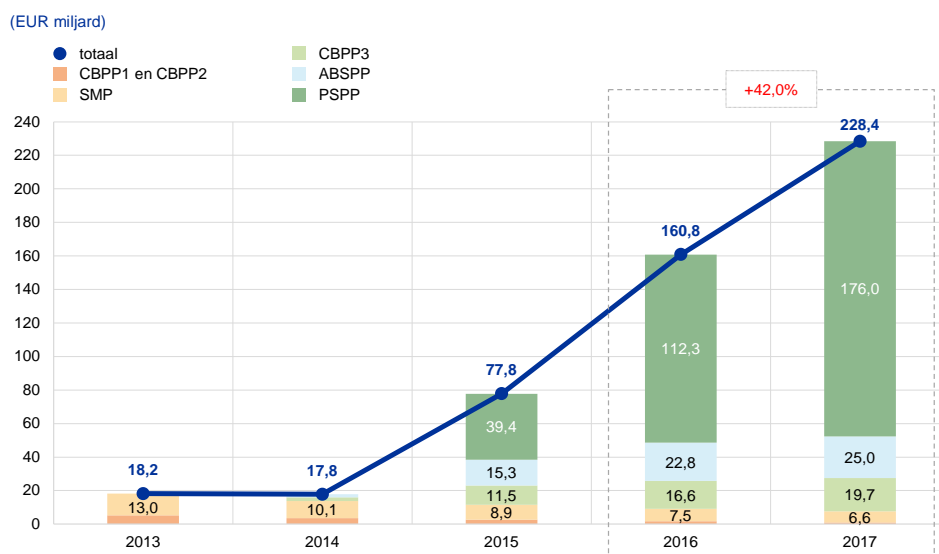
Als gevolg van de aankopen nam de portefeuille met voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten in 2017 met € 67,6 miljard toe naar € 228,4 miljard (zie Grafiek 2); deze toename hield grotendeels verband met de PSPP-aankopen. De afname van de in het kader van het CBPP1, CBPP2 en SMP aangehouden effecten bedroeg € 1,5 miljard en is het gevolg van aflossingen.

<sup>4</sup> De ECB verricht geen effectenaankopen in het kader van het CSPP.

<sup>5</sup> In verband met het besluit van de Raad van Bestuur van de ECB tot beëindiging van de eerste twee aankoopprogramma's voor gedekte obligaties en het SMP zijn er in 2017 geen aankopen in het kader van deze programma's verricht.

## Grafiek 2

### Voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten



Bron: ECB.

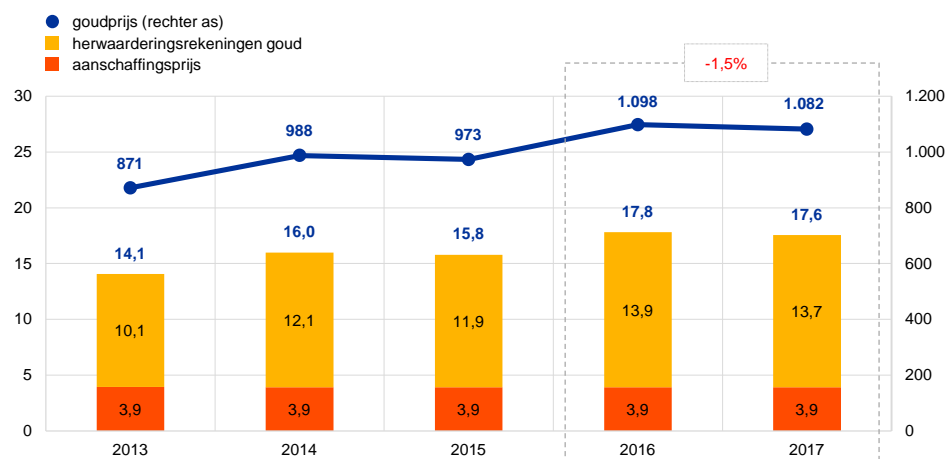
In 2017 daalde de waarde in euro van de **externe reserves van de ECB**, bestaande uit de goudvoorraad, speciale trekkingsrechten, Amerikaanse dollars (USD), Japanse yen (JPY) en, voor het eerst in 2017, Chinese renminbi (CNY), met €5,7 miljard naar €65,7 miljard.

De tegenwaarde in euro van de goudvoorraad (bestaande uit goud en goudvorderingen) van de ECB is in 2017 met €0,3 miljard gedaald naar €17,6 miljard (zie Grafiek 3), als gevolg van een daling van de marktprijs van goud (uitgedrukt in euro); het volume van deze post (in 'fine ounces') bleef gelijk. Deze afname leidde tevens tot eenzelfde daling van de herwaarderingsrekeningen van de ECB (zie paragraaf 3.2).

## Grafiek 3

### Ontwikkeling goudvoorraad en goudprijs

(Linker as: EUR miljard; rechter as: euro per fine ounce goud)



Bron: ECB.





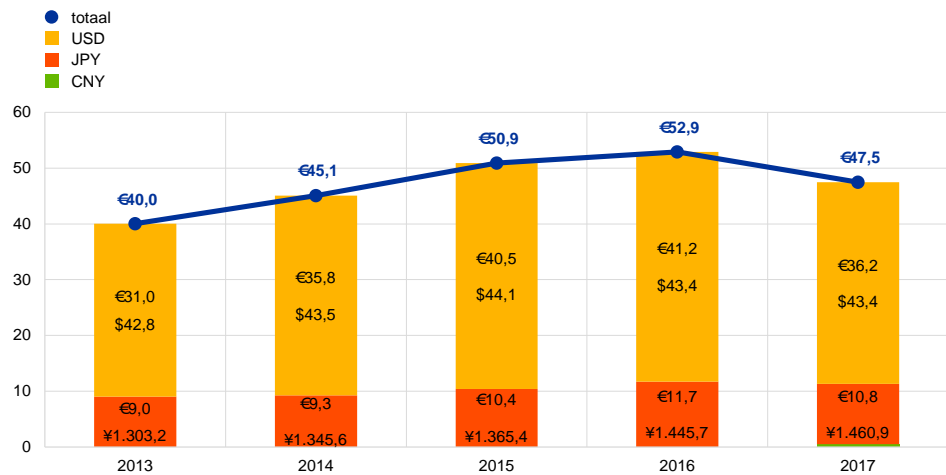
De waarde van de deviezenreserves (netto) van de ECB daalde door de waardestijging van de euro

De door de ECB aangehouden deviezenreserves in Amerikaanse dollars, Japanse yen en Chinese renminbi daalden op nettobasis en uitgedrukt in euro met €5,4 miljard naar €47,5 miljard (zie Grafiek 4), voornamelijk als gevolg van de waardestijging van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar en Japanse yen. Deze daling komt ook tot uitdrukking in de geringere saldi op de herwaarderingsrekeningen van de ECB (zie paragraaf 3.2).

#### Grafiek 4

##### Uitsplitsing van deviezenreserves naar valuta

(EUR miljard)



Bron: ECB.



De ECB heeft een positie in Chinese renminbi toegevoegd aan haar externe reserves

**In 2017 belegde de ECB de tegenwaarde van €0,5 miljard in Chinese renminbi,** waardoor de deviezenreserves van de ECB nu uit drie vreemde valuta's bestaan.<sup>6</sup>

De ECB heeft deze belegging gefinancierd door een klein deel van de aanhoudingen in Amerikaanse dollar te verkopen en de opbrengst daarvan volledig in Chinese renmibi te beleggen. De deviezenreserves van de ECB worden nog steeds gedomineerd door de Amerikaanse dollar, die circa 76% van het totaal uitmaakt.

De ECB beheert de belegging van haar deviezenreserves door middel van een driestappenproces. Ten eerste stellen de risicobeheerders van de ECB een benchmarkportefeuille samen, die door de Directie wordt goedgekeurd. Als tweede stap ontwikkelen de portefeuillebeheerders van de ECB de tactische benchmarkportefeuille, die door de Raad van Bestuur wordt goedgekeurd. Als derde stap vinden de dagelijkse beleggingstransacties gedecentraliseerd, d.w.z. door de nationale centrale banken, plaats.

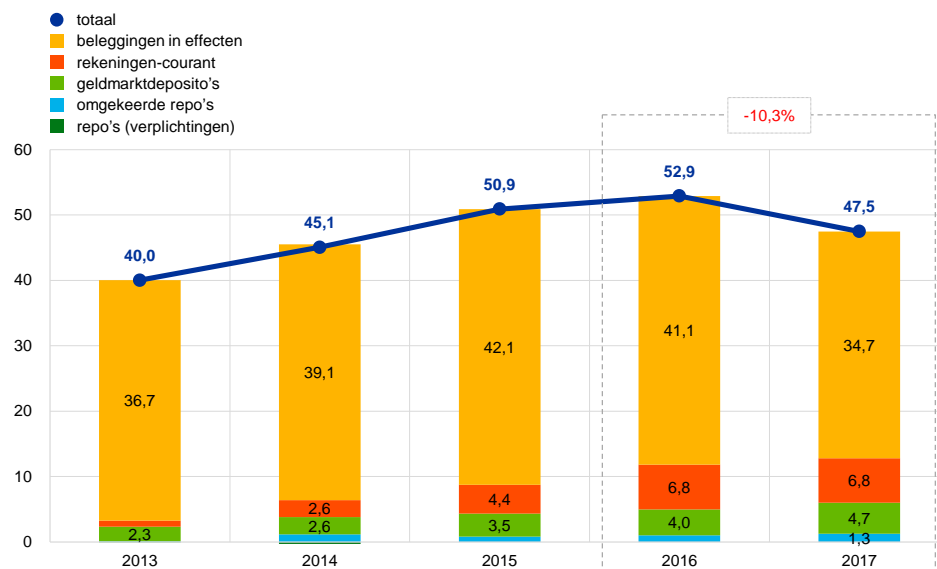
De deviezenreserves van de ECB worden voornamelijk belegd in effecten en geldmarktdeposito's of worden op rekening-courantrekeningen aangehouden (zie Grafiek 5). De effecten in deze portefeuille worden gewaardeerd tegen hun marktprijs per jaareinde.

<sup>6</sup> Zie het persbericht van de ECB van 13 juni 2017.

## Grafiek 5

### Uitsplitsing van deviezenreserves naar soort belegging

(EUR miljard)



Bron: ECB.



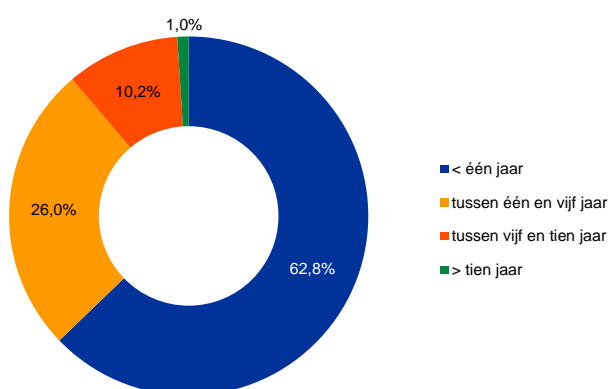
## 62,8%

In vreemde valuta luidende effecten met een looptijd van minder dan één jaar

Het doel van de deviezenreserves van de ECB is het financieren van eventuele ECB-interventies op de valutamarkt. Hiertoe worden de deviezenreserves van de ECB beheerd op basis van drie doelstellingen. In volgorde van prioriteit zijn deze: liquiditeit, veiligheid en rendement. Daarom bestaat deze portefeuille voornamelijk uit effecten met een korte looptijd (zie Grafiek 6).

## Grafiek 6

### Uitsplitsing van de in vreemde valuta luidende effecten naar looptijd

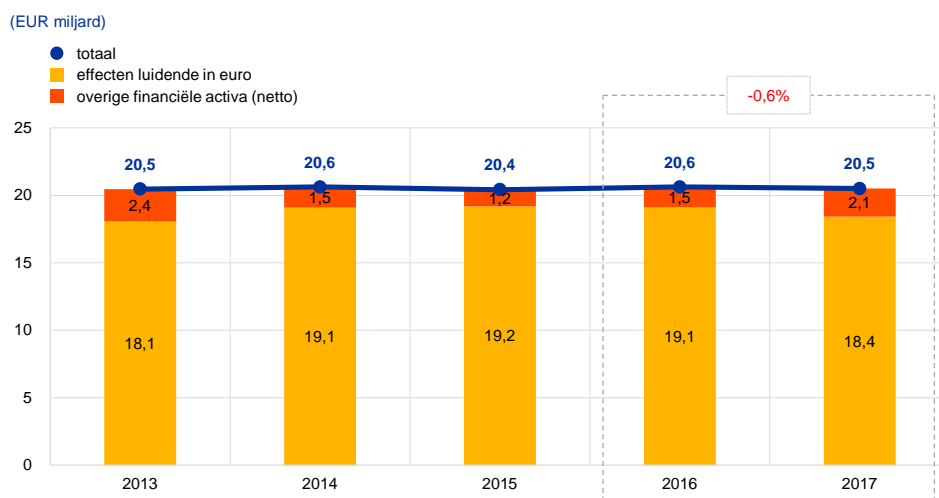


Bron: ECB.

In 2017 bleef de **eigenmiddelenportefeuille** nagenoeg gelijk, met een waarde van € 20,5 miljard (zie Grafiek 7). Deze portefeuille bestaat vooral uit in euro luidende effecten, gewaardeerd tegen hun marktprijs per jaareinde.

## Grafiek 7

### De eigenmiddelenportefeuille van de ECB

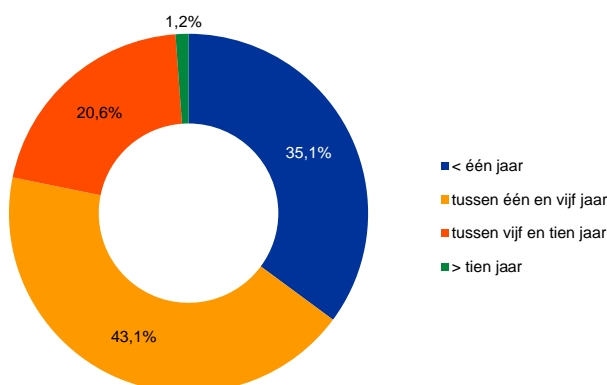


Bron: ECB.

De eigenmiddelenportefeuille van de ECB wordt aangehouden als tegenpost van het gestorte kapitaal van de ECB, de voorziening voor valutakoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's, en het algemene reservefonds. Het doel van deze portefeuille is inkomsten te genereren om bij te dragen aan de financiering van de bedrijfskosten van de ECB die geen verband houden met de uitvoering van haar toezichtstaken.<sup>7</sup> De doelstelling van het beheer van de eigenmiddelenportefeuille is een zo hoog mogelijk rendement te behalen, met inachtneming van een aantal risicolimieten. Hierdoor is de samenstelling naar looptijd meer gespreid (zie Grafiek 8) dan in de portefeuille waarin de deviezenreserves zijn belegd.

## Grafiek 8

### Uitsplitsing van de effecten in de eigenmiddelenportefeuille van de ECB naar looptijd



Bron: ECB.

<sup>7</sup> De kosten van de ECB in verband met haar toezichtstaken worden aan de onder toezicht staande entiteiten doorberekend via een jaarlijks in rekening gebrachte vergoeding.

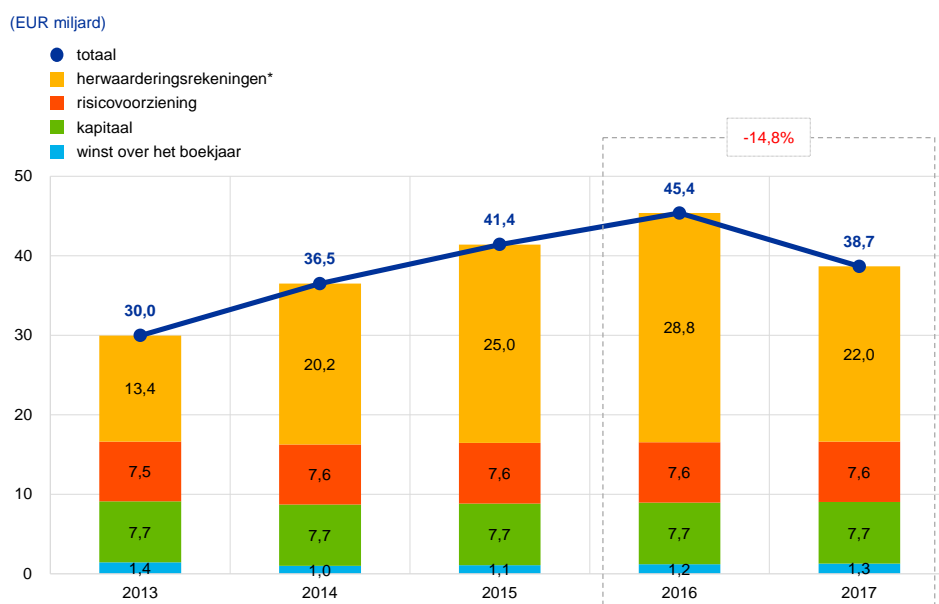
## 3.2 Financieringsmiddelen



**€38,7 miljard**  
De financieringsmiddelen van de ECB

Deze financieringsmiddelen van de ECB bestaan uit haar kapitaal, de algemene risicovoorziening, de herwaarderingsrekeningen en het nettoresultaat over het jaar. Deze financieringsmiddelen worden 1) belegd in activa die inkomsten genereren, en/of 2) gebruikt om rechtstreeks verliezen uit financiële risico's te compenseren. Op 31 december 2017 bedroegen de **financieringsmiddelen van de ECB** in totaal €38,7 miljard (zie Grafiek 9). Dit bedrag was €6,7 miljard lager dan in 2016, als gevolg van een afname van de herwaarderingsrekeningen door de waardeinstijging van de euro.

**Grafiek 9**  
Financieringsmiddelen van de ECB



Bron: ECB.

\* Dit omvat het totaal van de herwaarderingswinsten op de goudvoorraad, deviezenreserves en aangehouden effecten; hiertoe behoort echter niet de herwaarderingsrekening in verband met uitkeringen na uitdiensttreding.



**+14%**  
Waardestijging van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar in 2017

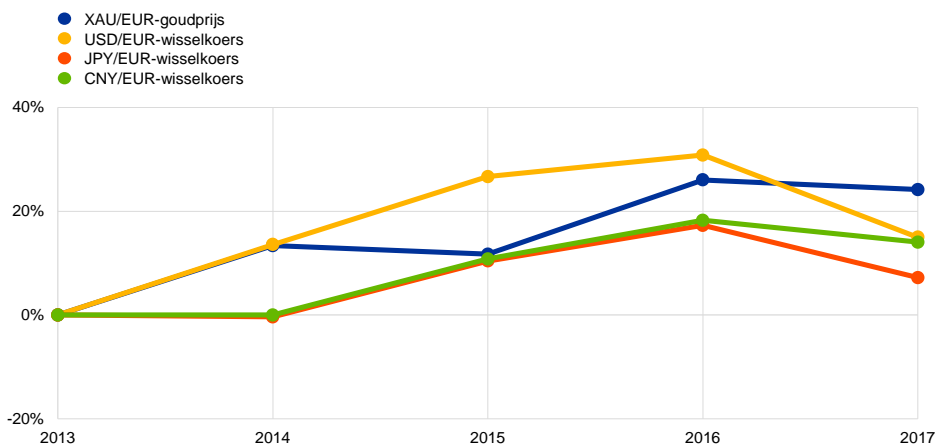
Positieve ongerealiseerde resultaten op goud, vreemde valuta's en aan prijsherwaardering onderhevige effecten worden niet als baten in de winst-en-verliesrekening opgenomen, maar worden rechtstreeks verwerkt op de **herwaarderingsrekeningen** op de passivazijde van de balans van de ECB. De saldi van de herwaarderingsrekeningen kunnen worden gebruikt om de invloed van eventuele toekomstige ongunstige bewegingen in de respectieve prijzen en/of valutakoersen te absorberen, en versterken derhalve de weerbaarheid van de ECB ten opzichte van de onderliggende risico's. In 2017 zijn de herwaarderingsrekeningen voor goud, vreemde valuta's en effecten<sup>8</sup> met €6,8 miljard afgenomen naar €22,0 miljard, hoofdzakelijk als gevolg van de waardeinstijging van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar en de Japanse yen (zie Grafiek 10).

<sup>8</sup> Daarnaast omvat de balanspost "Herwaarderingsrekeningen" herberekeningen ten aanzien van bepaalde vergoedingen na uitdiensttreding.

## Grafiek 10

### Belangrijke valutakoersen en de goudprijs in de periode 2013-2017

(mutaties in procenten ten opzichte van 2013)



Bron: ECB.

De resultaten die de ECB op basis van haar activa en passiva in een boekjaar per saldo behaalt, kunnen worden gebruikt om mogelijke verliezen die in hetzelfde jaar optreden, te absorberen. In 2017 bedroeg **de nettowinst van de ECB** € 1,3 miljard, ofwel € 0,1 miljard hoger dan in 2016.



De algemene risicovoorziening bevindt zich op het maximaal toegestane niveau

Aangezien de ECB aan financiële risico's (zie paragraaf 4.1) blootstaat, beschikt ze over een **voorziening voor risico's in verband met valutakoersen, de rente, kredietkwaliteit en de goudprijs (grondstoffen)**. Jaarlijks wordt gezien hoe groot deze voorziening moet zijn. Hierbij wordt rekening gehouden met een reeks aan factoren, waaronder de omvang van de aangehouden risicodragende activa, de verwachte resultaten voor het komende jaar en een risicobeoordeling. De risicovoorziening mag, samen met enig bedrag in het algemene reservefonds van de ECB, niet hoger zijn dan het door de nationale centrale banken van het eurogebied gestorte kapitaal. Sinds 2015 staat deze voorziening op het maximaal toegestane niveau van € 7,6 miljard.

Het **kapitaal van de ECB** gestort door nationale centrale banken uit en buiten het eurogebied was gelijk ten opzichte van ultimo 2016 en bedroeg € 7,7 miljard op 31 december 2017.

## 3.3 Winst-en-verliesrekening

Grafiek 11 geeft een overzicht van de belangrijkste bestanddelen van de winst-en-verliesrekening van de ECB in de periode 2013-2017. In deze periode liep de winst van de ECB uiteen van € 1,0 miljard tot € 1,4 miljard. De winst van de ECB is de afgelopen drie jaar geleidelijk gestegen, voornamelijk dankzij hogere rentebaten uit externe reserves en uit de voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten.

Deze stijgingen overtroffen de daling van de rentebaten in verband met de bankbiljetten in omloop<sup>9</sup> en uit de eigenmiddelenportefeuille.



**€ 1.275 miljoen**

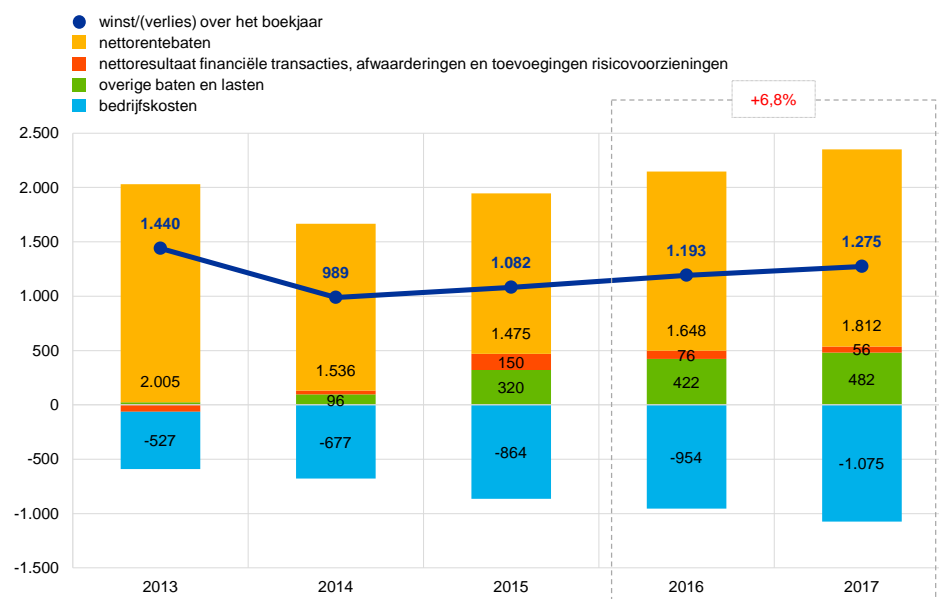
De winst van de ECB over 2017

Over 2017 bedroeg de **winst van de ECB** € 1.275 miljoen (2016: € 1.193 miljoen). De stijging van € 82 miljoen vergeleken met 2016 hield voornamelijk verband met de stijging van de nettorentebaten.

### Grafiek 11

#### Winst-en-verliesrekening van de ECB

(EUR miljoen)



Bron: ECB.

Toelichting: De post "Overige baten en lasten" bestaat uit de posten "Nettobaten uit vergoedingen en provisies", "Baten uit aandelen en deelnemingen", "Overige baten" en "Overige lasten".



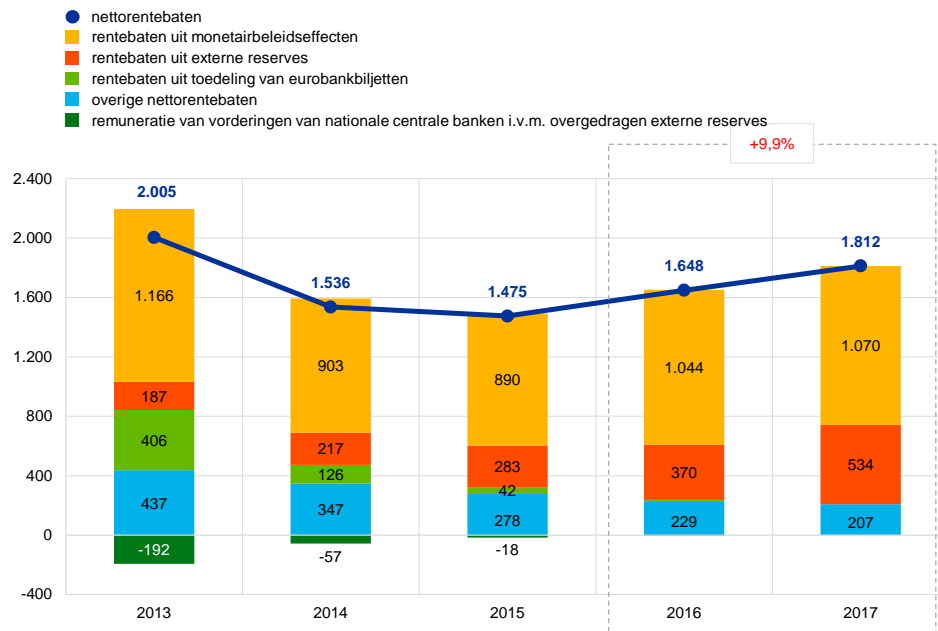
Toename baten uit externe reserves en monetairbeleidseffecten

De **nettorentebaten** van de ECB zijn met € 163 miljoen gestegen naar € 1.812 miljoen (zie Grafiek 12), voornamelijk als gevolg van hogere rentebaten uit de externe reserves en uit voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten.

<sup>9</sup> De baten van de ECB in verband met de eurobankbiljetten in omloop bestaan uit de door haar opgebouwde vergoeding over haar vorderingen binnen het Eurosysteem op nationale centrale banken met betrekking tot het 8%-aandeel van de ECB in het totaal van de eurobankbiljetten in omloop.

## Grafiek 12 Nettorentebaten

(EUR miljoen)



Bron: ECB.

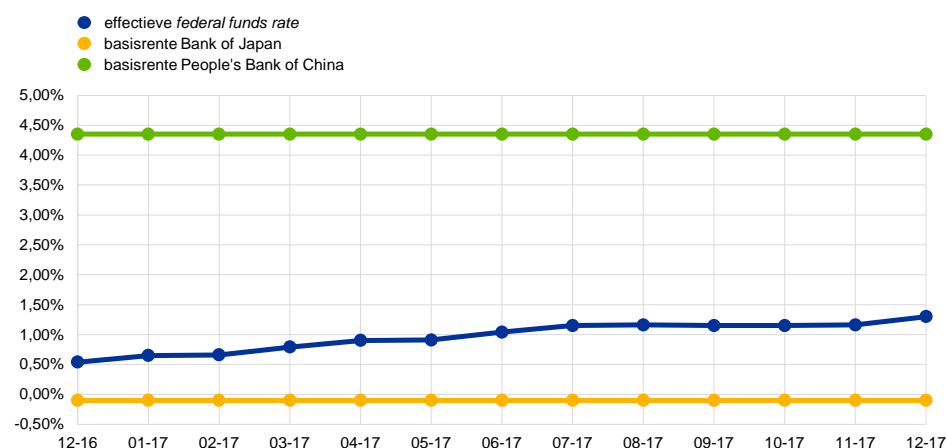


Toename rentebaten uit externe reserves, vooral dankzij gestegen USD-yields

De **rentebaten uit externe reserves** stegen met € 164 miljoen naar € 534 miljoen, voornamelijk als gevolg van de hogere rentebaten uit in Amerikaanse dollar luidende effecten door gestegen yields op kortlopende effecten in Amerikaanse dollar (zie Grafiek 13).

## Grafiek 13 Belangrijke referentierentes

(in procenten per jaar; maandgegevens)



Bronnen: US Federal Reserve Board, de Bank of Japan en de People's Bank of China.



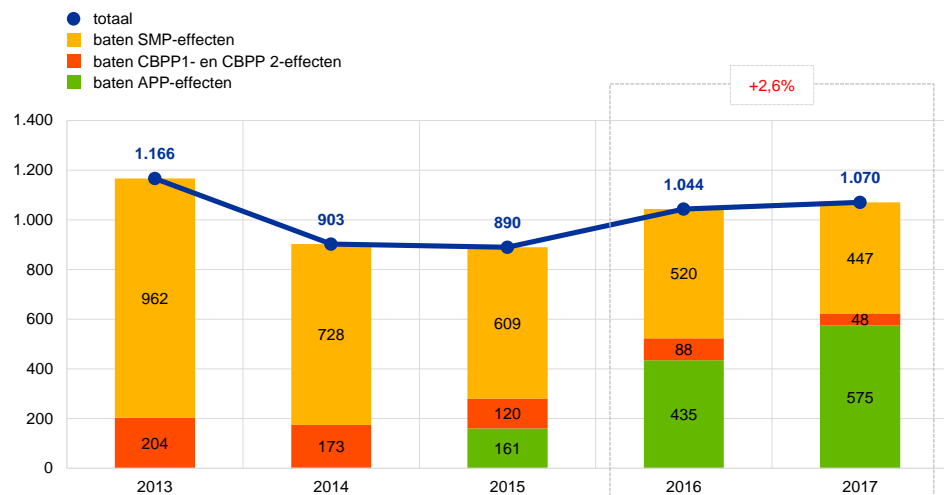
Hogere APP-baten werden gedeeltelijk tenietgedaan door een daling van de baten in het kader van beëindigde programma's

Over 2017 bedroegen de **netto rentebaten uit hoofde van de voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten** € 1.070 miljoen, dat wil zeggen € 27 miljoen hoger dan over 2016 (zie Grafiek 14). De netto rentebaten in verband met de APP-effecten stegen met € 140 miljoen naar € 575 miljoen. Dit was het gevolg van de volumegroei van de aangehouden effecten (zie Grafiek 2), terwijl de yields op staatsobligaties uit het eurogebied in 2017 gemiddeld genomen laag bleven (zie Grafiek 15). Deze stijging werd echter grotendeels tenietgedaan door een afname van de netto rentebaten in verband met de SMP-, CBPP1- en CBPP2-portefeuilles, die met € 113 miljoen daalden naar € 496 miljoen, als gevolg van de daling van de omvang van deze portefeuilles in verband met effecten die hun vervaldatum bereikten. In 2017 genereerden de voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten circa 60% van de netto rentebaten van de ECB.

### Grafiek 14

#### Netto rentebaten uit voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten

(EUR miljoen)



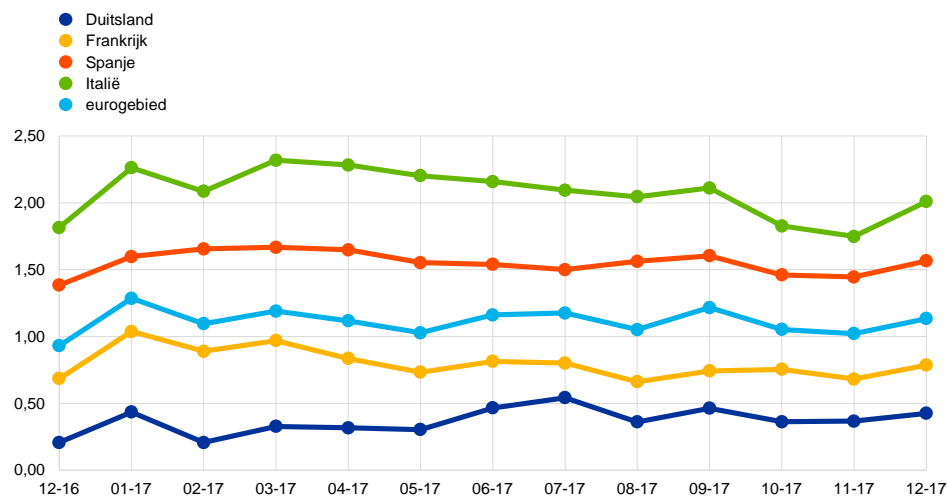
Bron: ECB.



## Grafiek 15

### Yields op tienjaars staatsobligaties

(in procenten per jaar; maandgegevens)



Bron: ECB.



**0,0%**

Basisherfinancierings-  
rente in 2017

De **rentebaten in verband met het aandeel van de ECB in de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop** en de **rentelasten die zijn verschuldigd aan de nationale centrale banken in verband met de door hen overgedragen externe reserves waren nihil**, als gevolg van de door het Eurosysteem gebruikte basisherfinancieringsrente van 0%.

De **overige nettorentebaten** daalden, voornamelijk door de lagere rentebaten behaald met de eigenmiddelenportefeuille als gevolg van het lagerenteklimaat in het eurogebied.



Nettoresultaat uit  
financiële transacties en  
afwaarderingen vooral  
bepaald door de  
verandering in de USD-  
yields

Het **nettoresultaat uit financiële transacties en afwaarderingen** van financiële activa bedroeg € 56 miljoen, een afname van € 20 miljoen ten opzichte van 2016 (zie Grafiek 16), voornamelijk als gevolg van de lagere gerealiseerde nettokoerswinsten.

De daling van de gerealiseerde nettokoerswinsten hing voornamelijk samen met lagere koerswinsten op in Amerikaanse dollar luidende effecten, waarvan de marktwaarde negatief werd beïnvloed door stijgende USD-yields, welke ontwikkeling in 2015 begon.

In 2017 was deze negatieve invloed op de marktwaarde van de USD-portefeuille geringer dan in 2016, waardoor de afwaarderingen in verband met de marktprijsontwikkeling van effecten in 2017 lager waren dan in 2016.

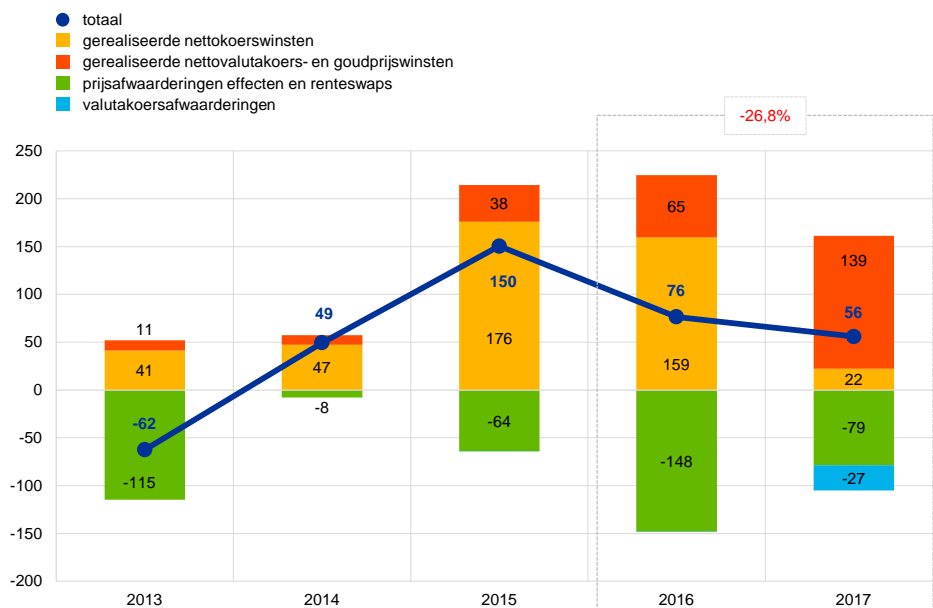
De toename van de netto gerealiseerde valutakoers- en goudprijswinsten hield voornamelijk verband met de gerealiseerde valutakoerswinsten op de verkoop van een deel van de USD-portefeuille ter financiering van de creatie van de CNY-portefeuille.

De afwaarderingen in verband met valutakoersontwikkelingen hebben betrekking op de CNY-portefeuille en zijn het gevolg van de waardedaling van de Chinese renminbi ten opzichte van de euro nadat in de CNY-portefeuille was belegd.

## Grafiek 16

### Gerealiseerde resultaten en afwaarderingen

(EUR miljoen)



Bron: ECB.



### €437 miljoen

Door de ECB in rekening gebrachte vergoedingen in verband met toezichtstaken

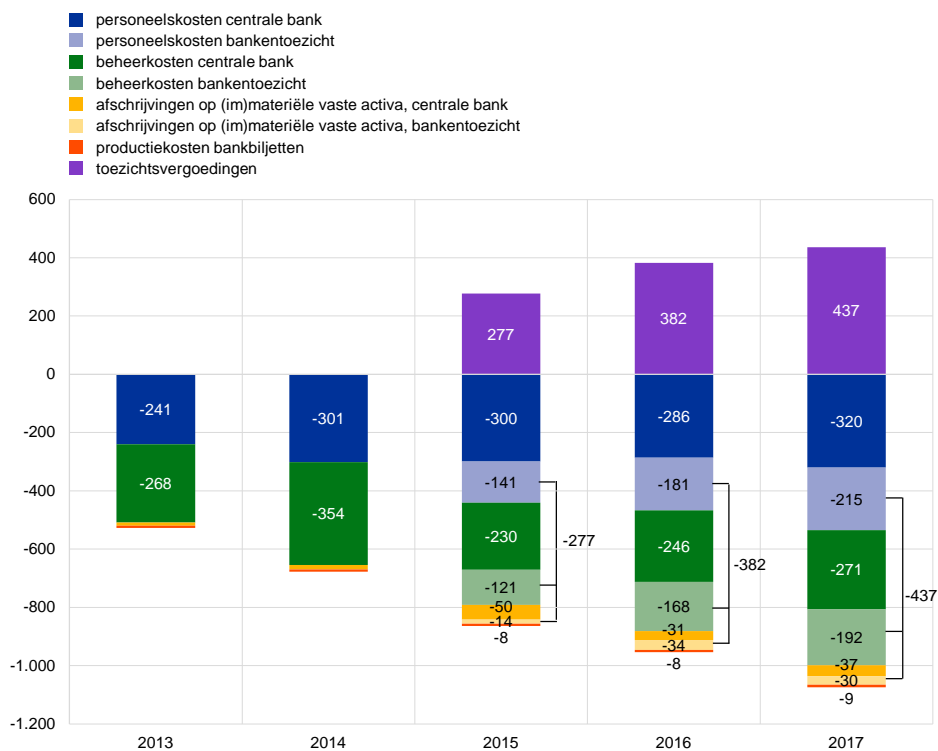
De **totale bedrijfskosten** van de ECB, met inbegrip van afschrijvingen en de productiekosten voor bankbiljetten, zijn met € 121 miljoen gestegen naar € 1.075 miljoen (zie Grafiek 17). Deze stijging hing vooral samen met de hogere kosten van het banktoezicht en de lancering van een nieuw Career Transition Support (CTS)-programma, ter ondersteuning van medewerkers die hun loopbaan buiten de ECB willen voortzetten. De onderstaande grafiek laat zien dat de totstandkoming van het SSM in 2014 heeft bijgedragen aan een significante toename van het personeelsbestand en de beheerkosten. Deze met het banktoezicht verband houdende kosten worden echter jaarlijks volledig in de vorm van toezichtsvergoedingen bij de onder toezicht staande entiteiten in rekening gebracht.<sup>10</sup>

<sup>10</sup> De toezichtsvergoedingen zijn opgenomen onder de post "Overige baten en lasten" (zie Grafiek 11).

## Grafiek 17

### Bedrijfskosten en toezichtsvergoedingen

(EUR miljoen)



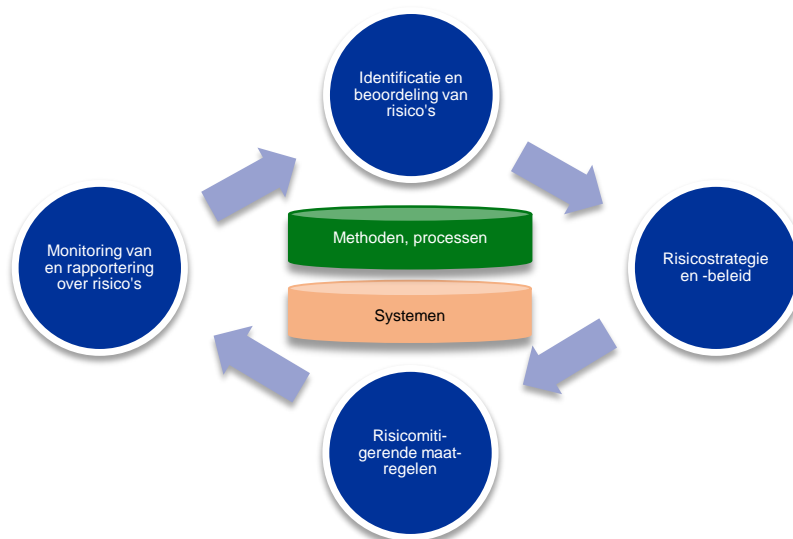
Bron: ECB.

## 4

### Risicobeheer

Risicobeheer vormt een cruciaal onderdeel van de activiteiten van de ECB en omvat een continu proces van a) risico-identificatie en -beoordeling, b) evaluatie van de risicostrategie en het risicobeleid, c) uitvoering van maatregelen ter mitigering van risico's, en d) monitoring van en rapportering over risico's, en dit alles ondersteund door effectieve methoden, processen en systemen.

**Figuur 2**  
Risicobeheercyclus



De ECB staat bloot aan zowel financiële als operationele risico's. In de volgende paragrafen komen deze risico's, de bronnen ervan, en de toepasselijke risicobeheersingskaders aan de orde.

#### 4.1 Financiële risico's



De Directie stelt beleid en procedures vast ter waarborging van een passende bescherming tegen risico's

**De Directie van de ECB stelt beleid en procedures vast waardoor de ECB een passend beschermingsniveau heeft tegen de risico's waaraan de ECB blootstaat.** Het Comité voor Risicobeheer (Risk Management Committee – RMC), bestaande uit deskundigen van de centrale banken van het Eurosysteem, draagt onder meer bij aan het monitoren, meten van en rapporteren over de financiële risico's met betrekking tot de balans van het Eurosysteem, en het bepaalt en evalueert de hiervoor gebruikte methoden en kaders. Zo helpt het RMC de besluitvormende organen bij het waarborgen van een passend beschermingsniveau voor het Eurosysteem.



Financiële risico's vloeien voort uit de kernactiviteiten van de ECB en de daarmee verband houdende risicoposities

**De financiële risico's vloeien voort uit de kernactiviteiten van de ECB en de daarmee verband houdende risicoposities.** De risicobeheersingskaders en risicolimieten die de ECB gebruikt om haar risicoprofiel te beheren, verschillen per type transactie en zijn afhankelijk van de beleids- of beleggingsdoelstellingen van de verschillende portefeuilles en de risicokenmerken van de onderliggende activa.



De ECB maakt gebruik van een aantal intern ontwikkelde risicoschattingstechnieken.

**Voor het monitoren en beoordelen van de risico's maakt de ECB gebruik van een aantal intern ontwikkelde risicoschattingstechnieken.** Deze technieken zijn gebaseerd op een kader waarbinnen zowel markt- als kredietrisico's worden gesimuleerd. De belangrijkste modelleringsconcepten, -technieken en -aannames die aan de risicomaatstaven ten grondslag liggen, bouwen voort op sectorstandaarden en beschikbare marktgegevens. De risico's worden doorgaans

gekwantificeerd door middel van het verwachte tekort (Expected Shortfall – ES),<sup>11</sup> geschat op basis van een betrouwbaarheidsniveau van 99% en een tijdshorizon van één jaar. Voor de berekening van de risico's maakt de ECB gebruik van twee benaderingen: a) de boekhoudkundige benadering, op grond waarvan de herwaarderingsrekeningen van de ECB in de berekening van de geschatte risico's als een buffer worden beschouwd, in lijn met alle toepasselijke financiële verslaggevingsregels, en b) de financiële benadering, op grond waarvan de herwaarderingsrekeningen in de risicoberekening niet als buffer worden aangemerkt. Om een volledig beeld van de risico's te houden berekent de ECB periodiek andere risicomaatstaven bij verschillende betrouwbaarheidsniveaus, verricht ze gevoeligheids- en stressscenarioanalyses, en beoordeelt ze langeretermijnprognoses van risicoposities en baten.<sup>12</sup>



### €10,6 miljard

Risicototaal  
(boekhoudkundige  
benadering o.b.v. ES-  
99%)

**De totale risico's van de ECB zijn in 2017 toegenomen.** Per 31 december 2017 kwamen de financiële risico's voor alle ECB-portefeuilles, zoals afgemeten aan het ES bij een betrouwbaarheidsniveau van 99%, een tijdshorizon van één jaar en volgens de boekhoudkundige benadering, in totaal uit op € 10,6 miljard, ofwel € 1,4 miljard hoger dan de per 31 december 2016 geschatte risico's. Deze stijging was vooral het gevolg van de voortzetting van de effectenaankopen in het kader van het APP.

## Kader 1

### Wijziging van de in de Jaarstukken vermelde risicomaatstaf

---

Sinds 2007 heeft de ECB in haar Jaarstukken de financiële risico's van al haar portefeuilles tezamen gerapporteerd op basis van de financiële maatstaf Value at Risk (VaR), bij een betrouwbaarheidsniveau van 95% en een tijdshorizon van één jaar. Volgens de Jaarstukken over 2016 bedroeg deze risicomaatstaf € 10,6 miljard per 31 december 2016.

De ECB heeft de afgelopen jaren haar risicomodelleringskader verbeterd. Enkele van de doorgevoerde verbeteringen zijn de volgende:

- de ECB gebruikt nu het Expected Shortfall (ES) bij een betrouwbaarheidsniveau van 99% als de belangrijkste maatstaf in de risicoberekeningen, aangevuld met andere risicomaatstaven en betrouwbaarheidsniveaus;

<sup>11</sup> Het ES wordt gedefinieerd als een naar waarschijnlijkheid gewogen gemiddeld verlies in de scenario's die zich voordoen met een frequentie lager dan het gegeven betrouwbaarheidsniveau.

<sup>12</sup> Nadere informatie over de risicomodelleringsaanpak is te vinden in "The financial risk management of the Eurosystem's monetary policy operations", ECB, juli 2015.

- een “boekhoudkundige benadering” is ontwikkeld en toegevoegd aan de bestaande “financiële benadering”. Volgens de financiële benadering worden de herwaarderingsrekeningen bij de berekening van risico's niet als buffer aangemerkt, terwijl deze rekeningen volgens de boekhoudkundige benadering wel in aanmerking worden genomen bij de kwantificering van risico's, in lijn met de toepasselijke financiële verslaggevingsregels. De twee benaderingen verschillen derhalve wat betreft de wijze waarop risico's wordt beschouwd: bij de financiële benadering draait het om de invloed van risico's op het eigen vermogen van de ECB, terwijl volgens de boekhoudkundige benadering naar de invloed van risico's op de winst-en-verliesrekening van de ECB wordt gekeken.

In het kader van de Jaarstukken wordt de boekhoudkundige benadering geschikter geacht, aangezien deze een duidelijker beeld van de risico's oplevert wat betreft de gevolgen voor de financiële verslaggeving. Daarom, en tevens om de gepubliceerde gegevens te laten aansluiten bij de interne benadering voor risicomodellering en -rapportering, zal de ECB in haar Jaarstukken voortaan het ES bij een betrouwbaarheidsniveau van 99% rapporteren (boekhoudkundige benadering), in plaats van de VaR bij een betrouwbaarheidsniveau van 95% (financiële benadering).

Afhankelijk van de omvang van de herwaarderingsrekeningen van de ECB kunnen de financiële en de boekhoudkundige benadering resulteren in belangrijk afwijkende schattingen van de omvang en samenstelling van de risico's. Met name de financiële benadering leidt bij gebruik van dezelfde risicomaatstaf en hetzelfde betrouwbaarheidsniveau tot hogere risicoschattingen; hierin spelen omvangrijke marktrisico's met betrekking tot de externe reserves een belangrijke rol. In verband met de aanzienlijke omvang van de herwaarderingsrekeningen voor dergelijke risicoposities resulteert de boekhoudkundige benadering in lagere risicocijfers, waarin mogelijke kredietrisico's de hoofdrol spelen.

De overgang van de financiële VaR-95% naar de boekhoudkundige ES-99% in de Jaarstukken 2017 resulteert nominaal in een hogere risicoschatting (zie Tabel 1), aangezien de invloed van de toename van de risicoschatting als gevolg van de keuze voor een hoger betrouwbaarheidsniveau (99% in plaats van 95%) en een meer conservatieve risicomaatstaf (ES in plaats van VaR) groter is dan de afname van de risicoschatting als gevolg van het in aanmerking nemen van de herwaarderingsrekeningen als buffer.

**Tabel 1**

De financiële VaR-95% en boekhoudkundige ES-99% per 31 december 2017 (EUR miljard)

Financiële VaR-95%	Boekhoudkundige ES-99%
8,6	10,6



Kredietrisico

**Kredietrisico voortvloeiend uit de monetairbeleidsportefeuilles van de ECB, de in euro luidende eigenmiddelenportefeuille en de externe reserves.** Hoewel de voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten tegen geamortiseerde kostprijs worden gewaardeerd onder aftrek van bijzondere waardeverminderingen en daardoor bij afwezigheid van verkopen niet onderhevig zijn aan prijsveranderingen in verband met creditratingmigratie, zijn deze effecten wel blootgesteld aan wanbetalingsrisico. In euro luidende instrumenten in de eigenmiddelenportefeuille en de externe reserves worden tegen marktprijs gewaardeerd en zijn derhalve

onderhevig aan creditratingmigratie- en wanbetalingsrisico. Als gevolg van de voortzetting van de aankopen in het kader van het APP is het kredietrisico van de ECB in 2017 toegenomen vergeleken met het voorgaande jaar.

Het kredietrisico wordt gemitigeerd door toelatingscriteria, due diligence procedures en limieten die per portefeuille verschillen.



Valutarisico en  
grondstoffenrisico

**Valuta- en grondstoffenrisico's vloeien voort uit de aangehouden vreemdevalutaposten en de goudvoorraad van de ECB.** Vooral als gevolg van de waardeinstijging van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar zijn de herwaarderingsreserves in verband met deze posten gedaald. Hierdoor zijn de valuta- en grondstoffenrisico's volgens de boekhoudkundige benadering gestegen ten opzichte van het voorgaande jaar.

Gezien de beleidsrol van deze activa dekt de ECB de hiermee verbonden valuta- en grondstoffenrisico's niet af. In plaats daarvan worden deze risico's gemitigeerd door het bestaan van herwaarderingsrekeningen en de actieve spreiding van de aangehouden activa over verschillende valuta's en goud.



Renterisico

**De externe reserves en de in euro luidende eigenmiddelenportefeuille van de ECB worden voornamelijk belegd in vastrentende effecten en staan bloot aan 'mark-to-market' renterisico,** in verband met hun waardering tegen marktprijzen. De externe reserves van de ECB zijn vooral belegd in activa met een relatief korte looptijd (zie Grafiek 6 in paragraaf 3.1), terwijl de activa in de eigenmiddelenportefeuille doorgaans een langere looptijd hebben (zie Grafiek 8 in paragraaf 3.1). Gemeten volgens de boekhoudkundige benadering bleef dit risico onveranderd ten opzichte van 2016.

Het 'mark-to-market' renterisico wordt gemitigeerd door middel van het portefeuillesamenstellingsbeleid en de herwaarderingsrekeningen.

**De ECB loopt ook renterisico als gevolg van de mismatch tussen de rentevergoeding over haar activa en de rente die ze over haar verplichtingen verschuldigd is,** hetgeen van invloed is op de nettorentebaten van de ECB. Dit risico hangt niet direct met een bepaalde portefeuille samen, maar houdt eerder verband met de totale balansstructuur van de ECB, en dan met name met het bestaan van looptijd- en yieldverschillen tussen activa en verplichtingen. Dit risico wordt gemonitord door middel van een toekomstgerichte analyse van de winstgevendheid van de ECB. Op grond van deze analyse zal de ECB de komende jaren naar verwachting nettorentebaten genereren, ondanks het stijgende aandeel van de monetairbeleidsactiva met een lage yield en een lange looptijd op de balans van de ECB.

Dit type risico wordt beheerd door middel van portefeuillesamenstellingsbeleid en wordt verder gemitigeerd door de aanwezigheid van verplichtingen op de ECB-balans waarover geen vergoeding verschuldigd is.

## 4.2 Operationeel risico



Beheer van operationele risico's is onlosmakelijk verbonden met de governance- en beheerprocessen

Het beheer van het operationeel risico<sup>13</sup> ('operational risk management' – ORM) van de ECB dekt alle **niet-financiële risico's**.

De Directie is verantwoordelijk voor het ORM-beleid en -kader van de ECB en stelt deze vast. Het Comité Operationele Risico's (Operational Risk Committee – ORC) ondersteunt de Directie bij de vervulling van haar rol als toezichthouder op het beheer van de operationele risico's. **ORM vormt een integrerend onderdeel van de governancestructuur en beheerprocessen van de ECB.**<sup>14</sup>

De hoofddoelstelling van het ORM-kader van de ECB is **een bijdrage te leveren aan verwezenlijking van de missie en doelstellingen van de ECB, en tegelijkertijd de reputatie en activa van de ECB te beschermen tegen verlies, misbruik en schade**. Krachtens het ORM-kader is ieder organisatieonderdeel verantwoordelijk voor het identificeren, analyseren, beheren en beheersen van zijn operationele risico's en incidenten, evenals voor de rapportering hierover en de monitoring hiervan. In dit verband verschaft het risicotolerantiebeleid van de ECB een leidraad voor risicobeheersingsstrategieën en risico-aanvaardingsprocedures. Het is gekoppeld aan een vijf-bij-vijf risicomatrix gebaseerd op impact- en waarschijnlijkheidsschalen met kwantitatieve en kwalitatieve criteria.

**De ECB opereert in een omgeving waarin zich een steeds complexer scala aan bedreigingen voordoet**, en de gewone activiteiten van de ECB gaan gepaard met een brede waaier aan operationele risico's. De belangrijkste aandachtsgebieden voor de ECB omvatten: risico's in verband met informatiebeveiliging (bv. de dreiging van cybercriminaliteit), en risico's in verband met IT, huisvesting en fysieke beveiliging. Daarom heeft de ECB processen ingericht ten behoeve van doorlopend en effectief beheer van de operationele risico's van de ECB en de integratie van risico-informatie in het besluitvormingsproces. Bovendien beschikt de ECB over noodplannen zodat bij elke verstoring de continuïteit van de cruciale bedrijfsfuncties is gewaarborgd.

<sup>13</sup> Operationeel risico wordt gedefinieerd als het risico dat de financiën, bedrijfsvoering of reputatie in negatieve zin worden geraakt door menselijke tekortkomingen, de ontoereikende tenuitvoerlegging of het tekortschieten van de interne governance en bedrijfsprocessen, het niet-functioneren van systemen waarvan processen afhankelijk zijn, of externe gebeurtenissen (bijv. natuurrampen of aanvallen van buitenaf).

<sup>14</sup> Nadere informatie over governancestructuur van de ECB is te vinden op de [website van de ECB](#).



# Jaarrekening van de ECB

## Balans per 31 december 2017

ACTIVA	Toelichting	2017 €	2016 €
Goud en goudvorderingen	1	17.558.411.241	17.820.761.460
<b>Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	2		
Vorderingen op het IMF	2.1	670.290.069	716.225.836
Tegoeden bij banken en beleggingen in effecten, externe leningen en overige externe activa	2.2	43.760.643.939	50.420.927.403
		<b>44.430.934.008</b>	<b>51.137.153.239</b>
<b>Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	2.2	<b>3.711.569.259</b>	<b>2.472.936.063</b>
<b>Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro</b>	3	<b>143.315.512</b>	<b>98.603.066</b>
<b>Effecten uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	4		
Voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten	4.1	228.386.260.874	160.815.274.667
<b>Vorderingen binnen het Eurosysteem</b>	5		
Vorderingen uit hoofde van de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem	5.1	93.657.169.470	90.097.085.330
<b>Overige activa</b>	6		
Materiële en immateriële vaste activa	6.1	1.196.018.177	1.239.325.587
Overige financiële activa	6.2	20.502.633.142	20.618.929.223
Herwaarderingsverschillen op instrumenten buiten de balans	6.3	451.129.972	839.030.321
Overlopende activa	6.4	2.597.290.354	2.045.522.937
Diversen	6.5	1.527.699.142	1.799.777.235
		<b>26.274.770.787</b>	<b>26.542.585.303</b>
<b>Totaal activa</b>		<b>414.162.431.151</b>	<b>348.984.399.128</b>

PASSIVA	Toelichting	2017 €	2016 €
Bankbiljetten in omloop	7	93.657.169.470	90.097.085.330
Overige verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro	8	1.060.813.972	1.851.610.500
Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	9		
Overige verplichtingen	9.1	1.150.056.196	1.060.000.000
Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	10	19.549.390.872	16.730.644.177
Verplichtingen binnen het Eurosysteem	11		
Verplichtingen uit hoofde van de overdracht van externe reserves	11.1	40.792.608.418	40.792.608.418
Overige verplichtingen binnen het Eurosysteem (netto)	11.2	217.751.769.550	151.201.250.612
		<b>258.544.377.968</b>	<b>191.993.859.030</b>
Overige passiva	12		
Herwaarderingsverschillen op instrumenten buiten de balans	12.1	431.115.965	660.781.618
Overlopende passiva	12.2	76.283.568	69.045.958
Diversen	12.3	1.063.113.810	1.255.559.836
		<b>1.570.513.343</b>	<b>1.985.387.412</b>
Voorzieningen	13	7.669.798.641	7.706.359.686
Herwaarderingsrekeningen	14	21.945.472.247	28.626.267.808
Kapitaal en reserves	15		
Kapitaal	15.1	7.740.076.935	7.740.076.935
Winst over het boekjaar		1.274.761.507	1.193.108.250
<b>Totaal passiva</b>		<b>414.162.431.151</b>	<b>348.984.399.128</b>

## Winst-en-verliesrekening over 2017

	Toelichting	2017 €	2016 €
Rentebaten uit externe reserves	22.1	534.161.570	370.441.770
Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem	22.2	0	8.920.896
Overige rentebaten	22.4	1.527.294.605	1.604.648.023
<i>Rentebaten</i>		<i>2.061.456.175</i>	<i>1.984.010.689</i>
Remuneratie van vorderingen van nationale centrale banken in verband met overgedragen externe reserves	22.3	0	(3.611.845)
Overige rentelasten	22.4	(249.812.879)	(332.020.205)
<i>Rentelasten</i>		<i>(249.812.879)</i>	<i>(335.632.050)</i>
<b>Nettorentebaten</b>	<b>22</b>	<b>1.811.643.296</b>	<b>1.648.378.639</b>
Gerealiseerde winsten/verliezen uit financiële transacties	23	161.069.043	224.541.742
Afwaarderingen van financiële activa en posities	24	(105.133.331)	(148.172.010)
Toevoeging/onttrekking aan voorzieningen voor valutakoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's		0	0
<b>Nettore resultaat uit financiële transacties, afwaarderingen en voorzieningen voor risico's</b>		<b>55.935.712</b>	<b>76.369.732</b>
<b>Nettobaten uit vergoedingen en provisies</b>	<b>25</b>	<b>440.069.889</b>	<b>371.322.769</b>
<b>Baten uit aandelen en deelnemingen</b>	<b>26</b>	<b>1.181.547</b>	<b>869.976</b>
<b>Overige baten</b>	<b>27</b>	<b>51.815.338</b>	<b>50.000.263</b>
<b>Totaal nettobaten</b>		<b>2.360.645.782</b>	<b>2.146.941.379</b>
Personeelskosten	28	(535.251.909)	(466.540.231)
Beheerkosten	29	(463.232.194)	(414.207.622)
Afschrijvingen op (im)materiële vaste activa		(66.722.125)	(64.769.605)
Productiekosten bankbiljetten	30	(9.478.047)	(8.315.671)
Overige kosten	31	(11.200.000)	0
<b>Winst over het boekjaar</b>		<b>1.274.761.507</b>	<b>1.193.108.250</b>

Frankfurt am Main, 13 februari 2018

Europese Centrale Bank

Mario Draghi  
President

# Grondslagen voor de financiële verslaggeving<sup>15</sup>

## Vorm en presentatie van de jaarrekening

De jaarrekening van de ECB is opgesteld in overeenstemming met de onderstaande grondslagen voor financiële verslaggeving.<sup>16</sup> Deze resulteren naar het oordeel van de Raad van Bestuur van de ECB in een getrouwe weergave van de jaarrekening en brengen tegelijkertijd de aard van centralebankactiviteiten tot uitdrukking.

## Algemene uitgangspunten voor de financiële verslaggeving

In het kader van de financiële verslaggeving zijn toegepast de beginselen van economische realiteit en transparantie, voorzichtigheid, de inaanmerkingneming van gebeurtenissen na de balansdatum, materialiteit, continuïteit, periodoerekening, consistentie en vergelijkbaarheid.

## Opname van activa en verplichtingen

Een actief of een verplichting wordt alleen in de balans opgenomen wanneer het waarschijnlijk is dat enig met dit actief of deze verplichting verband houdend toekomstig economisch voordeel naar of van de ECB zal vloeien, nagenoeg alle met dit actief of deze verplichting verband houdende risico's en voordelen aan de ECB zijn overgedragen, en de kostprijs of waarde van het actief of het bedrag van de verplichting op betrouwbare wijze kan worden bepaald.

## Waardering

De jaarrekening is opgesteld op basis van de historische kostprijs, met aanpassingen voor de marktwaardering van verhandelbare effecten (met uitzondering van de voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten), goud en alle andere in de balans opgenomen en buiten de balans verantwoorde activa en passiva luidende in vreemde valuta.

<sup>15</sup> De gedetailleerde grondslagen voor de financiële verslaggeving van de ECB zijn neergelegd in [Besluit \(EU\) 2016/2247 van de ECB van 3 november 2016 betreffende de jaarrekening van de ECB \(ECB/2016/35\) \(PB L 347, van 20.12.2016, blz. 1\)](#), zoals gewijzigd. Met het oog op de geharmoniseerde financiële administratie en verslaggeving van de activiteiten van het Eurosysteem is het Besluit gebaseerd op [Richtsnoer \(EU\) 2016/2249 van de ECB van 3 november 2016 betreffende het juridische kader ten behoeve van de financiële administratie en verslaggeving in het Europees Stelsel van centrale banken \(ECB/2016/34\) \(PB L 347, van 20.12.2016, blz. 37\)](#).

<sup>16</sup> Deze grondslagen, die periodiek worden beoordeeld en waar nodig bijgewerkt, volgen de bepalingen van Artikel 26.4 van de Statuten van het ESCB, die geharmoniseerde regels voor de financieel-administratieve verwerking en verslaggeving van de werkzaamheden van het Eurosysteem vereisen.

Transacties in financiële activa en verplichtingen worden in de jaarrekening verwerkt op basis van de afwikkelingsdatum.

Met uitzondering van contante transacties in effecten worden transacties in financiële instrumenten luidende in vreemde valuta op de transactiedatum buiten de balans verantwoord. Op de afwikkelingsdatum worden de buiten de balans verantwoorde posten teruggenomen en worden de transacties in de balans opgenomen. Deviezenaankopen en -verkopen zijn van invloed op de netto vreemdevaluatapositie op de transactiedatum, en de gerealiseerde verkoopresultaten worden eveneens op de transactiedatum berekend. Opgebouwde rente, agio's en disagio's in verband met financiële instrumenten luidende in vreemde valuta worden dagelijks berekend en geregistreerd, en de vreemdevaluatapositie wordt eveneens dagelijks beïnvloed door deze overlopende posten.

## Goud en in vreemde valuta luidende activa en verplichtingen

In vreemde valuta luidende activa en verplichtingen worden in euro omgerekend tegen de wisselkoers op de balansdatum. Baten en lasten worden omgerekend tegen de wisselkoers op de boekingsdatum. De herwaardering van in vreemde valuta luidende activa en passiva, met inbegrip van zowel in de balans opgenomen als buiten de balans verantwoorde instrumenten, vindt plaats per valuta.

Voor de in vreemde valuta luidende activa en verplichtingen geldt dat de prijsherwaardering (marktprijs) gescheiden geschiedt van de valutakoersherwaardering.

Goud wordt gewaardeerd tegen de marktprijs op balansdatum. Voor goud wordt geen onderscheid gemaakt tussen de prijs- en valutaherwaarderingsverschillen. In plaats daarvan wordt voor goud één (her)waardering bepaald op basis van de prijs in euro per fine ounce, die voor het boekjaar 2017 gebaseerd is op de wisselkoers van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar op 29 december 2017.

Onder speciaal trekkingsrecht ('special drawing right' – SDR) wordt verstaan een valutamandje waarvan de waarde wordt bepaald als de gewogen som van de wisselkoersen van vijf belangrijke valuta's (de Amerikaanse dollar, Chinese renminbi, Japanse yen en het Britse pond). De door de ECB aangehouden speciale trekkingsrechten werden omgerekend in euro tegen de wisselkoers van de euro per SDR op 29 december 2017.

## Effecten

### *Voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten*

Voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten worden gewaardeerd tegen geamortiseerde kostprijs onder aftrek van bijzondere waardeverminderingen.

## Overige effecten

Verhandelbare effecten (met uitzondering van de voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten) en vergelijkbare activa worden per effect gewaardeerd tegen de middenkoersen of op basis van de relevante yieldcurve per de balansdatum. In effecten besloten opties worden niet afzonderlijk gewaardeerd. Voor het boekjaar 2017 zijn de middenkoersen op 29 december 2017 gebruikt. Illiquide aandelen en andere eigenvermogensinstrumenten die als permanente belegging worden aangehouden, worden gewaardeerd tegen kostprijs onder aftrek van bijzondere waardeverminderingen.

## Resultaatbepaling

Baten en lasten worden toegerekend aan de periode waarop zij betrekking hebben.<sup>17</sup> Gerealiseerde winsten en verliezen op de verkoop van vreemde valuta's, goud en effecten worden in de winst-en-verliesrekening opgenomen. Dergelijke gerealiseerde winsten en verliezen worden berekend aan de hand van de gemiddelde kostprijs van het desbetreffende actief.

Positieve ongerealiseerde resultaten worden niet als bate verantwoord, maar worden rechtstreeks in een herwaarderingsrekening opgenomen.

Negatieve ongerealiseerde resultaten worden in de winst-en-verliesrekening verwerkt indien en voor zover zij op het jaareinde eerdere positieve herwaarderingsresultaten, als opgenomen op de desbetreffende herwaarderingsrekening, te boven gaan. Dergelijke negatieve ongerealiseerde resultaten op een effect, valuta of op aangehouden goud worden niet gesaldeerd met positieve ongerealiseerde resultaten op andere effecten, valuta's of goud. Als er sprake is van een dergelijk negatief ongerealiseerd resultaat dat ten laste van de winst-en-verliesrekening wordt gebracht, dan wordt de gemiddelde kostprijs van de desbetreffende post verminderd tot de valutakoers of de marktprijs per jaareinde. Negatieve ongerealiseerde resultaten op renteswaps die aan het einde van het jaar in de winst-en-verliesrekening worden opgenomen, worden in daaropvolgende jaren via amortisatie teruggenomen.

Bijzondere waardeverminderingverliezen worden in de winst-en-verliesrekening opgenomen en in daaropvolgende jaren niet teruggenomen, tenzij de bijzondere waardevermindering afneemt en de afname in verband kan worden gebracht met een waarneembare gebeurtenis die heeft plaatsgevonden nadat de bijzondere waardevermindering voor het eerst werd opgenomen.

Agio's of disagio's op effecten worden over de resterende contractuele looptijd van de effecten geamortiseerd.

<sup>17</sup> Voor overlopende posten en voorzieningen betreffende beheerkosten geldt een minimumdrempel van € 100.000.

## Transacties met wederinkoop

Transacties met wederinkoop zijn transacties waarbij de ECB krachtens een repo-overeenkomst activa aankoopt of verkoopt of krediettransacties verricht tegen onderpand.

Bij een repotransactie worden effecten tegen geldmiddelen verkocht en wordt tegelijkertijd overeengekomen deze effecten op een vastgestelde toekomstige datum tegen een overeengekomen prijs van de tegenpartij terug te kopen. Repotransacties worden aan de passivazijde van de balans opgenomen als deposito's tegen onderpand. Effecten die op grond van zo'n transactie worden verkocht, blijven op de balans van de ECB.

Bij een omgekeerde repotransactie ('reverse repo') worden effecten gekocht in ruil voor geldmiddelen, waarbij tegelijkertijd wordt overeengekomen de effecten op een vastgestelde toekomstige datum tegen een overeengekomen prijs aan de tegenpartij terug te verkopen. Omgekeerde repotransacties worden als leningen tegen onderpand aan de activazijde van de balans opgenomen, maar ze worden niet tot de door de ECB aangehouden effecten gerekend.

Transacties met wederinkoop (waaronder effectenuitleningstransacties) die krachtens een door een gespecialiseerde instelling aangeboden programma worden uitgevoerd, worden alleen op de balans opgenomen indien er onderpand in de vorm van geldmiddelen is verstrekt en deze geldmiddelen onbelegd blijven.

## Niet in de balans opgenomen instrumenten

Valuta-instrumenten, te weten valutatermijntransacties, de termijncomponent van valutaswaps en andere valuta-instrumenten die een inwisseling van een bepaalde valuta tegen een andere valuta op een toekomstige datum inhouden, worden opgenomen in de netto vreemdevalutapositie voor het berekenen van valutakoerswinsten en -verliezen.

Rente-instrumenten worden per instrument geherwaardeerd. De dagelijkse wijzigingen in de variatiemarge van uitstaande rentefuturescontracten, evenals renteswaps die door een centrale tegenpartij worden gecleard, worden in de winst- en-verliesrekening verantwoord. De waardering van termijntransacties in effecten en van renteswaps die niet via een centrale tegenpartij worden gecleard, wordt door de ECB uitgevoerd op basis van algemeen aanvaarde waarderingsmethoden. Hierbij wordt gebruikgemaakt van waarneembare marktprijzen en -tarieven, evenals disconteringsfactoren voor de periode tussen de afwikkelingsdatum en de waarderingsdatum.

## Gebeurtenissen na balansdatum

De waarde van activa en passiva wordt aangepast voor gebeurtenissen die zich voordoen tussen de balansdatum en de datum waarop de Directie toestemming geeft om de Jaarrekening van de ECB ter goedkeuring aan de Raad van Bestuur voor te leggen, indien dergelijke gebeurtenissen van materiële invloed zijn op de waarde van de activa en passiva op de balansdatum.

Belangrijke gebeurtenissen na de balansdatum die niet van invloed zijn op de waarde van de activa en passiva op de balansdatum worden in de toelichting vermeld.

## Saldi binnen het ESCB/saldi binnen het Eurosysteem

Saldi binnen het ESCB zijn hoofdzakelijk het resultaat van grensoverschrijdende betalingen binnen de EU die worden afgewikkeld in centralebankgeld in euro. Het grootste deel van deze transacties vindt plaats op initiatief van private entiteiten (kredietinstellingen, bedrijven en particulieren). Ze worden afgewikkeld via TARGET2 – het ‘Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer’-systeem – en leiden tot bilaterale saldi op de TARGET2-rekeningen van centrale banken in de EU. Deze bilaterale saldi worden dagelijks gesaldeerd en aan de ECB toegewezen, waardoor elke nationale centrale bank één bilaterale nettopositie ten opzichte van de ECB overhoudt. Door de ECB uitgevoerde en in TARGET2 afgewikkelde betalingen zijn ook van invloed op de individuele bilaterale nettoposities. Deze posities in de boeken van de ECB vertegenwoordigen de nettovordering of -verplichting van elke nationale centrale bank ten opzichte van de rest van het Europees Stelsel van centrale banken (ESCB). Saldi binnen het Eurosysteem van de nationale centrale banken van het eurogebied ten opzichte van de ECB uit hoofde van TARGET2, evenals overige in euro luidende saldi binnen het Eurosysteem (bijvoorbeeld in verband met de tussentijdse winstverdeling onder de nationale centrale banken), worden op de balans van de ECB als één nettoactief of nettoverplichting opgenomen onder “Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)” of “Overige verplichtingen binnen het Eurosysteem (netto)”. Saldi binnen het ESCB van nationale centrale banken buiten het eurogebied ten opzichte van de ECB, uit hoofde van hun deelname aan TARGET2,<sup>18</sup> worden verantwoord onder “Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro”.

Saldi binnen het Eurosysteem uit hoofde van de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem worden als één enkel nettoactief opgenomen onder “Vorderingen uit hoofde van de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem” (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in de “Grondslagen voor de financiële verslaggeving”).

<sup>18</sup> Per 31 december 2017 namen de volgende nationale centrale banken buiten het eurogebied deel aan TARGET2: Българска народна банка (Nationale Bank van Bulgarije), Danmarks Nationalbank, Hrvatska narodna banka, Narodowy Bank Polski en Banca Națională a României.



Saldi binnen het Eurosysteem uit hoofde van de overdracht van externe reserves aan de ECB door nationale centrale banken die tot het eurogebied toetreden, luiden in euro en worden gerapporteerd onder “Verplichtingen uit hoofde van de overdracht van externe reserves”.

## Vaste activa

Vaste activa, met inbegrip van immateriële activa maar met uitzondering van grond en kunstwerken, worden gewaardeerd tegen kostprijs verminderd met afschrijvingen. Grond en kunstwerken worden gewaardeerd tegen kostprijs. Het hoofdgebouw van de ECB wordt gewaardeerd tegen kostprijs verminderd met afschrijvingen en eventuele bijzondere waardeverminderingen. Voor de afschrijving op het hoofdgebouw van de ECB worden de kosten toegerekend aan de desbetreffende activabestanden, die worden afgeschreven overeenkomstig hun verwachte gebruiksduur. Afschrijving vindt plaats volgens de lineaire methode over de verwachte gebruiksduur van de activa, vanaf het kwartaal nadat het desbetreffende actief voor gebruik beschikbaar is. De gebruiksduur van de belangrijkste activacategorieën luidt als volgt:

Gebouwen	20, 25 of 50 jaar
Installaties	10 of 15 jaar
Technische inventaris	4, 10 of 15 jaar
Computers, aanverwante hardware en software, en motorvoertuigen	4 jaar
Meubilair	10 jaar

De afschrijvingsduur voor geactiveerde herinrichtingskosten met betrekking tot de bestaande gehuurde kantoorgebouwen van de ECB wordt zo nodig aangepast in verband met gebeurtenissen die van invloed zijn op de verwachte gebruiksduur van het desbetreffende actief.

Sinds 2017 toetst de ECB jaarlijks of haar hoofdgebouw een bijzondere waardevermindering heeft ondergaan, op basis van International Accounting Standard (IAS) 36 “Bijzondere waardevermindering van activa”. Indien er een aanwijzing voor een bijzondere waardevermindering van het hoofdgebouw wordt geïdentificeerd, wordt de realiseerbare waarde geschat. Indien de realiseerbare waarde onder de boekwaarde ligt, wordt er een bijzonder waardeverminderingverlies in de winst-en-verliesrekening opgenomen.

Vaste activa met een kostprijs van minder dan € 10.000 worden in het jaar van aanschaf geheel afgeschreven.

Vaste activa die aan de activeringscriteria voldoen maar nog in aanbouw of ontwikkeling zijn, worden verantwoord onder de post “Activa in aanbouw”. De daarmee verband houdende kosten worden naar de desbetreffende vasteactivaposten overgeboekt wanneer de activa voor gebruik beschikbaar zijn.

## Vergoedingen na uitdiensttreding, overige langetermijnbeloningen en ontslagvergoedingen

De ECB heeft pensioen- en andere regelingen met toegezegde vergoedingen en uitkeringen ('defined benefit plans', hierna DB-regelingen) voor haar medewerkers en de leden van de Directie, evenals voor de bij de ECB werkzame leden van de Raad van Toezicht.

De pensioenregeling voor de medewerkers wordt gedekt door activa die in een fonds voor langetermijnpersoneelsbeloningen worden aangehouden. De verplichte bijdragen van de ECB en het personeel hebben betrekking op de toegezegdpensioenzuil van de regeling. Daarnaast kunnen medewerkers op vrijwillige basis aanvullende bijdragen doen in het kader van een toegezegdebijdragenzuil, die voor aanvullende uitkeringen kan worden gebruikt.<sup>19</sup> De hoogte van deze aanvullende uitkeringen is afhankelijk van het bedrag aan vrijwillige bijdragen en het daarop behaalde beleggingsrendement.

Er zijn niet door kapitaal gedekte regelingen voor de vergoedingen na uitdiensttreding en andere langetermijnbeloningen van de leden van de Directie en de bij de ECB werkzame leden van de Raad van Toezicht. Voor de medewerkers bestaan er ook niet-gedekte regelingen voor andere vergoedingen na uitdiensttreding dan pensioenen en voor andere langetermijnpersoneelsbeloningen en ontslagvergoedingen.

### Nettoverplichting uit hoofde van DB-regelingen

De nettoverplichting uit hoofde van DB-regelingen, inclusief de overige langetermijnbeloningen en ontslagvergoedingen, die in de balans onder de post "Overige passiva" wordt opgenomen, komt overeen met de contante waarde van de brutoverplichting uit hoofde van DB-regelingen verminderd met de reële waarde van de fondsbeleggingen/activa die dienen ter dekking van de desbetreffende brutoverplichting.

De brutoverplichting uit hoofde van DB-regelingen wordt jaarlijks door onafhankelijke actuarissen berekend volgens de 'projected unit credit method'. De contante waarde van de brutoverplichting uit hoofde van DB-regelingen wordt berekend door de geschatte toekomstige kasstromen contant te maken tegen een disconteringsvoet die wordt bepaald aan de hand van het marktrendement op de balansdatum op in euro luidende hoogwaardige bedrijfsobligaties met een soortgelijke looptijd als de desbetreffende verplichting.

<sup>19</sup> Het door de medewerker via vrijwillige bijdragen opgebouwde kapitaal kan bij pensionering worden gebruikt voor een aanvullend pensioen. Vanaf dat moment wordt dit pensioen opgenomen in de brutoverplichting uit hoofde van DB-regelingen.

Actuariële winsten of verliezen kunnen voortvloeien uit ervaringsaanpassingen (waarbij de werkelijke uitkomsten verschillen van de eerder gehanteerde actuariële veronderstellingen) en veranderingen in de actuariële veronderstellingen.

## Nettolasten uit hoofde van DB-regelingen

De nettolasten uit hoofde van DB-regelingen bestaan uit componenten die in de winst-en-verliesrekening worden opgenomen en herberekeningen ten aanzien van vergoedingen na uitdiensttreding die in de balans onder de post “Herwaarderingsrekeningen” worden opgenomen.

Het nettobedrag ten laste van de winst-en-verliesrekening bestaat uit:

- (a) de aan het dienstjaar toegerekende kosten;
- (b) de kosten van verstreken diensttijd als gevolg van aanpassing van een DB-regeling;
- (c) de nettorente (o.b.v. disconteringsvoet) over de nettoverplichting uit hoofde van DB-regelingen;
- (d) herberekeningen betreffende overige langetermijnbeloningen en langlopende ontslagvergoedingen, in totaal.

Het nettobedrag dat onder “Herwaarderingsrekeningen” opgenomen wordt, omvat de volgende posten:

- (a) actuariële winsten en verliezen op de brutoverplichting uit hoofde van DB-regelingen;
- (b) het werkelijke rendement op de fondsbeleggingen, exclusief bedragen die zijn opgenomen in de nettorente over de nettoverplichting uit hoofde van DB-regelingen; en
- (c) enige verandering in het effect van het activaplafond, exclusief bedragen die zijn opgenomen in de nettorente over de nettoverplichting uit hoofde van DB-regelingen.

Deze bedragen worden jaarlijks door onafhankelijke actuarissen berekend om de juiste verplichting in de jaarrekening vast te stellen.

## Bankbiljetten in omloop

De ECB en de nationale centrale banken van het eurogebied, die samen het Eurosysteem vormen, geven eurobankbiljetten uit.<sup>20</sup> De totale waarde van de

<sup>20</sup> Besluit van de ECB van 13 december 2010 betreffende de uitgifte van eurobankbiljetten (herschikking) (ECB/2010/29) (2011/67/EU) (PB L 35, van 9.2.2011, blz. 26), zoals gewijzigd.

eurobankbiljetten in omloop wordt toegedeeld aan de centrale banken van het Eurosysteem op de laatste werkdag van elke maand overeenkomstig de verdeelsleutel voor de toedeling van bankbiljetten.<sup>21</sup>

De ECB heeft een deel ter grootte van 8% in de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop toegedeeld gekregen, hetgeen op de balans wordt verantwoord onder de verplichting “Bankbiljetten in omloop”. Deze post wordt gedekt door vorderingen op de nationale centrale banken. Deze vorderingen, die rentedragend zijn,<sup>22</sup> worden gepresenteerd onder “Vorderingen binnen het Eurosysteem”, in de subpost “Vorderingen uit hoofde van de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem” (zie onder “Saldi binnen het ESCB/saldi binnen het Eurosysteem” in de “Grondslagen voor de financiële verslaggeving”). Rentebaten uit deze vorderingen worden in de winst-en-verliesrekening opgenomen onder de post “Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem”.

## Tussentijdse verdeling van de winst

Een bedrag ter grootte van de som van de baten van de ECB uit de eurobankbiljetten in omloop en de baten uit de voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten die zijn aangekocht op grond van a) het programma voor de effectenmarkten (SMP), b) het derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties (CBPP), c) het programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa (ABSPP), en d) het aankoopprogramma voor door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen (PSPP), wordt in de maand januari van het volgende jaar verdeeld door middel van een tussentijdse winstuitkering, tenzij de Raad van Bestuur hierover anders besluit.<sup>23</sup> Het bedrag wordt volledig uitgekeerd, tenzij het de nettojaarwinst van de ECB overtreft, en behoudens een beslissing van de Raad van Bestuur om toevoegingen te doen aan de voorziening voor valutakoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's. De Raad van Bestuur kan tevens besluiten het bedrag van de in januari te verdelen inkomsten uit de eurobankbiljetten in omloop te verlagen met de door de ECB gemaakte kosten in verband met de uitgifte en verwerking van eurobankbiljetten.

## Diversen

In overeenstemming met artikel 27 van de Statuten van het ESCB en op aanbeveling van de Raad van Bestuur, heeft de Raad van de Europese Unie de

<sup>21</sup> De term “verdeelsleutel voor de toedeling van bankbiljetten” heeft betrekking op de percentages die voortvloeien uit de procedure waarbij het aandeel van de ECB in de totale uitgifte aan eurobankbiljetten in aanmerking wordt genomen en de verdeelsleutel voor het geplaatste kapitaal wordt toegepast op het aandeel van de nationale centrale banken in dit totaal.

<sup>22</sup> Besluit (EU) 2016/2248 van de ECB van 3 november 2016 inzake de toedeling van monetaire inkomsten van de nationale centrale banken van de lidstaten die de euro als munt hebben (ECB/2016/36, PB L 347, van 20.12.2016, blz. 26).

<sup>23</sup> Besluit (EU) 2015/298 van de ECB van 15 december 2014 inzake de tussentijdse verdeling van de inkomsten van de ECB (herschikking) (ECB/2014/57), PB L 53 van 25.2.2015, blz. 24, zoals gewijzigd.

benoeming van Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Stuttgart (Bondsrepubliek Duitsland) tot externe accountant van de ECB goedgekeurd, voor een periode van vijf jaar tot en met het einde van het boekjaar 2017.

## Toelichting op de balans

### 1 Goud en goudvorderingen

Op 31 december 2017 bedroeg de goudvoorraad van de ECB 16.229.522 *ounces*<sup>24</sup> *fine gold*. In 2017 vonden er geen goudtransacties plaats. Hierdoor bleef de goudvoorraad van de ECB onveranderd ten opzichte van de voorraad op 31 december 2016. De daling van de waarde in euro van deze goudvoorraad was het gevolg van een daling van de marktprijs van goud uitgedrukt in euro (zie onder “Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva” in de “Grondslagen voor de financiële verslaggeving” en toelichting 14, “Herwaarderingsrekeningen”).

### 2 Vorderingen op niet-ingezetenen en ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta

#### 2.1 Vorderingen op het IMF

Deze post omvat de op 31 december 2017 door de ECB aangehouden bijzondere trekkingsrechten ('special drawing rights' – SDR's). Deze post is het resultaat van een door de ECB met het Internationaal Monetair Fonds (IMF) gesloten akkoord, waarbij het IMF wordt gemachtigd namens de ECB SDR's te kopen en te verkopen tegen euro, zulks met inachtneming van minimum- en maximumposities. Voor verslaggevingsdoeleinden worden SDR's behandeld als een vreemde valuta (zie onder “Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva” in de “Grondslagen voor de financiële verslaggeving”). De daling van de waarde in euro van de door de ECB aangehouden SDR's was het gevolg van de waardedaling van de SDR ten opzichte van de euro in 2017.

#### 2.2 Tegoeden bij banken en beleggingen in effecten, externe leningen en overige externe activa; en vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta

Deze twee posten bestaan uit tegoeden bij banken en in vreemde valuta luidende leningen, en beleggingen in effecten luidende in Amerikaanse dollar, Japanse yen en Chinese renminbi.

<sup>24</sup> Dit komt overeen met 504,8 ton.

Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied	2017 €	2016 €	Mutatie €
Rekeningen-courant	6.793.888.796	6.844.526.120	(50.637.324)
Geldmarktdeposito's	2.316.566.582	2.005.810.644	310.755.938
Omgekeerde repotransacties	0	503.747.273	(503.747.273)
Beleggingen in effecten	34.650.188.561	41.066.843.366	(6.416.654.805)
<b>Totaal</b>	<b>43.760.643.939</b>	<b>50.420.927.403</b>	<b>(6.660.283.464)</b>

Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied	2017 €	2016 €	Mutatie €
Rekeningen-courant	1.022.379	1.211.369	(188.990)
Geldmarktdeposito's	2.422.295.400	1.964.182.715	458.112.685
Omgekeerde repotransacties	1.288.251.480	507.541.979	780.709.501
<b>Totaal</b>	<b>3.711.569.259</b>	<b>2.472.936.063</b>	<b>1.238.633.196</b>

De daling van het totaal van deze posten in 2017 was voornamelijk het gevolg van de waardedaling van zowel de Amerikaanse dollar als de Japanse yen ten opzichte van de euro.

De door de ECB aangehouden nettoposities in vreemde valuta<sup>25</sup> waren per 31 december 2017 als volgt:

	2017 Valuta in miljoenen	2016 Valuta in miljoenen
Amerikaanse dollar	46.761	46.759
Japanse yen	1.093.563	1.091.844
Chinese renminbi	3.755	0

In de eerste helft van 2017 heeft de ECB een besluit van de Raad van Bestuur uitgevoerd om een klein deel van de externe reserves te herbeleggen in Chinese renminbi (CNY). De belegging kwam tot stand door wijziging van de samenstelling van de externe reserves van de ECB. De ECB heeft een klein deel van haar Amerikaansdollarpositie verkocht en de opbrengst daarvan volledig in Chinese renminbi belegd.<sup>26</sup>

<sup>25</sup> Deze nettoposities bestaan uit de activa verminderd met de passiva luidend in de desbetreffende vreemde valuta die onderhevig zijn aan valutaherwaardering. Deze zijn opgenomen onder "Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta", "Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta", "Overlopende activa", "Herwaarderingsverschillen op instrumenten buiten de balans" (onder de passiva) en "Overlopende passiva". Hierbij wordt tevens rekening gehouden met buiten de balans verantwoorde valutatermijntransacties en valutaswaps. Positieve resultaten uit hoofde van de prijsherwaardering van in vreemde valuta luidende financiële instrumenten zijn niet inbegrepen.

<sup>26</sup> Zie het persbericht van de ECB van [13 juni 2017](#).

### 3 Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro

Per 31 december 2017 bestond deze post uit rekening-courantsaldi ten opzichte van ingezetenen van het eurogebied ten bedrage van € 143,3 miljoen (2016: € 98,6 miljoen).

### 4 Effecten uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro

#### 4.1 Voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten

Per 31 december 2017 bestond deze post uit effecten die door de ECB waren aangekocht in het kader van de drie programma's voor de aankoop van gedekte obligaties ('covered bond purchase programmes' – CBPP's), het programma voor de effectenmarkten ('Securities Markets Programme' – SMP), het programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa ('asset-backed securities purchase programme' – ABSPP) en het aankoopprogramma voor door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen ('public sector purchase programme' – PSPP).<sup>27</sup>

De aankopen in het kader van het eerste CBPP liepen op 30 juni 2010 ten einde, terwijl het tweede CBPP op 31 oktober 2012 afliep. De Raad van Bestuur besloot op 6 september 2012 tot stopzetting van verdere SMP-aankopen.

In 2017 continueerde het Eurosysteem zijn effectenaankopen in het kader van het programma voor de aankoop van activa ('asset purchase programme' – APP), dat het derde CBPP, het ABSPP, het PSPP en het aankoopprogramma voor door de bedrijvensector uitgegeven schuldbewijzen ('corporate sector purchase programme' – CSPP) omvat.<sup>28</sup> Het bedrag van de gecombineerde netto APP-aankopen door de nationale centrale banken en de ECB bedroeg gemiddeld € 80 miljard per maand tot en met maart 2017, en € 60 miljard vanaf april tot en met eind 2017. Op basis van het besluit van de Raad van Bestuur in oktober 2017<sup>29</sup> is het de bedoeling dat deze aankopen doorlopen voor een bedrag van € 30 miljard per maand vanaf januari tot en met september 2018, of zo nodig langer, en in ieder geval totdat de Raad van Bestuur bewijs ziet van een aanhoudende verandering in het beloop van de inflatie in overeenstemming met zijn inflatiedoelstelling. De nettoaankopen zullen plaatsvinden naast de herinvestering van de aflossingen op waardepapieren die zijn aangekocht in het kader van het APP en die de vervaldatum hebben bereikt.

<sup>27</sup> De ECB koopt geen effecten aan in het kader van het aankoopprogramma voor door de bedrijvensector uitgegeven schuldbewijzen (corporate sector purchase programme – CSPP).

<sup>28</sup> Nadere gegevens over het APP zijn beschikbaar [op de website van de ECB](#).

<sup>29</sup> Zie het persbericht van de ECB van [26 oktober 2017](#).



De in het kader van al deze programma's aangekochte effecten worden gewaardeerd tegen geamortiseerde kostprijs onder aftrek van bijzondere waardeverminderingen (zie onder "Effecten" in de "Grondslagen voor de financiële verslaggeving").

De geamortiseerde kostprijs van de door de ECB aangehouden effecten en hun marktwaarde<sup>30</sup> (die niet in de balans wordt opgenomen, maar die uitsluitend voor vergelijkingsdoeleinden wordt verschaft) luiden als volgt:

	2017 €		2016 €		Mutatie €	
	Geamortiseerde kostprijs	Marktwaarde	Geamortiseerde kostprijs	Marktwaarde	Geamortiseerde kostprijs	Marktwaarde
Eerste programma voor de aankoop van gedekte obligaties	618.533.956	654.666.968	1.032.305.522	1.098.106.253	(413.771.566)	(443.439.285)
Tweede programma voor de aankoop van gedekte obligaties	385.880.413	421.794.246	690.875.649	743.629.978	(304.995.236)	(321.835.732)
Derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties	19.732.748.768	19.958.910.843	16.550.442.553	16.730.428.857	3.182.306.215	3.228.481.986
Programma voor de effectenmarkten	6.644.212.912	7.554.660.470	7.470.766.415	8.429.995.853	(826.553.503)	(875.335.383)
Programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa	25.014.963.778	25.044.597.490	22.800.124.065	22.786.088.513	2.214.839.713	2.258.508.977
Programma voor de aankoop van door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen	175.989.921.047	177.087.513.888	112.270.760.463	112.958.545.591	63.719.160.584	64.128.968.297
<b>Totaal</b>	<b>228.386.260.874</b>	<b>230.722.143.905</b>	<b>160.815.274.667</b>	<b>162.746.795.045</b>	<b>67.570.986.207</b>	<b>67.975.348.860</b>

De daling van de geamortiseerde kostprijs van de portefeuilles die worden aangehouden op grond van de eerste twee aankoopprogramma's voor gedekte obligaties en het SMP was het gevolg van aflossingen.

De Raad van Bestuur beoordeelt regelmatig de financiële risico's die zijn verbonden aan de effecten die op grond van al deze programma's worden aangehouden.

Jaarlijks wordt er op basis van gegevens per jaareinde getoetst of er sprake is van een bijzondere waardevermindering ('impairment test'); deze toetsen worden door de Raad van Bestuur goedgekeurd. Deze toetsen, die voor elk programma afzonderlijk worden uitgevoerd, omvatten een beoordeling van indicatoren die op een bijzondere waardevermindering wijzen. Voor zover van dergelijke indicatoren sprake was, is een nadere analyse uitgevoerd om te bevestigen dat de kasstromen van de onderliggende effecten niet zijn geraakt door een gebeurtenis die tot het opnemen van een waardevermindering zou leiden. De uitkomsten van de toetsen van dit jaar gaven de ECB geen aanleiding om in 2017 verliezen te verantwoorden op de in de monetairbeleidsp portefeuilles opgenomen effecten.

<sup>30</sup> De marktwaarden zijn indicatief en worden afgeleid van marktnoteringen. Voor zover marktnoteringen niet beschikbaar zijn, worden de marktprijzen geschat met behulp van interne modellen van het Eurosysteem.

## 5 Vorderingen binnen het Eurosysteem

### 5.1 Vorderingen uit hoofde van de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem

Deze post bestaat uit de vorderingen van de ECB ten opzichte van de nationale centrale banken van het eurogebied uit hoofde van de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in de “Grondslagen voor de financiële verslaggeving”). De rentevergoeding op deze vorderingen wordt dagelijks berekend tegen de laatst beschikbare marginale rentevoet gehanteerd door het Eurosysteem bij zijn tenders voor basisherfinancieringstransacties<sup>31</sup> (zie toelichting 22.2, “Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem”).

## 6 Overige activa

### 6.1 Materiële en immateriële vaste activa

Deze activa zijn per 31 december 2017 als volgt samengesteld:

<sup>31</sup> Sinds 16 maart 2016 bedraagt de rentevoet die het Eurosysteem bij zijn tenders voor basisherfinancieringstransacties hanteert 0,00%.

	2017 €	2016 €	Mutatie €
<b>Kostprijs</b>			
Grond en gebouwen	1.006.108.554	1.011.662.911	(5.554.357)
Installaties	221.866.010	221.888.762	(22.752)
Computerhardware en -software	109.919.236	88.893.887	21.025.349
Inventaris, meubilair, en motorvoertuigen	95.383.187	96.197.706	(814.519)
Activa in aanbouw	3.364.162	3.024.459	339.703
Overige vaste activa	10.082.651	9.713.742	368.909
<b>Totaal kostprijs</b>	<b>1.446.723.800</b>	<b>1.431.381.467</b>	<b>15.342.333</b>
<b>Cumulatieve afschrijvingen</b>			
Grond en gebouwen	(95.622.635)	(72.284.513)	(23.338.122)
Installaties	(47.644.949)	(31.590.282)	(16.054.667)
Computerhardware en -software	(74.188.322)	(57.935.440)	(16.252.882)
Inventaris, meubilair, en motorvoertuigen	(31.856.677)	(29.107.438)	(2.749.239)
Overige vaste activa	(1.393.040)	(1.138.207)	(254.833)
<b>Totaal cumulatieve afschrijvingen</b>	<b>(250.705.623)</b>	<b>(192.055.880)</b>	<b>(58.649.743)</b>
<b>Nettoboekwaarde</b>	<b>1.196.018.177</b>	<b>1.239.325.587</b>	<b>(43.307.410)</b>

De nettotoename in de categorie “Computerhardware en -software” komt voor rekening van investeringen in servers, dataopslag, netwerkcomponenten en software, waarmee de huidige technologische infrastructuur wordt versterkt.

Eind 2017 is getoetst of het hoofdgebouw van de ECB een bijzondere waardevermindering had ondergaan; er was geen aanleiding voor opname van een bijzonder waardeverminderingverlies.

## 6.2 Overige financiële activa

Deze post bestaat vooral uit de belegging van de eigen middelen van de ECB en wordt aangehouden als directe tegenpost van het kapitaal en de reserves en de voorziening voor valutakoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's. Deze post omvat onder meer een belang van 3.211 aandelen in de Bank voor Internationale Betalingen (BIB) tegen de verwervingsprijs van € 41,8 miljoen.

Deze post is als volgt samengesteld:

	2017 €	2016 €	Mutatie €
Rekeningen-courant luidende in euro	30.000	30.000	0
Effecten luidende in euro	18.416.779.029	19.113.074.101	(696.295.072)
Omgekeerde repotransacties, luidende in euro	2.043.990.172	1.463.994.460	579.995.712
Overige financiële activa	41.833.941	41.830.662	3.279
<b>Totaal</b>	<b>20.502.633.142</b>	<b>20.618.929.223</b>	<b>(116.296.081)</b>

De nettoafname van deze post hield voornamelijk verband met de daling van de marktwaarde van de in euro luidende effecten in de eigenmiddelenportefeuille van de ECB.

### 6.3 Herwaarderingsverschillen op instrumenten buiten de balans

Deze post bestaat voornamelijk uit waarderingsveranderingen betreffende per 31 december 2017 uitstaande valutaswap- en valutatermijntransacties (zie toelichting 19, "Valutaswaps en valutatermijntransacties"). Deze waarderingsveranderingen bedragen € 450,3 miljoen (2016: € 837,4 miljoen) en vloeien voort uit de omrekening van dergelijke transacties naar eurobedragen tegen de wisselkoers op de balansdatum, vergeleken met de eurobedragen voortvloeiend uit de omrekening van de transacties tegen de gemiddelde kostprijs van de desbetreffende vreemde valuta op die datum (zie onder "Niet in de balans opgenomen instrumenten" en "Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva" in de "Grondslagen voor de financiële verslaggeving").

Waarderingswinsten op uitstaande renteswaptransacties zijn ook onder deze post opgenomen (zie toelichting 18, "Renteswaps").

### 6.4 Overlopende activa

In 2017 omvatte deze post de nog te ontvangen couponrente op effecten (waaronder bij aankoop meegekochte uitstaande rente) ten bedrage van € 2.476,3 miljoen (2016: € 1.924,5 miljoen) (zie toelichting 2.2, "Tegoeden bij banken en beleggingen in effecten, externe leningen en overige externe activa"; en vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta", toelichting 4, "Effecten uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro", en toelichting 6.2, "Overige financiële activa").

Bovendien bestaat deze post uit a) opgebouwde baten uit gemeenschappelijke Eurostelsysteem-projecten (zie toelichting 27, "Overige baten"), b) diverse vooruitbetalingen, en c) te ontvangen rente op overige financiële activa.

### 6.5 Diversen

Deze post bestaat uit de overlopende bedragen inzake de tussentijdse verdeling van de winst van de ECB (zie onder "Tussentijdse verdeling van de winst" in de "Grondslagen voor de financiële verslaggeving", en toelichting 11.2, "Overige verplichtingen binnen het Eurostelsysteem (netto)").

De post omvat ook saldi ten bedrage van € 491,6 miljoen (2016: € 804,3 miljoen) met betrekking tot per 31 december 2017 uitstaande valutaswap- en valutatermijntransacties. Deze saldi vloeien voort uit de omrekening van dergelijke transacties naar eurobedragen tegen de gemiddelde kostprijs van de desbetreffende

valuta op de balansdatum, vergeleken met de oorspronkelijk verwerkte eurobedragen van de transacties (zie onder “Niet in de balans opgenomen instrumenten” in de “Grondslagen voor de financiële verslaggeving”).

## 7 Bankbiljetten in omloop

Deze post bestaat uit het aandeel van de ECB (8%) in de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in de “Grondslagen voor de financiële verslaggeving”).

## 8 Overige verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro

De centrale banken van het Eurosysteem hebben de mogelijkheid bij PSPP-effectenuitleningstransacties geldmiddelen als zekerheid te accepteren zonder dat deze verplicht moeten worden herbelegd. Deze transacties worden voor de ECB via een gespecialiseerde instelling uitgevoerd.

Per 31 december 2017 bedroeg de waarde van de uitstaande PSPP-effectenuitleningstransacties met kredietinstellingen in het eurogebied € 1,1 miljard (2016: € 1,9 miljard). De als zekerheid ontvangen geldmiddelen werden overgeboekt naar TARGET2-rekeningen. Aangezien de geldmiddelen aan het einde van het jaar niet herbelegd waren, werden deze transacties op de balans verwerkt (zie onder “Transacties met wederinkoop” in de “Grondslagen voor de financiële verslaggeving”).<sup>32</sup>

## 9 Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro

### 9.1 Overige verplichtingen

Deze post bedraagt € 1.150,1 miljoen (2016: € 1.060,0 miljoen) en bestaat uit door de ECB geaccepteerde deposito's of geldbetalingen door of namens deelnemers aan EURO1 en RT1<sup>33</sup>, die als garantiefonds voor EURO1 worden gebruikt of die ter ondersteuning van afwikkeling in RT1 dienen.

<sup>32</sup> Effectenuitleningstransacties waarbij op balansdatum geen sprake is van als onderpand ontvangen, onbelegde geldmiddelen worden op buitenbalansrekeningen geregistreerd (zie toelichting 16, “Programma's voor effectenuitlening”).

<sup>33</sup> EURO1 en RT1 zijn betalingssystemen die worden beheerd door ABE CLEARING S.A.S à capital variable (EBA Clearing).

## 10 Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro

Per 31 december 2017 was de grootste component van deze post een verplichting van € 10,1 miljard (2016: € 4,1 miljard) voortvloeiend uit de permanente wederzijdse valutaregeling met de Federal Reserve Bank of New York. In het kader van deze regeling verstrekt de Federal Reserve door middel van swaptransacties Amerikaanse dollars aan de ECB, met als doel om kortetermijnliquiditeit in Amerikaanse dollars aan tegenpartijen van het Eurosysteem te verstrekken. Tegelijkertijd verricht de ECB back-to-backswaptransacties met nationale centrale banken van het eurogebied, die de resulterende middelen aanwenden om met tegenpartijen van het Eurosysteem in Amerikaanse dollar luidende liquiditeitsverschaffende transacties uit te voeren in de vorm van transacties met wederinkoop. Deze back-to-backswaptransacties resulteren in saldi binnen het Eurosysteem, tussen de ECB en de nationale centrale banken (zie toelichting 11.2 “Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)”). Bovendien resulteren de swaptransacties met de Federal Reserve en de nationale centrale banken van het eurogebied in termijnvorderingen en -verplichtingen die op buitenbalansrekeningen worden geregistreerd (zie toelichting 19, “Valutaswaps en valutatermijntransacties”).

Deze post omvat tevens een bedrag van € 6,1 miljard (2016: € 9,5 miljard), bestaande uit saldi van nationale centrale banken buiten het eurogebied ten opzichte van de ECB, die voortvloeien uit of een tegenpost zijn van via het TARGET2-systeem geleide transacties. De afname van deze saldi in 2017 hield verband met betalingen van niet-ingezetenen van het eurogebied aan ingezetenen van het eurogebied.

Het restant van deze post bestaat uit een bedrag van € 3,4 miljard (2016: € 3,1 miljard) in verband met uitstaande PSPP-effectenuitleningstransacties met niet-ingezetenen van het eurogebied waarbij geldmiddelen als zekerheid zijn ontvangen en naar TARGET2-rekeningen zijn overgeboekt (zie toelichting 8, “Overige verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro”).

## 11 Verplichtingen binnen het Eurosysteem

### 11.1 Verplichtingen uit hoofde van de overdracht van externe reserves

Deze post betreft de verplichtingen aan de nationale centrale banken van het eurogebied uit hoofde van de overdracht van externe reserves aan de ECB bij hun toetreding tot het Eurosysteem. In 2017 waren er geen mutaties.

	Vanaf 1 januari 2015 €
Nationale Bank van België	1.435.910.943
Deutsche Bundesbank	10.429.623.058
Eesti Pank	111.729.611
Central Bank of Ireland	672.637.756
Bank of Greece	1.178.260.606
Banco de España	5.123.393.758
Banque de France	8.216.994.286
Banca d'Italia	7.134.236.999
Central Bank of Cyprus	87.679.928
Latvijas Banka	163.479.892
Lietuvos bankas	239.453.710
Banque centrale du Luxembourg	117.640.617
Central Bank of Malta	37.552.276
De Nederlandsche Bank	2.320.070.006
Oesterreichische Nationalbank	1.137.636.925
Banco de Portugal	1.010.318.483
Banka Slovenije	200.220.853
Národná banka Slovenska	447.671.807
Suomen Pankki – Finlands Bank	728.096.904
<b>Totaal</b>	<b>40.792.608.418</b>

De vergoeding over deze verplichtingen wordt dagelijks bepaald tegen de laatst beschikbare marginale rentevoet gehanteerd door het Eurosysteem bij zijn tenders voor de basisherfinancieringstransacties, gecorrigeerd vanwege een nulrendement op de goudcomponent (zie toelichting 22.3, “Remuneratie van vorderingen van nationale centrale banken in verband met overgedragen externe reserves”).

## 11.2 Overige verplichtingen binnen het Eurosysteem (netto)

In 2017 bestond deze post voornamelijk uit de TARGET2-saldi van nationale centrale banken van het eurogebied ten opzichte van de ECB (zie onder “Saldi binnen het ESCB/saldi binnen het Eurosysteem” in de “Grondslagen voor de financiële verslaggeving”). De stijging van deze positie vloeide voornamelijk voort uit nettoaankopen van effecten in het kader van het APP (zie toelichting 4, “Effecten uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro”), die via TARGET2-rekeningen werden afgewikkeld. De invloed van de nettoaankopen werd gedeeltelijk gecompenseerd door de toename van de bedragen die verband houden met de back-to-backswaptransacties van de ECB met nationale centrale banken in verband met liquiditeitsverschaffende transacties in Amerikaanse dollar.

De vergoeding over TARGET2-posities, met uitzondering van de saldi die voortkomen uit back-to-back-swaptransacties in verband met in Amerikaanse dollar luidende liquiditeitsverschaffende transacties, wordt dagelijks berekend tegen de laatst beschikbare marginale rente die het Eurosysteem bij zijn tenders voor basisherfinancieringstransacties hanteert.

Deze post bestaat ook uit het aan de nationale centrale banken van het eurogebied verschuldigde bedrag in verband met de tussentijdse winstverdeling van de ECB (zie onder “Tussentijdse verdeling van de winst” in de “Grondslagen voor de financiële verslaggeving”).

	2017 €	2016 €
Verschuldigd aan nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van TARGET2	1.263.961.444.256	1.058.484.156.256
Te vorderen van nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van TARGET2	(1.047.197.405.166)	(908.249.140.203)
Verschuldigd aan nationale centrale banken van het eurogebied i.v.m. de tussentijdse winstverdeling van de ECB	987.730.460	966.234.559
<b>Overige verplichtingen binnen het Eurosysteem (netto)</b>	<b>217.751.769.550</b>	<b>151.201.250.612</b>

## 12 Overige verplichtingen

### 12.1 Herwaarderingsverschillen op instrumenten buiten de balans

Deze post bestaat voornamelijk uit waarderingsveranderingen in per 31 december 2017 uitstaande valutaswap- en valutatermijntransacties (zie toelichting 19, “Valutaswaps en valutatermijntransacties”). Deze waarderingsveranderingen zijn het gevolg van de omrekening van dergelijke transacties naar eurobedragen tegen de valutakoers op de balansdatum, vergeleken met de eurobedragen voortvloeiend uit de omrekening van de transacties tegen de gemiddelde kostprijs van de desbetreffende vreemde valuta op die datum (zie onder “Niet in de balans opgenomen instrumenten” en “Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva” in de “Grondslagen voor de financiële verslaggeving”).

Waarderingsverliezen op uitstaande renteswaptransacties worden ook in deze post opgenomen (zie toelichting 18, “Renteswaps”).

### 12.2 Overlopende passiva

Deze post omvat per 31 december 2017 overlopende beheerkosten, vooraf geïnde baten, voornamelijk in verband met het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme (“Single Supervisory Mechanism” – SSM) (zie toelichting 25, “Nettobaten uit vergoedingen en provisies”) en overlopende posten betreffende financiële instrumenten.

	2017 €	2016 €	Mutatie €
Overlopende beheerkosten	41.447.444	20.723.173	20.724.271
Financiële instrumenten	6.767.861	3.621.142	3.146.719
Vooruitontvangen baten	28.068.263	41.089.798	(13.021.535)
Aan de ECB overgedragen externe reserves	0	3.611.845	(3.611.845)
<b>Totaal</b>	<b>76.283.568</b>	<b>69.045.958</b>	<b>7.237.610</b>



## 12.3 Diversen

Net zoals in het voorgaande jaar omvat deze post per jaareinde saldi in verband met uitstaande valutawap- en valutatermijntransacties (zie toelichting 19, "Valutaswaps en valutatermijntransacties"); op 31 december 2017 bedroegen deze saldi € 498,3 miljoen (2016: € 714,9 miljoen). Deze saldi houden verband met de omrekening van dergelijke transacties naar eurobedragen tegen de gemiddelde kostprijs van de desbetreffende valuta op de balansdatum, vergeleken met de oorspronkelijk verwerkte eurobedragen van de transacties (zie "Niet in de balans opgenomen instrumenten" in de "Grondslagen voor de financiële verslaggeving").

Daarnaast omvat deze post de nettoverplichting uit hoofde van DB-regelingen van de ECB in verband met de vergoedingen na uitdiensttreding en overige langetermijnbeloningen van haar personeel, de leden van de Directie en de bij de ECB werkzame leden van de Raad van Toezicht. De ontslagvergoedingen van ECB-medewerkers zijn ook in deze post opgenomen.

### *Vergoedingen na uitdiensttreding, overige langetermijnbeloningen en ontslagvergoedingen*<sup>34</sup>

## Balans

De in de balans opgenomen bedragen met betrekking tot vergoedingen na uitdiensttreding, andere langetermijnpersoneelsbeloningen en ontslagvergoedingen voor medewerkers luiden als volgt:

	2017 Mede- werkers €miljoen	2017 Bestuurs- organen €miljoen	2017 Totaal €miljoen	2016 Mede- werkers €miljoen	2016 Bestuurs- organen in €miljoen	2016 Totaal €miljoen
Brutoverplichting (contante waarde)	1.510,0	28,9	1.538,9	1.361,3	27,7	1.388,9
Reële waarde van de fondsbeleggingen	(1.017,1)	-	(1.017,1)	(878,0)	-	(878,0)
<b>In de balans opgenomen nettoverplichting uit hoofde van DB- regelingen</b>	<b>492,9</b>	<b>28,9</b>	<b>521,8</b>	<b>483,3</b>	<b>27,7</b>	<b>510,9</b>

In 2017 omvatte de brutoverplichting (contante waarde) ten opzichte van de medewerkers ten bedrage van € 1.510,0 miljoen (2016: € 1.361,3 miljoen) niet-kapitaalgedekte verplichtingen ten bedrage van € 224,6 miljoen (2016: € 187,0 miljoen) met betrekking tot vergoedingen na uitdiensttreding (anders dan pensioenen), andere langetermijnbeloningen en ontslagvergoedingen voor medewerkers. De contante waarde van de brutoverplichting ten opzichte van de leden van de Directie en de leden van de Raad van Toezicht van € 28,9 miljoen

<sup>34</sup> De totalen in de tabellen van deze paragraaf kunnen door afronding verschillen. In de kolom "Bestuursorganen" worden de bedragen met betrekking tot zowel de Directie als de Raad van Toezicht weergegeven.

(2016: € 27,7 miljoen) betreft uitsluitend niet door kapitaal gedekte regelingen voor vergoedingen na uitdiensttreding en andere langetermijnbeloningen.

## Winst-en-verliesrekening

De in 2017 in de winst-en-verliesrekening opgenomen bedragen luiden als volgt:

	2017 Mede- werkers €miljoen	2017 Bestuurs- organen €miljoen	2017 Totaal €miljoen	2016 Mede- werkers €miljoen	2016 Bestuurs- organen €miljoen	2016 Totaal €miljoen
Aan het dienstjaar toegerekende kosten	153,2	1,9	155,1	104,4	1,6	106,0
Kosten van verstreken diensttijd	4,1	-	4,1	-	-	-
Nettorente over de nettoverplichting uit hoofde van DB-regelingen	10,1	0,6	10,7	9,7	0,6	10,3
waarvan:						
<i>Rentekosten over de brutoverplichting</i>	28,3	0,6	28,9	29,1	0,6	29,8
<i>Rentebaten uit fondsbeleggingen</i>	(18,2)	-	(18,2)	(19,5)	-	(19,5)
Herberekenings(winsten)/-verliezen op overige langetermijnbeloningen	(0,9)	0,2	(0,7)	0,6	0,1	0,7
<b>Totaal (actuariële waardering)</b>	<b>166,5</b>	<b>2,7</b>	<b>169,2</b>	<b>114,6</b>	<b>2,4</b>	<b>117,0</b>
Vrijval van CTS-voorziening	(9,0)	-	(9,0)	-	-	-
<b>Totaalbedrag opgenomen in "Personeelskosten", inclusief vrijval van de voorziening</b>	<b>157,5</b>	<b>2,7</b>	<b>160,2</b>	<b>114,6</b>	<b>2,4</b>	<b>117,0</b>

In 2017 stegen de aan het dienstjaar toegerekende kosten naar € 155,1 miljoen (2016: € 106,0 miljoen), voornamelijk als gevolg van de lancering van de tijdelijke regeling voor loopbaanverandering (Career Transition Support – CTS) in 2017. Deze regeling richt zich op medewerkers met een lang dienstverband en is bedoeld om onder specifieke voorwaarden hun vrijwillige overgang naar een carrière buiten de ECB te vergemakkelijken. De invloed hiervan op de personeelskosten werd gedeeltelijk gecompenseerd door de vrijval van een voorziening van € 9,0 miljoen die in 2016 speciaal voor dit doel was gevormd.

De kosten van verstreken diensttijd in 2017 hangen samen met de lancering van de regeling voor langdurige zorg. Dit is een DB-regeling bedoeld ter dekking van niet-medische ondersteuning. De kosten van verstreken diensttijd hebben betrekking op de huidige gepensioneerden die met onmiddellijke ingang recht op vergoedingen hebben op grond van de nieuwe regeling.

## Mutaties in de brutoverplichting uit hoofde van DB-regelingen, fondsbeleggingen en herberekeningsresultaten

De mutaties in de contante waarde van de brutoverplichting uit hoofde van DB-regelingen luiden als volgt:

	2017 Mede- werkers €miljoen	2017 Bestuurs- organen €miljoen	2017 Totaal €miljoen	2016 Mede- werkers €miljoen	2016 Bestuurs- organen €miljoen	2016 Totaal €miljoen
Beginsaldo brutoverplichting	1.361,3	27,7	1.388,9	1.116,7	24,1	1.140,8
Aan het dienstjaar toegerekende kosten	153,2	1,9	155,1	104,4	1,6	106,0
Kosten van verstreken diensttijd	4,1	-	4,1	-	-	-
Rentekosten betreffende de brutoverplichting	28,3	0,6	28,9	29,1	0,6	29,8
Bijdragen deelnemers <sup>35</sup>	23,1	0,2	23,3	19,5	0,2	19,8
Betaalde uitkeringen	(11,9)	(0,9)	(12,7)	(8,6)	(0,8)	(9,5)
Herberekenings(winsten)/-verliezen	(48,1)	(0,6)	(48,7)	100,2	1,9	102,1
<b>Eindsaldo brutoverplichting</b>	<b>1.510,0</b>	<b>28,9</b>	<b>1.538,9</b>	<b>1.361,3</b>	<b>27,7</b>	<b>1.388,9</b>

De totale herberekeningswinsten van €48,7 miljoen op de brutoverplichting uit hoofde van DB-regelingen in 2017 vloeiden voort uit de verhoging van de disconteringsvoet van 2% in 2016 naar 2,1% in 2017 en een verlaging van de veronderstelde toekomstige pensioenverhogingen van 1,4% in 2016 naar 1,3% in 2017.

De mutaties in 2017 in de reële waarde van de fondsbeleggingen ter dekking van toegezegde (pensioen)uitkeringen aan medewerkers waren de volgende:

	2017 €miljoen	2016 €miljoen
Beginsaldo reële waarde van de fondsbeleggingen	878,0	755,3
Rentebaten uit fondsbeleggingen	18,2	19,5
Herberekeningswinsten	54,6	44,7
Bijdragen werkgever	51,8	45,0
Bijdragen deelnemers	23,1	19,5
Betaalde uitkeringen	(8,6)	(6,0)
<b>Eindsaldo reële waarde van de fondsbeleggingen</b>	<b>1.017,1</b>	<b>878,0</b>

De herberekeningswinsten op de fondsbeleggingen in zowel 2017 als 2016 weerspiegelen het feit dat het werkelijke rendement op de fondsbeleggingen hoger was dan de verwachte rentebaten op de beleggingen.

Het mutatieoverzicht 2017 van de herberekeningsresultaten (zie toelichting 14, "Herwaarderingsrekeningen") was als volgt:

<sup>35</sup> De door de medewerkers betaalde verplichte bijdrage bedraagt 7,4%, terwijl die van de ECB 20,7% van het basissalaris bedraagt.

	2017 in € miljoen	2016 in € miljoen
Beginsaldo herberekeningsverliezen	(205,1)	(148,4)
Winsten op de fondsbeleggingen	54,6	44,7
Winsten/(verliezen) op de brutoverplichting	48,7	(102,1)
Verliezen opgenomen in de winst-en-verliesrekening	(0,7)	0,7
<b>Eindsaldo herberekeningsverliezen opgenomen onder "Herwaarderingsrekeningen"</b>	<b>(102,5)</b>	<b>(205,1)</b>

## Belangrijke veronderstellingen

Bij de totstandkoming van de waarderingen waarnaar in deze toelichting wordt verwezen, hebben de actuarissen veronderstellingen gehanteerd die door de Directie zijn goedgekeurd ten behoeve van de administratieve verwerking en de toelichting. De belangrijkste veronderstellingen die zijn gehanteerd voor het berekenen van de verplichting uit hoofde van vergoedingen na uitdiensttreding en andere langetermijnbeloningen zijn als volgt:

	2017 %	2016 %
Disconteringsvoet	2,10	2,00
Verwacht rendement op de fondsbeleggingen <sup>36</sup>	3,10	3,00
Algemene toekomstige salarisverhogingen <sup>37</sup>	2,00	2,00
Toekomstige pensioenverhogingen <sup>38</sup>	1,30	1,40

Daarnaast bedroegen de vrijwillige bijdragen van personeelsleden aan de toegezegdebijdragenzuil in 2017 € 149,9 miljoen (2016: € 133,2 miljoen). Deze bijdragen worden belegd in fondsbeleggingen en leiden tevens tot een hiermee corresponderende verplichting.

## 13 Voorzieningen

Deze post bestaat voornamelijk uit een voorziening voor valutakoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's.

De voorziening voor valutakoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's wordt, voor zover de Raad van Bestuur dat noodzakelijk acht, gebruikt ter compensatie van toekomstige negatieve gerealiseerde en ongerealiseerde resultaten. Jaarlijks wordt

<sup>36</sup> Deze veronderstellingen zijn gebruikt voor de berekening van het deel van de brutoverplichting uit hoofde van DB-regelingen van de ECB dat wordt gedekt door activa met een onderliggende kapitaalgarantie.

<sup>37</sup> Daarnaast is rekening gehouden met verwachte individuele salarisverhogingen van maximaal 1,8% per jaar, afhankelijk van de leeftijd van de deelnemers aan de regeling.

<sup>38</sup> Volgens de bepalingen van de pensioenregeling van de ECB worden de pensioenen jaarlijks verhoogd. Als de algemene salarisaanpassingen voor de medewerkers van de ECB onder de prijsinflatie liggen, zal een eventuele verhoging van de pensioenen in lijn zijn met de algemene salarisaanpassingen. Als de algemene salarisaanpassingen boven de prijsinflatie liggen, zullen zij worden gebruikt om de verhoging van de pensioenen te bepalen, op voorwaarde dat de financiële positie van de pensioenregelingen van de ECB een dergelijke verhoging toelaat.

op grond van een beoordeling van deze risico's door de ECB gezien hoe groot deze voorziening moet zijn en of ze moet worden voortgezet. Bij deze beoordeling worden allerlei factoren in aanmerking genomen. De risicovoorziening mag, samen met het in het algemeen reservefonds van de ECB aangehouden bedrag, niet hoger zijn dan het door de nationale centrale banken van het eurogebied gestorte kapitaal van de ECB.

Per 31 december 2017 bedroeg de voorziening voor valutakoers-, rente-, krediet- en goudrisico's € 7.619.884.851, onveranderd ten opzichte van 2016. Dit bedrag komt overeen met het per die datum door de nationale centrale banken van het eurogebied gestorte kapitaal van de ECB.

## 14 Herwaarderingsrekeningen

Deze post bestaat voornamelijk uit herwaarderingsaldi uit hoofde van positieve ongerealiseerde resultaten op activa, passiva en buiten de balans verantwoorde instrumenten (zie onder "Resultaatbepaling", "Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva", "Effecten" en "Niet in de balans opgenomen instrumenten" in de "Grondslagen voor de financiële verslaggeving"). Deze post omvat tevens de herberekeningen betreffende de nettoverplichting van de ECB voor vergoedingen na uitdiensttreding (zie onder "Vergoedingen na uitdiensttreding, overige langetermijnbeloningen en ontslagvergoedingen" in de "Grondslagen voor de financiële verslaggeving" en toelichting 12.3, "Diversen").

	2017 €	2016 €	Mutatie €
Goud	13.664.030.012	13.926.380.231	(262.350.219)
Vreemde valuta	7.851.010.723	14.149.471.665	(6.298.460.942)
Effecten en andere instrumenten	532.971.621	755.494.021	(222.522.400)
Nettoverplichting voor toegezegde vergoedingen na uitdiensttreding	(102.540.109)	(205.078.109)	102.538.000
<b>Totaal</b>	<b>21.945.472.247</b>	<b>28.626.267.808</b>	<b>(6.680.795.561)</b>

De daling in de omvang van de herwaarderingsrekeningen is voornamelijk het gevolg van de waardeinstijging van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar en de Japanse yen in 2017.

Voor de herwaardering per jaareinde zijn de onderstaande wisselkoersen gebruikt.

Wisselkoersen	2017	2016
Amerikaanse dollar per euro	1,1993	1,0541
Japanse yen per euro	135,01	123,40
Chinese renminbi per euro	7,8044	7,3202
Euro per SDR	1,1876	1,2746
Euro per <i>fine ounce</i> goud	1.081,881	1.098,046

## 15 Kapitaal en reserves

### 15.1 Kapitaal

Het geplaatste kapitaal van de ECB bedraagt € 10.825.007.069. Het door de nationale banken van en buiten het eurogebied gestorte kapitaal bedraagt € 7.740.076.935.

De nationale centrale banken van het eurogebied hebben hun aandeel in het geplaatste kapitaal volgestort. Sinds 1 januari 2015 bedraagt het gestorte kapitaal € 7.619.884.851 (zie onderstaande tabel).<sup>39</sup>

	Kapitaalverdeelsleutel sinds 1 januari 2015 <sup>40</sup> %	Gestort kapitaal sinds 1 januari 2015 €
Nationale Bank van België	2,4778	268.222.025
Deutsche Bundesbank	17,9973	1.948.208.997
Eesti Pank	0,1928	20.870.614
Central Bank of Ireland	1,1607	125.645.857
Bank of Greece	2,0332	220.094.044
Banco de España	8,8409	957.028.050
Banque de France	14,1792	1.534.899.402
Banca d'Italia	12,3108	1.332.644.970
Central Bank of Cyprus	0,1513	16.378.236
Latvijas Banka	0,2821	30.537.345
Lietuvos bankas	0,4132	44.728.929
Banque centrale du Luxembourg	0,2030	21.974.764
Central Bank of Malta	0,0648	7.014.605
De Nederlandsche Bank	4,0035	433.379.158
Oesterreichische Nationalbank	1,9631	212.505.714
Banco de Portugal	1,7434	188.723.173
Banka Slovenije	0,3455	37.400.399
Národná banka Slovenska	0,7725	83.623.180
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2564	136.005.389
<b>Totaal</b>	<b>70,3915</b>	<b>7.619.884.851</b>

De nationale centrale banken die geen deel uitmaken van het eurogebied moeten 3,75% van hun geplaatste kapitaal storten als bijdrage in de operationele kosten van de ECB. Sinds 1 januari 2015 hebben deze nationale centrale banken in totaal € 120.192.083 bijgedragen. Nationale centrale banken die niet tot het eurogebied

<sup>39</sup> De individuele bedragen zijn tot op één euro nauwkeurig afgerond. De totalen in de tabellen van deze toelichting kunnen door afronding enigszins verschillen.

<sup>40</sup> De ECB-kapitaalverdeelsleutel voor de individuele nationale centrale banken is voor het laatst op 1 januari 2014 gewijzigd. Maar in verband met de toetreding van Litouwen tot het eurogebied is per 1 januari 2015 het totale gewicht van het aandeel van de nationale centrale banken van het eurogebied in het totale kapitaal van de ECB gestegen, terwijl het totale gewicht van het aandeel van de nationale centrale banken buiten het eurogebied daalde. Sindsdien zijn er geen mutaties geweest.

behoren, hebben geen recht op een aandeel in de te verdelen winst van de ECB; evenmin hoeven zij eventuele verliezen van de ECB te dekken.

De nationale centrale banken buiten het eurogebied hebben de volgende bedragen gestort:

	Kapitaalverdeel- sleutel sinds 1 januari 2015 %	Gestort kapitaal sinds 1 januari 2015 €
Българска народна банка (Nationale Bank van Bulgarije)	0,8590	3.487.005
Česká národní banka	1,6075	6.525.450
Danmarks Nationalbank	1,4873	6.037.512
Hrvatska narodna banka	0,6023	2.444.963
Magyar Nemzeti Bank	1,3798	5.601.129
Narodowy Bank Polski	5,1230	20.796.192
Banca Națională a României	2,6024	10.564.124
Sveriges Riksbank	2,2729	9.226.559
Bank of England	13,6743	55.509.148
<b>Totaal</b>	<b>29,6085</b>	<b>120.192.083</b>

## Niet in de balans opgenomen instrumenten

### 16 Programma's voor effectenuitlening

Ten behoeve van het beheer van de eigen middelen van de ECB heeft de ECB een overeenkomst betreffende een effectenuitleningsprogramma, op grond waarvan een gespecialiseerde instelling namens de ECB effectenuitleningstransacties verricht.

Daarnaast heeft de ECB, overeenkomstig besluiten van de Raad van Bestuur, effecten voor uitleningstransacties beschikbaar gesteld. Deze betreffen de aangehouden effecten die de ECB heeft aangekocht op grond van de eerste drie CBPP's, evenals de aangehouden effecten die krachtens het PSPP zijn aangekocht en de in het kader van het SMP aangekochte effecten die ook in aanmerking komen voor aankoop ingevolge het PSPP.<sup>41</sup>

Tenzij deze effectenuitleningstransacties plaatsvinden tegen zekerheid in de vorm van geldmiddelen die op jaareinde nog niet belegd zijn, worden de transacties op buitenbalansrekeningen geregistreerd.<sup>42</sup> Per 31 december 2017 bedroeg de waarde van dergelijke uitstaande effectenuitleningstransacties € 13,4 miljard (2016: € 10,9 miljard). Hiervan hield € 7,2 miljard (2016: € 3,9 miljard) verband met het uitlenen van voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten.

### 17 Rentefutures

Per 31 december 2017 stonden de volgende vreemdevalutatransacties uit, gepresenteerd tegen marktkoersen per jaareinde:

Rentefutures in vreemde valuta	2017 Contractwaarde €	2016 Contractwaarde €	Mutatie €
Aankopen	6.518.052.197	558.770.515	5.959.281.682
Verkopen	6.584.789.977	2.258.798.975	4.325.991.002

Deze transacties werden verricht in het kader van het beheer van de externe reserves van de ECB.

<sup>41</sup> De ECB koopt geen effecten aan op grond van het CSPP en houdt daardoor uit dien hoofde geen effecten aan die voor uitlening kunnen worden gebruikt.

<sup>42</sup> Indien er aan het einde van het jaar wel sprake is van onderpand in de vorm van onbelegde geldmiddelen, dan worden deze transacties op balansrekeningen geregistreerd (zie toelichting 8, "Overige verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro" en toelichting 10, "Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro).



## 18 Renteswaps

Per 31 december 2017 stonden er renteswaps met een contractwaarde van €415,9 miljoen (2016: €378,3 miljoen) uit, gepresenteerd tegen marktkoersen per jaareinde. Deze transacties werden verricht in het kader van het beheer van de externe reserves van de ECB.

## 19 Valutaswaps en valutatermijntransacties

### Beheer van externe reserves

In 2017 werden valutaswap- en valutatermijntransacties verricht in het kader van het beheer van de externe reserves van de ECB. Per 31 december 2017 stonden de onderstaande, uit deze transacties resulterende vorderingen en verplichtingen uit, gepresenteerd tegen marktkoersen per jaareinde.

Valutaswaps en valutatermijntransacties	2017 €	2016 €	Mutatie €
Vorderingen	2.731.848.697	3.123.544.615	(391.695.918)
Verplichtingen	2.719.012.506	2.855.828.167	(136.815.661)

### Liquiditeitsverschaffende transacties

Er was sprake van in Amerikaanse dollar luidende vorderingen en verplichtingen met een afwikkelingsdatum in 2017. Deze hangen samen met de verstrekking van liquiditeit in Amerikaanse dollar aan tegenpartijen van het Eurosysteem (zie toelichting 10, "Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro").

## 20 Beheer van kredietopname- en kredietverleningstransacties

Ook in 2017 was de ECB verantwoordelijk voor het beheer van de kredietopname- en kredietverleningstransacties van de EU in het kader van de faciliteit voor financiële ondersteuning voor de middellange termijn, het Europees Financieel Stabilisatiemechanisme, de Europese Faciliteit voor Financiële Stabiliteit en het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM), evenals voor de leningfaciliteitovereenkomst voor Griekenland. In 2017 verwerkte de ECB betalingen met betrekking tot deze transacties, evenals betalingen in de vorm van bijdragen van lidstaten aan het maatschappelijk kapitaal van het ESM.

## Voorwaardelijke verplichtingen uit hoofde van lopende rechtsgedingen

Een aantal depositohouders, aandeelhouders en obligatiehouders van Cypriotische kredietinstellingen hebben vier rechtzaken tegen de ECB aangespannen. De desbetreffende partijen beweren financiële schade te hebben geleden als gevolg van handelingen die naar hun oordeel hebben geresulteerd in de herstructurering van deze kredietinstellingen in het kader van het financiële bijstandsprogramma voor Cyprus. In 2014 wees het Gerecht van de Europese Unie twaalf soortgelijke gevallen geheel af. Tegen acht van deze uitspraken werd beroep aangetekend. In 2016 bevestigde het Hof van Justitie van de Europese Unie in deze beroepszaken dat deze niet-ontvankelijk waren of stelde het de ECB in het gelijk. De betrokkenheid van de ECB bij het proces dat leidde tot de afronding van het financiële bijstandsprogramma was beperkt tot het verstrekken van technisch advies, krachtens het ESM-verdrag, waarbij in samenwerking met de Europese Commissie werd opgetreden, alsmede de uitgifte van een niet-bindend advies inzake de Cypriotische ontwerpwet inzake afwikkeling. Daarom wordt aangenomen dat uit deze zaken geen lasten voor de ECB zullen voortvloeien.

## Toelichting op de winst-en-verliesrekening

### 22 Nettorentebaten

#### 22.1 Rentebaten uit externe reserves

Deze post omvat de rentebaten, na aftrek van rentelasten, uit de netto externe reserves van de ECB. De post is als volgt opgebouwd:

	2017 €	2016 €	Mutatie €
Rentebaten uit rekeningen-courant	5.111.897	1.499.288	3.612.609
Rentebaten uit geldmarktdeposito's	54.839.007	18.095.835	36.743.172
Rentelasten uit repo's	(1.101.476)	(34.017)	(1.067.459)
Rentebaten uit omgekeerde repo's	37.067.062	12.745.338	24.321.724
Rentebaten uit effecten	389.779.270	304.958.993	84.820.277
Rentebaten/(-lasten) uit renteswaps	(109.873)	19.080	(128.953)
Rentebaten uit valutawaps en valutatermijntransacties	48.575.683	33.157.253	15.418.430
<b>Rentebaten uit externe reserves (netto)</b>	<b>534.161.570</b>	<b>370.441.770</b>	<b>163.719.800</b>

De algehele stijging van de nettorentebaten in 2017 was voornamelijk het gevolg van hogere rentebaten uit de Amerikaansedollarportefeuille.

#### 22.2 Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem

Deze post bestaat uit de rentebaten voortvloeiend uit het 8%-aandeel van de ECB in de totale waarde van de uitgegeven eurobankbiljetten (zie "Bankbiljetten in omloop" in de "Grondslagen voor de financiële verslaggeving" en toelichting 5.1, "Vorderingen uit hoofde van de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem"). Deze rentebaten waren nihil in 2017, als gevolg van het feit dat de rentevoet op de basisherfinancieringstransacties gedurende het hele jaar 0% bedroeg.

#### 22.3 Remuneratie van vorderingen van nationale centrale banken in verband met overgedragen externe reserves

De rentevergoeding aan de nationale centrale banken van het eurogebied uit hoofde van hun vorderingen betreffende de aan de ECB overgedragen externe reserves (zie toelichting 11.1, "Verplichtingen uit hoofde van de overdracht van externe reserves") wordt onder deze post opgenomen. Deze rentevergoeding was nihil in 2017, als gevolg van het feit dat de rentevoet op de basisherfinancieringstransacties gedurende het hele jaar 0% bedroeg.

## 22.4 Overige rentebaten; en overige rentelasten

In 2017 bestonden deze posten voornamelijk uit nettorentebaten van € 1,1 miljard (2016: € 1,0 miljard) uit de effecten die de ECB voor monetairbeleidsdoeleinden aanhield. Hiervan hield € 0,6 miljard (2016: € 0,4 miljard) verband met nettorentebaten uit in het kader van het APP aangekochte effecten en € 0,4 miljard (2016: € 0,5 miljard) met nettorentebaten uit in het kader van het SMP aangekochte effecten, waarvan € 154,5 miljoen (2016: € 185,3 miljoen) uit de door de ECB in het kader van het SMP aangehouden Griekse staatsobligaties.

Het restant van deze posten bestond vooral uit rentebaten en -lasten betreffende de eigenmiddelenportefeuille van de ECB (zie toelichting 6.2 "Overige financiële activa") en betreffende diverse rentedragende saldi.

## 23 Gerealiseerde winsten/verliezen uit financiële transacties

De gerealiseerde nettowinsten uit financiële transacties waren in 2017 als volgt samengesteld:

	2017 €	2016 €	Mutatie €
Gerealiseerde koerswinsten (netto)	22.249.008	159.456.244	(137.207.236)
Gerealiseerde valutakoers- en goudprijswinsten (netto)	138.820.035	65.085.498	73.734.537
<b>Gerealiseerde nettowinsten uit financiële transacties</b>	<b>161.069.043</b>	<b>224.541.742</b>	<b>(63.472.699)</b>

De gerealiseerde nettokoerswinsten omvatten gerealiseerde winsten en verliezen op effecten, rentefutures en renteswaps. De daling van de gerealiseerde nettokoerswinsten in 2017 was vooral toe te schrijven aan lagere gerealiseerde koerswinsten op effecten in de Amerikaansedollarportefeuille.

De algehele stijging van de gerealiseerde valutakoers- en goudprijswinsten (netto) was voornamelijk het gevolg van de verkoop van een klein deel van de Amerikaansedollarportefeuille ter financiering van de opbouw van een portefeuille in Chinese renminbi<sup>43</sup> (zie toelichting 2.2, "Tegoeden bij banken en beleggingen in effecten, externe leningen en overige externe activa; en vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta").

## 24 Afwaarderingen van financiële activa en posities

De afwaarderingen van financiële activa en posities waren in 2017 als volgt samengesteld:

<sup>43</sup> Zie het persbericht van de ECB van [13 juni 2017](#).

	2017 €	2016 €	Mutatie €
Negatieve onrealiseerde prijsveranderingen op effecten	(78.577.070)	(148.159.250)	69.582.180
Negatieve onrealiseerde valutakoersresultaten	(26.556.261)	(12.760)	(26.543.501)
<b>Totaal afwaarderingen</b>	<b>(105.133.331)</b>	<b>(148.172.010)</b>	<b>43.038.679</b>

De marktwaarde van een aantal effecten in de Amerikaansedollarportefeuille is in 2017 verder gedaald, hand in hand met een toename van desbetreffende yields. Dit resulteerde in negatieve onrealiseerde prijsveranderingen in het boekjaar.

De negatieve onrealiseerde valutakoersresultaten zijn voornamelijk het gevolg van de afwaardering van de gemiddelde kostprijs van de door de ECB aangehouden Chinese renminbi naar hun wisselkoers ultimo 2017, als gevolg van de waardedaling van deze valuta ten opzichte van de euro sinds de aankoop ervan.

## 25

### Nettobaten uit vergoedingen en provisies

	2017 €	2016 €	Mutatie €
Baten uit vergoedingen en provisies	452.095.734	382.191.051	69.904.683
Lasten m.b.t. vergoedingen en provisies	(12.025.845)	(10.868.282)	(1.157.563)
<b>Nettobaten uit vergoedingen en provisies</b>	<b>440.069.889</b>	<b>371.322.769</b>	<b>68.747.120</b>

In 2017 bestonden de onder deze post vallende baten voornamelijk uit toezichtvergoedingen en opgelegde administratieve boetes voor onder toezicht staande entiteiten in verband met het niet nakomen van de EU-bankenregelgeving betreffende prudentiële vereisten (waaronder toezichtsbesluiten van de ECB). De lasten bestonden voornamelijk uit bewaarvergoedingen en de vergoedingen die verschuldigd zijn aan de externe vermogensbeheerders die tot en met eind maart 2017 op expliciete instructie van, en namens, het Eurosysteem aankopen van toegelaten effecten op onderpand van activa hebben verricht.<sup>44</sup>

#### *Baten en lasten in verband met toezichtstaken*

Op 4 november 2014 heeft de ECB conform artikel 33 van de GTM-verordening haar toezichtstaken op zich genomen.<sup>45</sup> Ter dekking van de kosten die de ECB maakt om deze taken te vervullen, brengt zij de onder toezicht staande entiteiten een jaarlijkse vergoeding in rekening. De ECB heeft in april 2017 aangekondigd dat de jaarvergoeding voor het toezicht in 2017 € 425,0 miljoen<sup>46</sup> zou bedragen. Dit bedrag was gebaseerd op de geschatte jaarlasten voor toezichtstaken voor 2017 ten

<sup>44</sup> Zie het persbericht van de ECB van [15 december 2016](#).

<sup>45</sup> Verordening (EU) nr. 1024/2013 van de Raad van 15 oktober 2013 waarbij aan de Europese Centrale Bank specifieke taken worden opgedragen betreffende het beleid inzake het prudentieel toezicht op kredietinstellingen (PB L 287 van 29.10.2013, blz. 63).

<sup>46</sup> Dit bedrag is in oktober 2017 gefactureerd, met 30 november 2017 als vervaldatum.

bedrage van € 464,7 miljoen, gecorrigeerd voor a) de in 2016 te veel in rekening gebrachte toezichtsvergoedingen van € 41,1 miljoen; b) de terugbetalingen naar aanleiding van mutaties in het aantal onder toezicht staande entiteiten of de status van dergelijke instellingen<sup>47</sup> (€ 1,4 miljoen).

Op basis van de daadwerkelijke lasten van de ECB uit hoofde van haar banktoezichtstaken bedroegen de baten uit toezichtsvergoedingen voor 2017 € 436,7 miljoen. Het netto-overschot van € 27,9 miljoen, te weten het verschil tussen de geschatte lasten (€ 464,7 miljoen) en de daadwerkelijke lasten (€ 436,7 miljoen) voor 2017 is gepresenteerd onder de “Overlopende passiva” (zie toelichting 12.2, “Overlopende passiva”). Dit bedrag wordt verrekend met de in 2018 in rekening te brengen toezichtsvergoedingen.

De ECB is tevens bevoegd onder toezicht staande entiteiten administratieve boetes op te leggen in verband met het niet naleven van de EU-bankenregelgeving inzake de prudentiële vereisten (met inbegrip van toezichtsbesluiten van de ECB).<sup>48</sup> De desbetreffende baten worden niet in de berekening van de jaarlijkse toezichtsvergoedingen betrokken. In plaats daarvan worden ze als baten in de winst-en-verkiesrekening verantwoord en aan de nationale centrale banken uit het eurogebied uitgekeerd als onderdeel van het ECB-regime voor tussentijdse winstuitkeringen. In 2017 heeft de ECB onder toezicht staande entiteiten boetes ten bedrage van € 15,3 miljoen opgelegd.

De baten van de ECB in verband met toezichtstaken waren in 2017 als volgt samengesteld:<sup>49</sup>

	2017 €	2016 €	Mutatie €
Toezichtsvergoedingen	436.746.219	382.151.355	54.594.864
<i>waarvan:</i>			
<i>vergoedingen met betrekking tot belangrijke entiteiten of belangrijke groepen</i>	<i>397.493.784</i>	<i>338.418.328</i>	<i>59.075.456</i>
<i>vergoedingen met betrekking tot minder belangrijke entiteiten of minder belangrijke groepen</i>	<i>39.252.435</i>	<i>43.733.027</i>	<i>(4.480.592)</i>
Opgelegde administratieve boetes	15.300.000	0	15.300.000
<b>Totaal baten in verband met banktoezichtstaken</b>	<b>452.046.219</b>	<b>382.151.355</b>	<b>69.894.864</b>

De met het banktoezicht samenhangende lasten vloeien voort uit het directe toezicht op belangrijke entiteiten, het oversight op het toezicht op minder belangrijke entiteiten en het uitvoeren van horizontale taken en gespecialiseerde diensten.

<sup>47</sup> Op grond van artikel 7 van Verordening (EU) nr. 1163/2014 van de ECB van 22 oktober 2014 betreffende een vergoeding voor toezicht (ECB/2014/41) (PB L 311, van 31.10.2014, blz. 23) wordt de individuele toezichtsvergoeding gewijzigd indien a) een onder toezicht staande entiteit of onder toezicht staande groep slechts voor een deel van de vergoedingsperiode onder toezicht staat of b) de status van een onder toezicht staande entiteit of een onder toezicht staande groep wijzigt van belangrijk in minder belangrijk, of vice versa. Zulke ontvangen of terugbetaalde bedragen worden in aanmerking genomen bij de berekening van de totale jaarlijkse toezichtsvergoeding die in volgende jaren in rekening gaat worden gebracht.

<sup>48</sup> Nadere informatie over door de ECB opgelegde administratieve sancties is beschikbaar [op de website van het banktoezicht van de ECB](#).

<sup>49</sup> De individuele bedragen zijn tot op één euro nauwkeurig afgerond. De totalen in de tabellen van deze toelichting kunnen door afronding enigszins verschillen.

Hieronder vallen ook de kosten van de dienstverlening door ondersteunende functies die noodzakelijk is voor de uitvoering van de toezichtstaken van de ECB, waaronder diensten op het gebied van huisvesting, humanresourcesbeheer, beheer, budgettering en controlling, administratie, juridische zaken, interne audit, statistiek en IT.

Daarnaast werd de inning van een bedrag van € 11,2 miljoen aan door de ECB opgelegde administratieve boetes onzeker geacht, aangezien de bankvergunning van de desbetreffende onder toezicht staande entiteit vervolgens werd ingetrokken en de entiteit momenteel wordt geliquideerd. In overeenstemming met het voorzichtigheidsbeginsel is er voor het gehele bedrag van deze vordering per jaareinde een voorziening getroffen (zie toelichting 31, "Overige kosten"). De hiermee samenhangende last wordt niet betrokken in de berekening van de jaarlijkse toezichtsvergoedingen, maar wordt in de winst-en-verliesrekening van de ECB verantwoord en komt derhalve ten laste van het nettoresultaat.

Het totaal van de werkelijke kosten met betrekking tot de toezichtstaken van de ECB worden verantwoord onder:

	2017 €	2016 €	Mutatie €
Salarissen en andere beloningen	215.017.183	180.655.666	34.361.517
Huur en onderhoud gebouwen	52.959.161	58.103.644	(5.144.483)
Overige bedrijfskosten	168.769.875	143.392.045	25.377.830
<b>Lasten in verband met de banktoezichtstaken, relevant voor berekening van toezichtsvergoedingen</b>	<b>436.746.219</b>	<b>382.151.355</b>	<b>54.594.864</b>
Toevoeging aan voorziening i.v.m. onzekere inning van administratieve boetes	11.200.000	0	11.200.000
<b>Totaal lasten in verband met banktoezichtstaken</b>	<b>447.946.219</b>	<b>382.151.355</b>	<b>65.794.864</b>

De stijging van de werkelijke banktoezichtskosten in 2017 vergeleken met 2016 is toe te schrijven aan de stijging van het aantal medewerkers werkzaam in het banktoezicht van de ECB en de kosten van externe adviseurs, vooral in verband met de gerichte beoordeling van interne modellen (Targeted Review of Internal Models – TRIM).

## 26 Baten uit aandelen en deelnemingen

Deze post omvat het op de aandelen in de Bank voor Internationale Betalingen ontvangen dividend (zie toelichting 6.2, "Overige financiële activa").

## 27 Overige baten

In 2017 vloeiden de overige diverse baten voornamelijk voort uit opgebouwde bijdragen van de nationale centrale banken van het eurogebied aan de door de ECB gemaakte kosten in verband met gezamenlijke projecten van het Eurosysteem.

## 28 Personeelskosten

De stijging van de totale personeelskosten houdt verband met een hoger gemiddeld aantal medewerkers in dienst van de ECB in 2017, evenals met de lasten met betrekking tot de ontslagvergoedingen in het kader van de in 2017 geïntroduceerde CTS-regeling van de ECB (zie toelichting 12.3, “Diversen”).

Deze post omvat de salarissen, toelagen, personeelsverzekeringskosten en diverse andere kosten ten bedrage van € 366,0 miljoen (2016: € 349,5 miljoen). De post omvat tevens een bedrag van € 169,2 miljoen (2016: € 117,0 miljoen) opgenomen in verband met de regelingen van de ECB inzake vergoedingen na uitdiensttreding, overige langetermijnbeloningen en ontslagvergoedingen (zie toelichting 12.3, “Diversen”).

De salarissen en toelagen zijn in grote lijnen gebaseerd op en vergelijkbaar met de beloningsregeling van de Europese Unie.

De leden van de Directie en de leden van de Raad van Toezicht die werkzaam zijn bij de ECB ontvangen een basissalaris, terwijl de bij de ECB werkzame deeltijdleden van de Raad van Toezicht in aanmerking komen voor een aanvullende beloning op basis van het aantal bijgewoonde vergaderingen. Daarnaast ontvangen de leden van de Directie en de bij de ECB werkzame voltijdsleden van de Raad van Toezicht aanvullende toelagen voor huisvesting en representatie. In het geval van de President wordt in plaats van een huisvestingstoelage een ambtswoning ter beschikking gesteld; deze woning is eigendom van de ECB. Overeenkomstig de arbeidsvoorwaarden voor de medewerkers van de Europese Centrale Bank komen de leden van de Directie en Raad van Toezicht, afhankelijk van hun individuele omstandigheden, in aanmerking voor een huishoudtoelage, kindertoelage en onderwijstoelage. Op het salaris wordt een belasting ten gunste van de Europese Unie ingehouden, evenals premies voor de pensioenregelingen en de ongeval- en ziektekostenverzekering. Toelagen zijn onbelastbaar en maken geen deel uit van de pensioengrondslag.

In 2017 waren de basissalarissen van de leden van de Directie en de bij de ECB werkzame leden van de Raad van Toezicht (dat wil zeggen exclusief de vertegenwoordigers van de nationale toezichthouders) als volgt:<sup>50</sup>

<sup>50</sup> De bedragen zijn brutobedragen, d.w.z. vóór aftrek van belasting ten gunste van de Europese Unie.



	2017 €	2016 <sup>51</sup> €
Mario Draghi (President)	396.900	389.760
Vitor Constâncio (Vice-President)	340.200	334.080
Peter Praet (lid van de Directie)	283.488	278.388
Benoît Cœuré (lid van de Directie)	283.488	278.388
Yves Mersch (lid van de Directie)	283.488	278.388
Sabine Lautenschläger (lid van de Directie)	283.488	278.388
<b>Totaal Directie</b>	<b>1.871.052</b>	<b>1.837.392</b>
<b>Totaal Raad van Toezicht (leden werkzaam bij de ECB)</b> <sup>52</sup>	<b>793.817</b>	<b>632.060</b>
waarvan:		
<i>Danièle Nouy (Voorzitter van de Raad van Toezicht)</i>	283.488	278.388
<b>Totaal</b>	<b>2.664.869</b>	<b>2.469.452</b>

De parttimeleden van de Raad van Toezicht ontvingen verder een aanvullende beloning van in totaal €96.470 in 2017 (2016: €343.341).

De aan de leden van de Directie en Raad van Toezicht betaalde toelagen en de bijdragen van de ECB aan hun ongevallen- en ziektekostenverzekering bedroegen in totaal €852.998 (2016: €807.475). De stijging ten opzichte van 2016 is vooral toe te schrijven aan de toetreding van een nieuw lid tot de Raad van Toezicht in februari 2017.

De som van de pensioenuitkeringen, met inbegrip van toelagen na uitdiensttreding, aan voormalige leden van de Directie en de Raad van Toezicht of hun nabestaanden, en de bijdragen aan hun ongevallen- en ziektekostenverzekering, bedroeg €857.476 (2016: €834.668).<sup>53</sup>

Eind 2017 bedroeg het werkelijk aantal medewerkers in voltijdsequivalenten onder contract bij de ECB 3.384<sup>54</sup>, waarvan 330 op managementniveau. Het aantal medewerkers heeft zich in 2017 als volgt ontwikkeld:

<sup>51</sup> De vorig jaar gepubliceerde salarissen van de President en de Vice-President omvatten de jaarlijkse salarisaanpassing (GSA). Voor de andere leden van de Directie en de Raad van Toezicht, waaronder de Voorzitter van de Raad van Toezicht, werd de GSA in 2017 met terugwerkende kracht toegepast.

<sup>52</sup> Met uitzondering van het salaris van Sabine Lautenschläger – de Vicevoorzitter van de Raad van Toezicht – dat samen met de salarissen van de andere leden van de Directie wordt gerapporteerd.

<sup>53</sup> Voor het nettobedrag dat ten laste van de winst-en-verliesrekening is gekomen in verband met de pensioenregelingen van de huidige leden van de Directie en de leden van de Raad van Toezicht wordt verwezen naar toelichting 12.3, "Diversen".

<sup>54</sup> Medewerkers met onbetaald verlof zijn niet inbegrepen. Dit aantal omvat wel medewerkers met een contract voor onbepaalde of bepaalde tijd, of met een kortlopend contract en de deelnemers aan het Graduate Programme van de ECB. Ook medewerkers met zwangerschapsverlof of langdurig ziekteverlof zijn inbegrepen.

	2017	2016
Totaal aantal medewerkers per 1 januari	3.171	2.871
Indiensttredingen	726	725
Uitdiensttredingen	(443)	(380)
Nettotoename/(-afname) als gevolg van wijzigingen in deeltijdarbeid	(70)	(45)
<b>Totaal aantal medewerkers per 31 december</b>	<b>3.384</b>	<b>3.171</b>
<i>waarvan:</i>		
<i>uitdiensttredingen per 31 december</i>	<i>113</i>	<i>80</i>
<b>Gemiddeld aantal medewerkers in dienst</b>	<b>3.254</b>	<b>3.007</b>

## 29 Beheerkosten

Deze post van € 463,2 miljoen (2016: € 414,2 miljoen) omvat alle overige lopende kosten met betrekking tot de huur en het onderhoud van kantoorruimten, informatietechnologie, niet-investeringsgoederen en -inventaris, honoraria van adviseurs en overige diensten en kantooormiddelen, evenals bepaalde personeelskosten, waaronder de kosten van werving, verhuizing en opleiding.

## 30 Productiekosten bankbiljetten

Deze kosten komen voornamelijk voort uit het grensoverschrijdend vervoer van eurobankbiljetten tussen bankbiljettendrukkerijen en de nationale centrale banken voor de levering van nieuwe bankbiljetten, evenals tussen de nationale centrale banken voor het opheffen van tekorten vanuit overschotvoorraden. Deze kosten worden centraal door de ECB gedragen.

## 31 Overige kosten

In 2017 bestond deze post uit de toevoeging aan een voorziening vanwege de mogelijke oninbaarheid van een administratieve boete die aan een onder toezicht gestelde entiteit werd opgelegd (zie toelichting 25, "Nettobaten uit vergoedingen en provisies").



Ernst & Young GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Mergenthalerallee 3-5  
65760 Eschborn/Frankfurt/M.  
Postfach 53 23  
65728 Eschborn/Frankfurt/M.

Claus-Peter Wagner  
Managing Partner Financial Services  
Telefon +49 6196 996 26512  
Telefax +49 181 3943 26512  
claus-peter.wagner@de.ey.com  
www.de.ey.com

President and Governing Council  
of the European Central Bank  
Frankfurt am Main

14 February 2018

## Independent auditor's report

### *Opinion*

We have audited the financial statements of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2017, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

In our opinion, the accompanying financial statements of the European Central Bank give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as at 31 December 2017 and of the results of its operations for the year then ended, in accordance with the principles established by the Governing Council, which are laid down in Decision (EU) 2016/2247 of the ECB of 3 November 2016 on the annual accounts of the ECB (ECB/2016/35), as amended.

### *Basis for Opinion*

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing (ISAs). Our responsibilities under those standards are further described in the Auditor's Responsibilities for the Audit of the Financial Statements section of our report. We are independent of the European Central Bank in accordance with the German ethical requirements that are relevant to our audit of the financial statements, which are consistent with the International Ethics Standards Board for Accountants' Code of Ethics for Professional Accountants (IESBA Code) and we have fulfilled our other ethical responsibilities in accordance with these requirements. We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion.

### *Responsibilities of the European Central Bank's Executive Board and Those Charged with Governance for the Financial Statements*

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of the financial statements in accordance with the principles established by the Governing Council, which are laid down in Decision (EU) 2016/2247 of the ECB of 3 November 2016 on the annual accounts of the ECB (ECB/2016/35), as amended, and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of financial statements that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

In preparing the financial statements, the Executive Board is responsible for using the going concern basis of accounting in accordance with Article 4 of the applicable Decision (ECB/2016/35), as amended.

Those charged with governance are responsible for overseeing the European Central Bank's financial reporting process.

### *Auditor's Responsibilities for the Audit of the Financial Statements*

Our objectives are to obtain reasonable assurance about whether the financial statements as a whole are free from material misstatement, whether due to fraud or error, and to issue an auditor's report that includes our opinion. Reasonable assurance is a high level of assurance, but is not a guarantee that an audit conducted in accordance with ISAs will always detect a material misstatement when it exists. Misstatements can arise from fraud or error and are considered material if, individually or in the aggregate, they could reasonably be expected to influence the economic decisions of users taken on the basis of these financial statements.

As part of an audit in accordance with ISAs, we exercise professional judgment and maintain professional skepticism throughout the audit. We also:

- Identify and assess the risks of material misstatement of the financial statements, whether due to fraud or error, design and perform audit procedures responsive to those risks, and obtain audit evidence that is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion. The risk of not detecting a material misstatement resulting from fraud is higher than for one resulting from error, as fraud may involve collusion, forgery, intentional omissions, misrepresentations, or the override of internal control.
- Obtain an understanding of internal control relevant to the audit in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control.
- Evaluate the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates and related disclosures made by management.
- Conclude on the appropriateness of management's use of the going concern basis of accounting and, based on the audit evidence obtained, whether a material uncertainty exists related to events or conditions that may cast significant doubt on the entity's ability to continue as a going concern. If we conclude that a material uncertainty exists, we are required to draw attention in our auditor's report to the related disclosures in the financial statements or, if such disclosures are inadequate, to modify our opinion. Our conclusions are based on the audit evidence obtained up to the date of our auditor's report.
- Evaluate the overall presentation, structure and content of the financial statements, including the disclosures, and whether the financial statements represent the underlying transactions and events in a manner that achieves fair presentation

We communicate with those charged with governance regarding, among other matters, the planned scope and timing of the audit and significant audit findings, including any significant deficiencies in internal control that we identify during our audit.

We also provide those charged with governance with a statement that we have complied with relevant ethical requirements regarding independence, and to communicate with them all relationships and other matters that may reasonably be thought to bear on our independence, and where applicable, related safeguards.

Yours sincerely,

Ernst & Young GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Claus-Peter Wagner  
Wirtschaftsprüfer



Victor Veger  
Certified Public Accountant

*Deze vertaling van de controleverklaring van de externe accountant van de ECB wordt door de ECB uitsluitend verschaft ter informatie. Bij discrepanties geldt de Engelse versie ondertekend door EY.*

President en Raad van Bestuur  
van de Europese Centrale Bank  
Frankfurt am Main

14 februari 2018

## Controleverklaring van de onafhankelijke accountant

### *Oordeel*

Wij hebben de jaarrekening van de Europese Centrale Bank gecontroleerd. Deze jaarrekening bestaat uit de balans per 31 december 2017, de winst-en-verliesrekening over 2017, een overzicht van de belangrijke grondslagen voor financiële verslaggeving en andere toelichtingen. Naar ons oordeel geeft de bijgaande jaarrekening van de Europese Centrale Bank een getrouw beeld van de financiële positie van de Europese Centrale Bank per 31 december 2017 en van het resultaat over 2017 in overeenstemming met de door de Raad van Bestuur vastgelegde grondslagen, die worden uiteengezet in Besluit (EU) 2016/2247 van de ECB van 3 november 2016 betreffende de jaarrekening van de Europese Centrale Bank (ECB/2016/35), zoals gewijzigd.

### *Basis voor het oordeel*

Wij hebben onze controle uitgevoerd in overeenstemming met de 'International Standards on Auditing' (ISA's). Onze verantwoordelijkheden op grond hiervan zijn nader beschreven in de onderstaande sectie 'Onze verantwoordelijkheden voor de controle van de jaarrekening'. Wij zijn onafhankelijk van de Europese Centrale Bank zoals vereist op grond van de Duitse ethische voorschriften die relevant zijn voor onze controle van de jaarrekening, die in overeenstemming zijn met de 'International Ethics Standards Board for Accountants' Code of Ethics for Professional Accountants' (de IESBA-Code). Verder hebben wij onze overige ethische verantwoordelijkheden in overeenstemming met deze voorschriften vervuld. Wij zijn van mening dat de door ons verkregen controle-informatie voldoende en geschikt is om een onderbouwing voor ons oordeel te bieden.

### *De verantwoordelijkheden van de Directie van de Europese Centrale Bank en van de met governance belaste personen ten aanzien van de jaarrekening*

De Directie is verantwoordelijk voor het opmaken en getrouw weergeven van de jaarrekening in overeenstemming met de door de Raad van Bestuur vastgelegde grondslagen, die worden uiteengezet in Besluit (EU) 2016/2247 van de ECB van 3 november 2016 betreffende de jaarrekening van de Europese Centrale Bank (ECB/2016/35), zoals gewijzigd, en voor een zodanige interne beheersing als de Directie noodzakelijk acht om het opmaken van de jaarrekening mogelijk te maken zonder afwijkingen van materieel belang als gevolg van fraude of fouten. Bij het opmaken van de jaarrekening is de Directie verantwoordelijk voor het hanteren van het continuïteitsbeginsel overeenkomstig Artikel 4 van het toepasselijke Besluit (ECB/2016/35), zoals gewijzigd. De met governance belaste personen zijn verantwoordelijk voor het toezicht op het financiële verslaggevingsproces van de Europese Centrale Bank.

### *Onze verantwoordelijkheden voor de controle van de jaarrekening*

Onze doelstellingen zijn het verkrijgen van redelijke zekerheid dat de jaarrekening als geheel geen afwijkingen van materieel belang als gevolg van fraude of fouten bevat en het afgeven van een controleverklaring waarin ons oordeel is opgenomen. Redelijke zekerheid betekent een hoge mate van zekerheid, maar is geen garantie dat een conform de ISA's uitgevoerde controle te allen tijde eventuele afwijkingen van materieel belang zal ontdekken. Afwijkingen kunnen ontstaan als gevolg van fraude of fouten en zijn van materieel belang indien redelijkerwijs kan worden verwacht dat deze, afzonderlijk of gezamenlijk, van invloed kunnen zijn op de economische beslissingen die gebruikers op basis van deze jaarrekening nemen.

In het kader van een controle in overeenstemming met de ISA's passen wij bij de gehele controle professionele oordeelsvorming toe en hebben wij de controle professioneel kritisch uitgevoerd. Onze controle bestond onder meer uit:

- het identificeren en inschatten van de risico's dat de jaarrekening afwijkingen van materieel belang bevat als gevolg van fraude of fouten, het in reactie op deze risico's bepalen en uitvoeren van controlewerkzaamheden en het verkrijgen van controle-informatie die voldoende en geschikt is als basis voor ons oordeel. Bij fraude is het risico dat een afwijking van materieel belang niet ontdekt wordt groter dan bij fouten. Bij fraude kan sprake zijn van samenspanning, valsheid in geschrifte, het opzettelijk nalaten transacties vast te leggen, het opzettelijk verkeerd voorstellen van zaken of het doorbreken van de interne beheersing;
- het verkrijgen van inzicht in de interne beheersing die relevant is voor de controle met als doel controlewerkzaamheden te selecteren die passend zijn in de omstandigheden. Deze hebben niet als doel om een oordeel uit te spreken over de effectiviteit van de interne beheersing van de entiteit;
- het evalueren van de geschiktheid van de gebruikte grondslagen voor financiële verslaggeving en het evalueren van de redelijkheid van schattingen door de Directie en de toelichtingen die daarover in de jaarrekening staan;
- het vaststellen dat het door de Directie gehanteerde continuïteitsbeginsel aanvaardbaar is. Tevens het op basis van de verkregen controle-informatie vaststellen of er gebeurtenissen en omstandigheden zijn waardoor gereede twijfel zou kunnen bestaan of de entiteit haar activiteiten in continuïteit kan voortzetten. Als wij concluderen dat er een onzekerheid van materieel belang bestaat, zijn wij verplicht om aandacht in onze controleverklaring te vestigen op de relevante gerelateerde toelichtingen in de jaarrekening. Als de toelichtingen inadequaat zijn, moeten wij onze verklaring aanpassen. Onze conclusies zijn gebaseerd op de controle-informatie die verkregen is tot de datum van onze controleverklaring;
- het evalueren van de algehele presentatie, structuur en inhoud van de jaarrekening en de daarin opgenomen toelichtingen, en het evalueren of de jaarrekening een getrouw beeld geeft van de onderliggende transacties en gebeurtenissen.

Wij communiceren met de met governance belaste personen onder meer over de geplande reikwijdte en timing van de controle en over significante bevindingen die uit onze controle naar voren zijn gekomen, waaronder eventuele door ons vastgestelde significante tekortkomingen in de interne beheersing.

Wij bevestigen aan de met governance belaste personen dat wij de relevante ethische voorschriften over onafhankelijkheid hebben nageleefd. Wij communiceren ook met de met governance belaste personen over alle relaties en andere aangelegenheden die redelijkerwijs onze onafhankelijkheid kunnen beïnvloeden en, in voorkomende gevallen, over de daarmee verband houdende maatregelen om onze onafhankelijkheid te waarborgen.

Hoogachtend,

Ernst & Young GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Claus-Peter Wagner  
Wirtschaftsprüfer

Victor Veger  
Certified Public Accountant

## Toelichting op de verdeling van de winst/toedeling van verliezen

*Deze toelichting maakt geen deel uit van de jaarrekening van de ECB over het jaar 2017.*

Krachtens Artikel 33 van de Statuten van het ESCB wordt de nettowinst van de ECB in de onderstaande volgorde verdeeld:

- (a) een door de Raad van Bestuur vast te stellen bedrag, dat niet meer dan 20% van de nettowinst mag bedragen, wordt aan het algemeen reservefonds toegevoegd tot een maximum van 100% van het kapitaal; en
- (b) de resterende nettowinst wordt naar rato van hun gestorte aandelen onder de aandeelhouders van de ECB verdeeld.<sup>55</sup>

Bij een verlies van de ECB wordt het tekort gedekt uit het algemeen reservefonds van de ECB en, indien nodig, bij besluit van de Raad van Bestuur, uit de monetaire inkomsten over het betrokken boekjaar, naar rato en ten belope van de bedragen die overeenkomstig Artikel 32.5 van de Statuten van het ESCB aan de nationale centrale banken zijn toegeedeeld.<sup>56</sup>

De nettowinst van de ECB over 2017 bedroeg € 1.274,7 miljoen. Overeenkomstig een besluit daartoe van de Raad van Bestuur heeft er op 31 januari 2018 een tussentijdse winstuitkering van € 987,7 miljoen aan de nationale centrale banken van het eurogebied plaatsgevonden. Daarnaast heeft de Raad van Bestuur besloten de resterende winst van € 287,0 miljoen onder de nationale centrale banken van het eurogebied te verdelen.

	2017 €	2016 €
Winst over het boekjaar	1.274.761.507	1.193.108.250
Tussentijdse winstverdeling	(987.730.460)	(966.234.559)
Winst na de tussentijdse winstverdeling	287.031.047	226.873.691
Verdeling van de resterende winst	(287.031.047)	(226.873.691)
<b>Totaal</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

<sup>55</sup> Nationale centrale banken buiten het eurogebied hebben geen recht op een aandeel in de te verdelen winst van de ECB, noch hoeven zij eventuele verliezen van de ECB te dekken.

<sup>56</sup> Krachtens Artikel 32.5 van de Statuten van het ESCB wordt de som van de monetaire inkomsten van de nationale centrale banken aan de nationale centrale banken toegeedeeld naar rato van hun gestorte aandelen in het kapitaal van de ECB.

## Afkortingen

ABSPP	<i>asset-backed securities purchase programme</i> (programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa)
APP	<i>asset purchase programme</i> (programma voor de aankoop van activa)
BIB	Bank voor Internationale Betalingen
CBPP	<i>covered bond purchase programme</i> (programma voor de aankoop van gedekte obligaties)
CNY	Chinese renminbi
CSPP	<i>corporate sector purchase programme</i> (programma voor de aankoop van door de bedrijvensector uitgegeven schuldbewijzen)
CTS	<i>career transition support</i> (programma voor loopbaanondersteuning)
EBA	Europese Bankautoriteit
ECB	Europese Centrale Bank
ES	<i>expected shortfall</i> (verwacht tekort)
ESCB	Europees Stelsel van centrale banken
ESM	Europees Stabiiliteitsmechanisme
EU	Europese Unie
GSA	<i>general salary adjustment</i> (algemene salarisaanpassing)
IMF	Internationaal Monetair Fonds
IT	informatietechnologie
NCB	nationale centrale bank
ORC	Operational Risk Committee (Comité Operationele Risico's)
ORM	<i>operational risk management</i> (operationeelrisicobeheer)
PSPP	<i>public sector purchase programme</i> (programma voor de aankoop van door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen)
RMC	Risk Management Committee (Comité Risicobeheer)
SDR	<i>special drawing right</i> (bijzonder trekkingsrecht)
SMP	Securities Markets Programme (Programma voor de effectenmarkten)
SSM	Single Supervisory Mechanism (Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme – GTM)
TARGET2	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer-systeem
TRIM	Targeted Review of Internal Models (gerichte toetsing van interne modellen)
VaR	<i>value at risk</i>



# Geconsolideerde balans van het Eurosysteem per 31 december 2017<sup>1</sup>

(in EUR miljoenen)<sup>2</sup>

ACTIVA	31 december 2017	31 december 2016
<b>1 Goud en goudvorderingen</b>	<b>376.300</b>	<b>382.061</b>
<b>2 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>296.217</b>	<b>327.859</b>
2.1 Vorderingen op het IMF	70.214	78.752
2.2 Tegoeden bij banken en beleggingen in effecten, externe leningen en overige externe activa	226.002	249.107
<b>3 Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>38.058</b>	<b>30.719</b>
<b>4 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>19.364</b>	<b>19.082</b>
4.1 Tegoeden bij banken, beleggingen in effecten en leningen	19.364	19.082
4.2 Vorderingen uit hoofde van de ERM II-kredietfaciliteit	0	0
<b>5 Kredietverlening aan kredietinstellingen in het eurogebied in verband met in euro luidende monetairbeleidstransacties</b>	<b>764.310</b>	<b>595.873</b>
5.1 Basisherfinancieringstransacties	3.372	39.131
5.2 Langerlopende herfinancieringstransacties	760.639	556.570
5.3 Finetuningtransacties met wederinkoop	0	0
5.4 Structurele transacties met wederinkoop	0	0
5.5 Marginale beleningsfaciliteit	299	172
5.6 Kredieten uit hoofde van margestoringen	0	0
<b>6 Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>37.563</b>	<b>69.134</b>
<b>7 Effecten uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>2.660.726</b>	<b>1.974.866</b>
7.1 Voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten	2.386.012	1.653.995
7.2 Overige effecten	274.714	320.870
<b>8 Overheidsschuld, luidende in euro</b>	<b>25.015</b>	<b>26.460</b>
<b>9 Overige activa</b>	<b>254.010</b>	<b>235.384</b>
<b>Totaal activa</b>	<b>4.471.563</b>	<b>3.661.439</b>

<sup>1</sup> Gebaseerd op voorlopige gegevens waarop geen accountantscontrole is toegepast. De jaarrekeningen van al de nationale centrale banken worden eind mei 2018 afgerond en de definitieve geconsolideerde jaarbalans van het Eurosysteem wordt daarna gepubliceerd.

<sup>2</sup> Als gevolg van afronding kunnen zich verschillen in (sub)totalen voordoen.

PASSIVA	31 december 2017	31 december 2016
<b>1 Bankbiljetten in omloop</b>	<b>1.170.716</b>	<b>1.126.215</b>
<b>2 Verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied in verband met in euro luidende monetairbeleidstransacties</b>	<b>1.881.596</b>	<b>1.313.264</b>
2.1 Rekeningen-courant (met inbegrip van reserveverplichtingen)	1.185.792	888.988
2.2 Depositofaciliteit	695.801	424.208
2.3 Termijndeposito's	0	0
2.4 Finetuningtransacties met wederinkoop	0	0
2.5 Deposito's uit hoofde van margestortingen	2	69
<b>3 Overige verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>20.984</b>	<b>9.427</b>
<b>4 Uitgegeven schuldbewijzen</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>286.889</b>	<b>220.760</b>
5.1 Overheid	168.457	114.887
5.2 Overige verplichtingen	118.432	105.873
<b>6 Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>355.381</b>	<b>205.678</b>
<b>7 Verplichtingen aan ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>3.830</b>	<b>3.644</b>
<b>8 Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>11.254</b>	<b>9.301</b>
8.1 Deposito's, tegoeden en overige verplichtingen	11.254	9.301
8.2 Verplichtingen uit hoofde van de ERM II-kredietfaciliteit	0	0
<b>9 Tegenwaarde van toegewezen bijzondere trekkingsrechten in het IMF</b>	<b>55.218</b>	<b>59.263</b>
<b>10 Overige passiva</b>	<b>225.543</b>	<b>218.929</b>
<b>11 Herwaarderingsrekeningen</b>	<b>357.852</b>	<b>394.357</b>
<b>12 Kapitaal en reserves</b>	<b>102.298</b>	<b>100.601</b>
<b>Totaal passiva</b>	<b>4.471.563</b>	<b>3.661.439</b>

## Statistical section

1. Financial and monetary developments	S2
2. Economic activity	S14
3. Prices and costs	S28
4. Exchange rates and balance of payments	S35
5. Fiscal developments	S40

## Further information

ECB statistics:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/">http://sdw.ecb.europa.eu/</a>
Methodological definitions can be found in the General Notes to the Statistics Bulletin:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023</a>
Details on calculations can be found in the Technical Notes to the Statistics Bulletin:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022</a>
Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary:	<a href="http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html">http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html</a>

## Specific methodological note

Multi-annual averages of growth rates are calculated using the geometric mean. For all the other indicators included in this section, the multi-annual averages are computed using the arithmetic mean.

## Cut-off date for the Statistical section

The cut-off date for the statistics included in the Statistical section was 15 March 2018.

## Conventions used in the table

---

-	data do not exist/data are not applicable	(p)	provisional
.	data are not yet available	s.a.	seasonally adjusted
...	nil or negligible	n.s.a.	non-seasonally adjusted

# 1 Financial and monetary developments

## 1.1 Key ECB interest rates

(levels in percentages per annum; changes in percentage points)

With effect from: <sup>1)</sup>	Deposit facility		Main refinancing operations			Marginal lending facility	
			Fixed rate tenders	Variable rate tenders			
	Level	Change	Fixed rate	Minimum bid rate	Change	Level	Change
			Level	Level			
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Jan.	2.00	-	3.00	-	-	4.50	-
4 Jan. <sup>2)</sup>	2.75	0.75	3.00	-	...	3.25	-1.25
22 Jan.	2.00	-0.75	3.00	-	...	4.50	1.25
9 Apr.	1.50	-0.50	2.50	-	-0.50	3.50	-1.00
5 Nov.	2.00	0.50	3.00	-	0.50	4.00	0.50
2000 4 Feb.	2.25	0.25	3.25	-	0.25	4.25	0.25
17 Mar.	2.50	0.25	3.50	-	0.25	4.50	0.25
28 Apr.	2.75	0.25	3.75	-	0.25	4.75	0.25
9 June	3.25	0.50	4.25	-	0.50	5.25	0.50
28 June <sup>3)</sup>	3.25	...	-	4.25	...	5.25	...
1 Sep.	3.50	0.25	-	4.50	0.25	5.50	0.25
6 Oct.	3.75	0.25	-	4.75	0.25	5.75	0.25
2001 11 May	3.50	-0.25	-	4.50	-0.25	5.50	-0.25
31 Aug.	3.25	-0.25	-	4.25	-0.25	5.25	-0.25
18 Sep.	2.75	-0.50	-	3.75	-0.50	4.75	-0.50
9 Nov.	2.25	-0.50	-	3.25	-0.50	4.25	-0.50
2002 6 Dec.	1.75	-0.50	-	2.75	-0.50	3.75	-0.50
2003 7 Mar.	1.50	-0.25	-	2.50	-0.25	3.50	-0.25
6 June	1.00	-0.50	-	2.00	-0.50	3.00	-0.50
2005 6 Dec.	1.25	0.25	-	2.25	0.25	3.25	0.25
2006 8 Mar.	1.50	0.25	-	2.50	0.25	3.50	0.25
15 June	1.75	0.25	-	2.75	0.25	3.75	0.25
9 Aug.	2.00	0.25	-	3.00	0.25	4.00	0.25
11 Oct.	2.25	0.25	-	3.25	0.25	4.25	0.25
13 Dec.	2.50	0.25	-	3.50	0.25	4.50	0.25
2007 14 Mar.	2.75	0.25	-	3.75	0.25	4.75	0.25
13 June	3.00	0.25	-	4.00	0.25	5.00	0.25
2008 9 July	3.25	0.25	-	4.25	0.25	5.25	0.25
8 Oct.	2.75	-0.50	-	-	-	4.75	-0.50
9 Oct. <sup>4)</sup>	3.25	0.50	-	-	-	4.25	-0.50
15 Oct. <sup>5)</sup>	3.25	...	3.75	-	-0.50	4.25	...
12 Nov.	2.75	-0.50	3.25	-	-0.50	3.75	-0.50
10 Dec.	2.00	-0.75	2.50	-	-0.75	3.00	-0.75
2009 21 Jan.	1.00	-1.00	2.00	-	-0.50	3.00	...
11 Mar.	0.50	-0.50	1.50	-	-0.50	2.50	-0.50
8 Apr.	0.25	-0.25	1.25	-	-0.25	2.25	-0.25
13 May	0.25	...	1.00	-	-0.25	1.75	-0.50
2011 13 Apr.	0.50	0.25	1.25	-	0.25	2.00	0.25
13 July	0.75	0.25	1.50	-	0.25	2.25	0.25
9 Nov.	0.50	-0.25	1.25	-	-0.25	2.00	-0.25
14 Dec.	0.25	-0.25	1.00	-	-0.25	1.75	-0.25
2012 11 July	0.00	-0.25	0.75	-	-0.25	1.50	-0.25
2013 8 May	0.00	...	0.50	-	-0.25	1.00	-0.50
13 Nov.	0.00	...	0.25	-	-0.25	0.75	-0.25
2014 11 June	-0.10	-0.10	0.15	-	-0.10	0.40	-0.35
10 Sep.	-0.20	-0.10	0.05	-	-0.10	0.30	-0.10
2015 9 Dec.	-0.30	-0.10	0.05	-	...	0.30	...
2016 16 Mar.	-0.40	-0.10	0.00	-	-0.05	0.25	-0.05

Source: ECB.

- 1) From 1 January 1999 to 9 March 2004, the date refers to the deposit and marginal lending facilities. For main refinancing operations, changes in the rate are effective from the first operation following the date indicated. The change on 18 September 2001 was effective on that same day. From 10 March 2004 the date refers both to the deposit and marginal lending facilities, and to the main refinancing operations (with changes effective from the first main refinancing operation following the Governing Council decision), unless otherwise indicated.
- 2) On 22 December 1998 the ECB announced that, as an exceptional measure between 4 and 21 January 1999, a narrow corridor of 50 basis points would be applied between the interest rates for the marginal lending facility and the deposit facility, aimed at facilitating the transition to the new monetary regime by market participants.
- 3) On 8 June 2000 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 28 June 2000, the main refinancing operations of the Eurosystem would be conducted as variable rate tenders. The minimum bid rate refers to the minimum interest rate at which counterparties may place their bids.
- 4) As of 9 October 2008 the ECB reduced the standing facilities corridor from 200 basis points to 100 basis points around the interest rate on the main refinancing operations. The standing facilities corridor was restored to 200 basis points as of 21 January 2009.
- 5) On 8 October 2008 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 15 October, the weekly main refinancing operations would be carried out through a fixed rate tender procedure with full allotment at the interest rate on the main refinancing operations. This change overrode the previous decision (made on the same day) to cut by 50 basis points the minimum bid rate on the main refinancing operations conducted as variable rate tenders.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.2 Eurosystem monetary policy operations allotted through tender procedures <sup>1)</sup>

(EUR millions; interest rates in percentages per annum)

### 1.2.1 Main and longer-term refinancing operations <sup>2), 3)</sup>

Date of settlement	Bids (amount)	Number of participants	Allotment (amount)	Fixed rate tender procedures	Variable rate tender procedures			Running for (...) days
				Fixed rate	Minimum bid rate	Marginal rate <sup>4)</sup>	Weighted average rate	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Main refinancing operations								
2017 18 Oct.	3,821	40	3,821	0.00	-	-	-	7
25 Oct.	5,311	38	5,311	0.00	-	-	-	7
1 Nov.	2,995	34	2,995	0.00	-	-	-	7
8 Nov.	2,703	38	2,703	0.00	-	-	-	7
15 Nov.	2,844	38	2,844	0.00	-	-	-	7
22 Nov.	2,976	42	2,976	0.00	-	-	-	7
29 Nov.	4,994	44	4,994	0.00	-	-	-	7
6 Dec.	2,256	30	2,256	0.00	-	-	-	7
13 Dec.	1,919	29	1,919	0.00	-	-	-	7
20 Dec.	3,372	42	3,372	0.00	-	-	-	14
Longer-term refinancing operations <sup>5), 6)</sup>								
2017 30 Mar.	1,314	28	1,314	0.00	-	-	-	91
27 Apr.	1,470	26	1,470	0.00	-	-	-	91
1 June	3,050	26	3,050	0.00	-	-	-	91
29 June	2,667	27	2,667	0.00	-	-	-	91
27 July	2,860	23	2,860	0.00	-	-	-	91
31 Aug.	2,899	24	2,899	0.00	-	-	-	91
28 Sep.	2,531	22	2,531	0.00	-	-	-	84
26 Oct.	2,498	18	2,498	0.00	-	-	-	98
30 Nov.	2,883	21	2,883	0.00	-	-	-	91
21 Dec. <sup>7)</sup>	2,367	21	2,367	.	-	-	-	98

Source: ECB.

1) Only the 10 last operations until the end of 2017 are displayed in each category.

2) With effect from April 2002, split tender operations (i.e. operations with a one-week maturity conducted as standard tender procedures in parallel with a main refinancing operation) are classified as main refinancing operations.

3) On 8 June 2000 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 28 June 2000, the main refinancing operations of the Eurosystem would be conducted as variable rate tender procedures. The minimum bid rate refers to the minimum interest rate at which counterparties may place their bids. On 8 October 2008 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 15 October 2008, the weekly main refinancing operations would be carried out through a fixed rate tender procedure with full allotment at the interest rate on the main refinancing operations. On 4 March 2010 the ECB decided to return to variable rate tender procedures in the regular three-month longer-term refinancing operations, starting with the operation to be allotted on 28 April 2010 and settled on 29 April 2010.

4) In liquidity-providing (absorbing) operations, the marginal rate refers to the lowest (highest) rate at which bids were accepted.

5) For the operations settled on 22 December 2011 and 1 March 2012, after one year counterparties have the option to repay any part of the liquidity that they have been allotted in these operations, on any day that coincides with the settlement day of a main refinancing operation.

6) Targeted longer-term refinancing operation. Further information can be found in the "Monetary Policy" section of the ECB's website (<https://www.ecb.europa.eu>) under "Instruments" then "Open market operations".

7) In this longer-term refinancing operation, the rate at which all bids are satisfied is indexed to the average minimum bid rate in the main refinancing operations over the life of the operation. The interest rates displayed for these indexed longer-term refinancing operations have been rounded to two decimal places. For the precise calculation method, please refer to the Technical Notes.

### 1.2.2 Other tender operations

Date of settlement	Type of operation	Bids (amount)	Number of participants	Allotment (amount)	Fixed rate tender procedures	Variable rate tender procedures			Running for (...) days		
					Fixed rate	Minimum bid rate	Maximum bid rate	Marginal rate <sup>2)</sup>		Weighted average rate	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2014 9 Apr.	Collection of fixed-term deposits	192,515	156	172,500	-	-	0.25	0.24	0.22	7	
16 Apr.	Collection of fixed-term deposits	153,364	139	153,364	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
23 Apr.	Collection of fixed-term deposits	166,780	139	166,780	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
30 Apr.	Collection of fixed-term deposits	103,946	121	103,946	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
7 May	Collection of fixed-term deposits	165,533	158	165,533	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
14 May	Collection of fixed-term deposits	144,281	141	144,281	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
21 May	Collection of fixed-term deposits	137,465	148	137,465	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
28 May	Collection of fixed-term deposits	102,878	119	102,878	-	-	0.25	0.25	0.25	7	
4 June	Collection of fixed-term deposits	119,200	140	119,200	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
11 June	Collection of fixed-term deposits	108,650	122	108,650	-	-	0.15	0.15	0.13	7	

Source: ECB.

1) Only the 10 last operations until the end of 2017 are displayed in each category.

2) In liquidity-providing (absorbing) operations, the marginal rate refers to the lowest (highest) rate at which bids were accepted.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.3 Long-term government bond yields <sup>1)</sup>

(percentages per annum; period averages)

	1999-2017 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.4	4.5	2.3	1.7	0.8	0.5	0.7
Germany	3.0	4.3	1.5	1.2	0.5	0.1	0.3
Estonia <sup>3)</sup>	.	.	.	.	.	.	.
Ireland	4.2	4.4	4.0	2.4	1.2	0.7	0.8
Greece	7.5	4.8	10.4	6.9	9.7	8.4	6.0
Spain	4.0	4.4	3.5	2.7	1.7	1.4	1.6
France	3.3	4.4	2.1	1.7	0.8	0.5	0.8
Italy	4.1	4.6	3.5	2.9	1.7	1.5	2.1
Cyprus	5.2	5.3	5.0	6.0	4.5	3.8	2.6
Latvia	4.9	5.3	4.6	2.5	1.0	0.5	0.8
Lithuania	4.7	5.2	4.3	2.8	1.4	0.9	0.3
Luxembourg	3.0	4.1	1.8	1.3	0.4	0.3	0.5
Malta	3.9	5.0	3.0	2.6	1.5	0.9	1.3
Netherlands	3.2	4.4	1.8	1.5	0.7	0.3	0.5
Austria	3.3	4.4	2.0	1.5	0.7	0.4	0.6
Portugal	5.0	4.5	5.5	3.8	2.4	3.2	3.1
Slovenia	4.2	5.1	3.5	3.3	1.7	1.1	1.0
Slovakia	4.0	5.3	2.8	2.1	0.9	0.5	0.9
Finland	3.2	4.4	1.8	1.4	0.7	0.4	0.5
<b>Euro area</b>	<b>3.6</b>	<b>4.4</b>	<b>2.7</b>	<b>2.0</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>	<b>1.1</b>
Bulgaria	4.4	5.0	4.0	3.3	2.5	2.3	1.6
Czech Republic	3.4	4.6	2.3	1.6	0.6	0.4	1.0
Denmark	3.2	4.5	1.7	1.3	0.7	0.3	0.5
Croatia	5.1	5.1	5.0	4.1	3.6	3.5	2.8
Hungary	6.5	7.3	5.8	4.8	3.4	3.1	3.0
Poland	5.4	6.6	4.4	3.5	2.7	3.0	3.4
Romania	6.2	7.3	5.7	4.5	3.5	3.3	4.0
Sweden	3.2	4.5	1.8	1.7	0.7	0.5	0.7
United Kingdom	3.6	4.8	2.2	2.1	1.8	1.2	1.2
<b>European Union</b>	<b>3.7</b>	<b>4.6</b>	<b>2.8</b>	<b>2.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>
United States	3.6	4.7	2.5	2.5	2.1	1.8	2.3
Japan	1.1	1.5	0.7	0.6	0.4	0.0	0.1

Source: ECB calculations based on daily data from national central banks. Thomson Reuters data for the United States and Japan.

1) Further methodological information can be found on the ECB's website

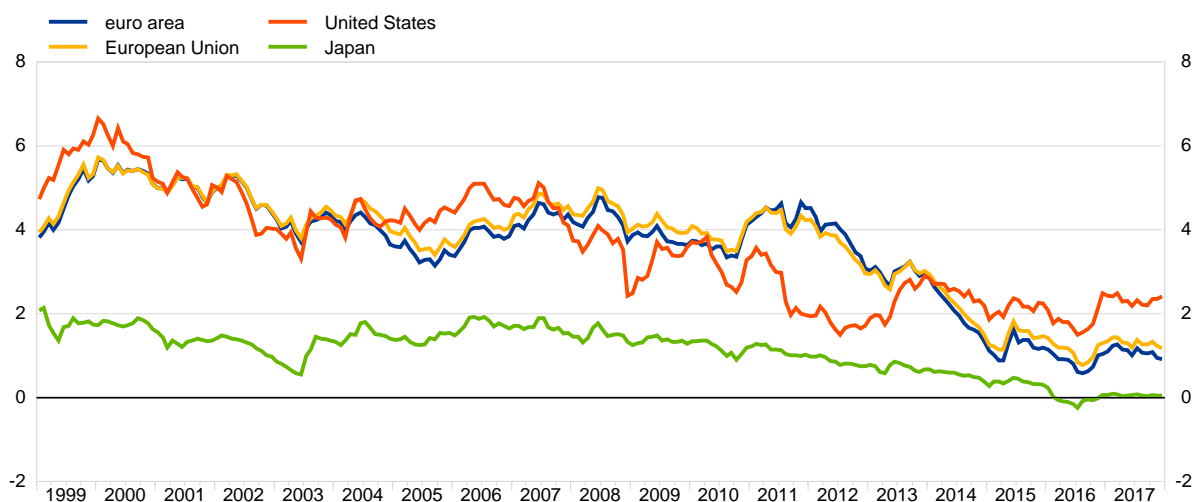
([https://www.ecb.europa.eu/stats/financial\\_markets\\_and\\_interest\\_rates/long\\_term\\_interest\\_rates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/long_term_interest_rates/html/index.en.html)).

2) Data for Cyprus, Latvia, Lithuania, Malta, Slovenia, Slovakia, Czech Republic, Hungary and Poland available since January 2001. Data for Bulgaria available since January 2003; for Romania since April 2005; and for Croatia since December 2005.

3) There are no Estonian sovereign debt securities that comply with the definition of long-term interest rates for convergence purposes. No suitable proxy indicator has been identified.

Chart 1.3 Long-term government bond yields <sup>1), 2)</sup>

(percentages per annum; monthly averages)



Source: ECB calculations based on daily data from national central banks. Thomson Reuters data for the United States and Japan.

1) Further methodological information can be found on the ECB's website

([https://www.ecb.europa.eu/stats/financial\\_markets\\_and\\_interest\\_rates/long\\_term\\_interest\\_rates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/long_term_interest_rates/html/index.en.html)).

2) Data for Cyprus, Latvia, Lithuania, Malta, Slovenia, Slovakia, Czech Republic, Hungary and Poland available since January 2001. Data for Bulgaria available since January 2003; for Romania since April 2005; and for Croatia since December 2005.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.4 Selected stock market indices

(percentage changes)

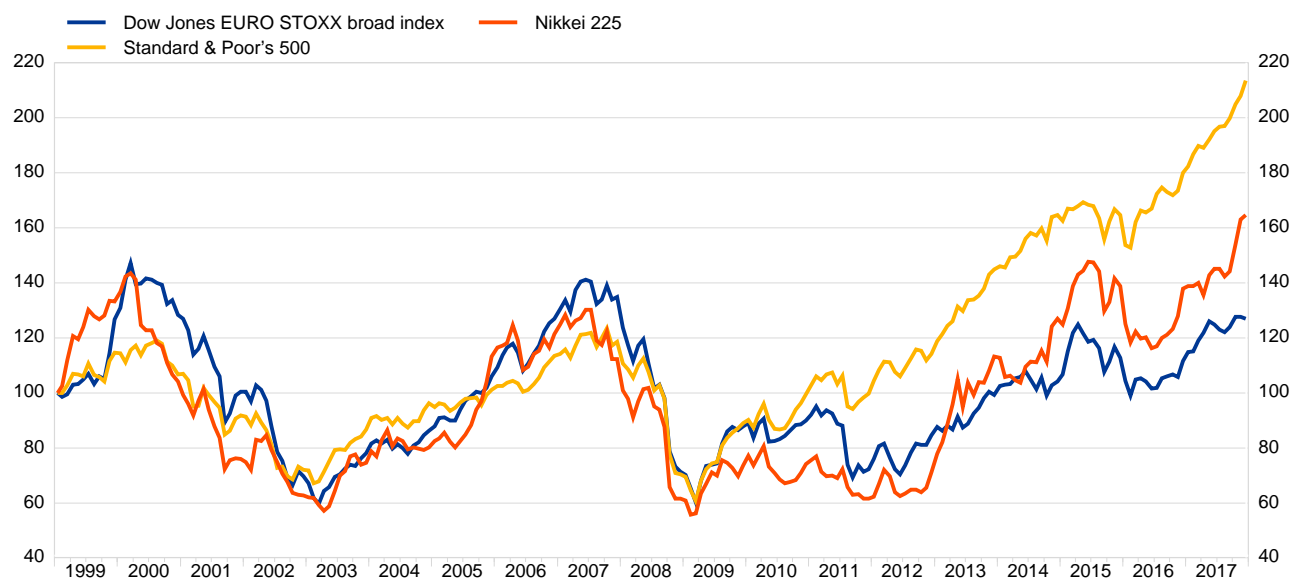
	1999-2017 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium - BEL 20 Index	19.1	-42.9	58.4	12.4	12.6	-2.5	10.3
Germany - DAX 30 Index	85.6	-30.9	116.8	2.7	9.6	6.9	12.5
Estonia - OMXT Index	889.7	119.0	207.0	-7.7	19.1	19.6	15.5
Ireland - ISEQ Index	40.3	-53.3	136.6	15.1	30.0	-4.0	8.0
Greece - ASE Index	-85.9	-68.7	-63.5	-28.9	-23.6	1.9	24.7
Spain - IBEX 35 Index	-13.7	-21.0	-15.9	3.7	-7.2	-2.0	7.4
France - CAC 40 Index	-10.8	-46.0	35.0	-0.5	8.5	4.9	9.3
Italy - FTSEMIB Index	-48.7	-54.3	-6.0	0.2	12.7	-10.2	13.6
Cyprus - CSE Index	-93.1	9.4	-95.6	-17.0	-20.9	-2.0	4.7
Latvia - OMXR Index	539.4	74.1	257.1	-11.3	45.7	23.5	35.8
Lithuania - OMXV Index	553.3	79.3	149.6	7.3	7.4	14.9	17.0
Luxembourg - LuxX Index	17.3	-29.8	19.5	4.9	-8.5	20.0	-1.8
Malta - MSE Index	30.9	-6.8	30.3	-9.6	33.0	4.5	-2.6
Netherlands - AEX Index	-18.9	-63.4	62.4	5.6	4.1	9.4	12.7
Austria - ATX Index	185.5	46.2	37.0	-15.2	11.0	9.2	30.6
Portugal - PSI 20 Index	-54.9	-47.0	-36.3	-26.8	10.7	-11.9	15.2
Slovenia - SBITOP Index	-45.3	-42.0	-17.9	19.6	-11.2	3.1	12.4
Slovakia - SAX Index	322.5	366.0	22.0	12.4	31.5	9.0	2.2
Finland - OMXH Index	-35.0	-62.9	46.7	5.7	10.8	3.6	6.4
Euro area - DJ EURO STOXX Broad Index	-7.4	-46.5	40.3	1.7	8.0	1.5	10.1
Bulgaria - SOFIX Index	534.7	236.0	58.6	6.2	-11.7	27.2	15.5
Czech Republic - PX 50 Index	120.2	75.3	-3.5	-4.3	1.0	-3.6	17.0
Denmark - OMXC 20 Index	300.6	-3.1	204.2	20.9	36.2	-12.8	15.9
Croatia - CROBEX Index	57.2	46.9	-8.0	-2.7	-3.2	18.1	-7.6
Hungary - BUX Index	346.5	38.8	85.5	-10.4	43.8	33.8	23.0
Poland - WIG Index	252.5	50.6	59.4	0.3	-9.6	11.4	23.2
Romania - BET Index	1,628.7	546.8	65.3	9.1	-1.1	1.2	9.4
Sweden - OMXS 30 Index	31.5	-44.8	65.7	9.9	-1.2	4.9	3.9
United Kingdom - FTSE 100 Index	10.9	-36.0	42.0	-2.7	-4.9	14.4	7.6
United States - S&P 500 Index	82.0	-38.5	139.8	11.4	-0.7	9.5	19.4
Japan - Nikkei 225 Index	20.2	-53.2	115.9	7.1	9.1	0.4	19.1

Source: ECB calculations based on Thomson Reuters Datastream and Bloomberg daily data.

1) Data for Latvia and Bulgaria available since 2000; for Croatia since 2002; for Cyprus since 2004; and for Slovenia since 2007.

Chart 1.4 Dow Jones EURO STOXX broad index, Standard & Poor's 500 and Nikkei 225

(index: January 1999 = 100; monthly averages)



Source: ECB calculations based on Thomson Reuters Datastream and Bloomberg daily data.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.5 Money markets: 3-month interbank offered rates <sup>1)</sup>

(percentages per annum; period averages)

	1999-2017 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Euro area - EURIBOR	1.97	3.35	0.43	0.21	-0.02	-0.26	-0.33
Bulgaria - SOFIBOR	2.97	4.57	2.06	0.78	0.54	0.15	0.09
Czech Republic - PRIBOR	2.35	3.70	0.84	0.36	0.31	0.29	0.41
Denmark - CIBOR	2.22	3.64	0.64	0.31	-0.12	-0.15	-0.26
Croatia - ZIBOR	5.19	7.54	2.57	0.97	1.23	0.85	0.60
Hungary - BUBOR	7.04	9.70	4.09	2.41	1.61	0.99	0.15
Poland - WIBOR	6.30	9.11	3.17	2.52	1.75	1.70	1.73
Romania - ROBOR	14.69	24.65	4.42	2.54	1.33	0.78	1.15
Sweden - STIBOR	2.18	3.44	0.77	0.66	-0.19	-0.49	-0.50
United Kingdom - LIBOR	1.95	3.35	0.39	0.18	-0.02	-0.28	-0.37
United States - LIBOR	2.21	3.73	0.51	0.23	0.32	0.74	1.26
Japan - LIBOR	0.23	0.29	0.16	0.13	0.09	-0.02	-0.02

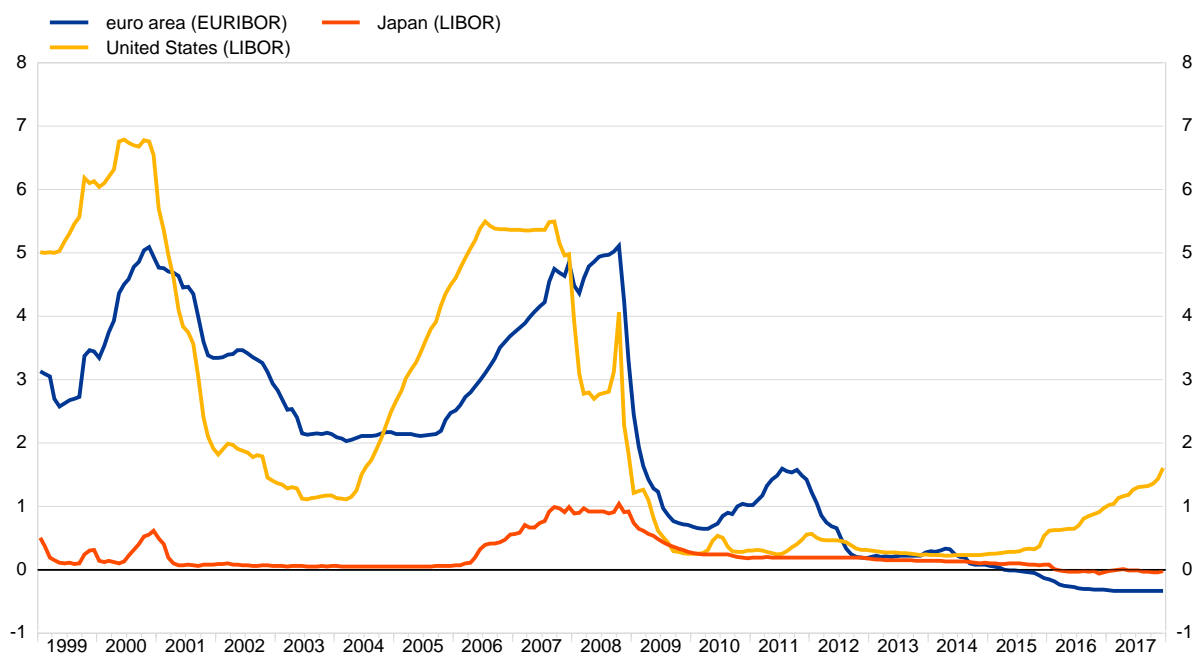
Source: ECB calculations based on Thomson Reuters and Thomson Reuters Datastream daily data.

1) Interbank offered rates for the currency of each reference area.

2) Data for Bulgaria available since 2003.

### Chart 1.5 Money markets: 3-month interbank offered rates

(percentages per annum; monthly averages)



Source: ECB calculation based on Thomson Reuters daily data.



# 1 Financial and monetary developments

## 1.6 Composite cost of borrowing

(percentages per annum; new business; period averages)

### 1.6.1 Non-financial corporations <sup>1)</sup>

	2003-2017	2003-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.13	4.24	2.30	2.26	1.98	1.76	1.69
Germany	3.62	4.75	2.78	2.48	2.09	1.88	1.74
Estonia	-	-	3.61	2.97	2.51	2.49	2.57
Ireland	4.16	5.10	3.46	3.69	3.06	2.81	2.71
Greece	5.71	5.78	5.66	5.83	5.13	4.92	4.51
Spain	3.58	4.21	3.10	3.36	2.61	2.12	1.89
France	3.10	4.11	2.33	2.11	1.74	1.60	1.52
Italy	4.00	4.90	3.34	3.56	2.67	2.15	1.87
Cyprus	-	-	5.92	5.82	4.78	4.18	3.89
Latvia	-	-	-	3.51	3.33	2.87	2.85
Lithuania	-	-	-	-	2.50	2.32	2.30
Luxembourg	2.88	4.03	2.02	1.65	1.56	1.34	1.35
Malta	-	-	4.39	4.26	3.94	3.51	3.66
Netherlands	3.21	4.30	2.40	2.31	1.86	1.52	1.41
Austria	3.08	4.26	2.20	1.97	1.82	1.71	1.64
Portugal	5.11	5.34	4.93	5.00	3.96	3.28	2.81
Slovenia	4.41	4.36	4.45	4.39	3.12	2.43	2.36
Slovakia	-	-	2.87	2.66	2.41	2.24	2.15
Finland	2.96	4.05	2.14	2.13	1.85	1.71	1.71
Euro area <sup>2)</sup>	3.56	4.51	2.85	2.78	2.25	1.92	1.76

Source: ECB MFI interest rate statistics.

1) The composite cost of borrowing indicator for non-financial corporations combines interest rates on all loans to corporations, including overdrafts. This indicator is derived from the MFI interest rate statistics.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

### 1.6.2 Households for house purchase <sup>1)</sup>

	2003-2017	2003-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.77	4.38	3.31	3.17	2.49	2.11	2.09
Germany	3.77	4.81	2.98	2.50	1.96	1.76	1.83
Estonia	-	-	2.96	2.52	2.30	2.32	2.38
Ireland	3.67	4.13	3.32	3.44	3.41	3.25	3.18
Greece	3.86	4.53	3.36	2.93	2.63	2.69	2.78
Spain	3.39	4.16	2.81	2.93	2.23	1.94	1.90
France	3.67	4.25	3.24	2.95	2.31	1.87	1.60
Italy	3.78	4.49	3.26	3.20	2.51	2.13	2.05
Cyprus	-	-	4.54	4.42	3.63	3.08	2.77
Latvia	-	-	-	3.33	3.08	2.88	2.68
Lithuania	-	-	-	-	1.88	1.94	2.09
Luxembourg	2.93	4.02	2.12	2.03	1.86	1.68	1.74
Malta	-	-	3.17	2.93	2.79	2.81	2.82
Netherlands	4.15	4.54	3.87	3.35	2.91	2.58	2.41
Austria	3.30	4.28	2.57	2.29	2.01	1.90	1.85
Portugal	3.48	4.17	2.96	3.19	2.38	1.90	1.64
Slovenia	4.24	5.55	3.26	3.21	2.53	2.20	2.34
Slovakia	-	-	4.12	3.42	2.74	2.04	1.82
Finland	2.74	3.85	1.90	1.81	1.36	1.16	1.03
Euro area <sup>2)</sup>	3.66	4.42	3.09	2.80	2.26	1.97	1.86

Source: ECB MFI interest rate statistics.

1) The cost of borrowing indicator for new loans to households combines interest rates on loans to households for house purchase. This indicator is derived from the MFI interest rate statistics.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.7 Aggregated deposit rate

(percentages per annum; period averages)

### 1.7.1 Non-financial corporations <sup>1)</sup>

	2003-2017	2003-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.42	2.79	0.40	0.35	0.15	-0.04	-0.12
Germany	1.49	2.86	0.47	0.24	0.16	0.02	-0.04
Estonia	-	-	0.65	0.31	0.23	0.17	0.13
Ireland	1.67	2.75	0.87	0.41	0.15	0.05	0.01
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.00	2.90	1.32	0.80	0.36	0.21	0.21
France	1.76	2.89	0.92	0.74	0.31	0.21	0.13
Italy	1.99	2.88	1.33	1.22	0.87	1.04	0.64
Cyprus	-	-	2.74	2.44	1.72	1.41	1.38
Latvia	-	-	-	-	-	-	-
Lithuania	-	-	0.62	0.22	0.17	0.19	0.16
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	-	-	-	0.17	0.04	-0.03	-0.20
Austria	1.67	2.92	0.74	0.44	0.32	0.26	0.14
Portugal	2.10	2.97	1.46	0.96	0.46	0.25	0.23
Slovenia	-	-	1.29	0.72	0.27	0.11	0.08
Slovakia	-	-	0.55	0.39	0.24	0.17	0.12
Finland	1.48	2.80	0.50	0.42	0.30	0.39	0.23
Euro area <sup>2)</sup>	1.72	2.86	0.87	0.61	0.32	0.18	0.11

Source: ECB MFI interest rate statistics.

Note: Data on deposit interest rates for Greece, Latvia, Luxembourg and Malta are available, but are being treated as confidential under ECB rules.

1) New deposits with agreed maturity excluding overnight deposits and deposits redeemable at notice.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

### 1.7.2 Households <sup>1)</sup>

	2003-2017	2003-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.84	2.75	1.16	1.17	1.00	0.65	0.40
Germany	1.79	2.80	1.04	0.69	0.47	0.42	0.28
Estonia	1.70	2.75	0.92	0.55	0.58	0.54	0.63
Ireland	1.80	2.64	1.17	0.64	0.29	0.16	0.09
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.22	2.89	1.72	0.99	0.46	0.21	0.10
France	2.39	2.89	2.01	2.19	1.68	1.24	0.96
Italy	1.88	2.07	1.73	1.59	1.20	1.08	0.86
Cyprus	-	-	3.21	2.56	1.77	1.53	1.33
Latvia	-	-	1.23	0.50	0.56	0.56	0.61
Lithuania	-	-	1.01	0.43	0.28	0.24	0.29
Luxembourg	-	-	-	-	0.38	-	-
Malta	-	-	2.01	1.83	1.34	1.17	0.82
Netherlands	-	-	-	2.09	1.91	1.64	1.42
Austria	1.88	2.89	1.11	0.74	0.45	0.37	0.31
Portugal	2.25	2.67	1.94	1.59	0.75	0.39	0.28
Slovenia	-	-	1.80	1.25	0.58	0.33	0.24
Slovakia	-	-	1.83	1.67	1.68	1.13	0.70
Finland	2.03	2.97	1.32	1.09	0.96	0.56	0.40
Euro area <sup>2)</sup>	2.24	2.81	1.80	1.35	0.81	0.56	0.40

Source: ECB MFI interest rate statistics.

Note: Data on deposit interest rates for Greece and Luxembourg are available, but are being treated as confidential under ECB rules.

1) New deposits with agreed maturity excluding overnight deposits and deposits redeemable at notice.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.8 Debt securities issued by euro area residents in all currencies

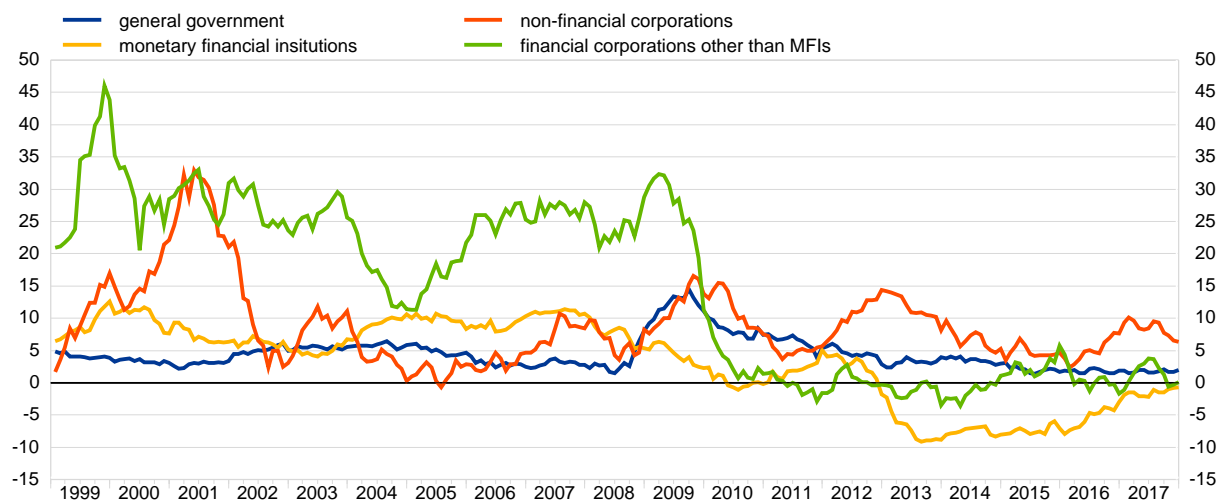
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.4	2.6	2.8	1.4	1.3	4.2	4.7
Germany	2.0	4.8	-1.0	-2.6	-0.6	-1.3	0.3
Estonia	-	-	7.6	10.4	-0.5	2.4	4.6
Ireland	5.2	9.9	-1.1	-3.5	0.8	-1.4	2.7
Greece	1.5	12.6	-11.0	-11.4	-4.2	-28.3	-20.3
Spain	8.1	15.6	-0.3	-6.9	-4.5	-0.7	0.8
France	6.0	8.4	3.2	2.7	0.6	1.4	3.2
Italy	3.9	6.4	0.5	-1.3	-3.8	-2.3	0.0
Cyprus	-	-	4.0	-5.6	-2.9	4.7	35.3
Latvia	-	-	19.6	40.4	10.3	12.2	9.7
Lithuania	-	-	2.7	-	-2.1	6.7	8.7
Luxembourg	5.6	0.2	10.7	13.3	16.6	2.3	0.8
Malta	-	-	8.8	14.3	13.1	11.1	4.6
Netherlands	6.7	12.5	0.7	-0.5	1.4	0.5	0.9
Austria	4.2	9.6	-1.3	-1.7	-3.3	-0.8	-2.4
Portugal	6.5	10.4	0.4	-7.5	-6.7	0.9	1.6
Slovenia	-	-	7.7	29.6	3.6	1.6	2.1
Slovakia	11.5	13.7	9.1	7.7	1.6	3.1	4.5
Finland	4.9	3.6	5.5	7.2	-0.9	1.3	2.6
Euro area	4.7	7.7	1.0	-0.7	-0.5	-0.2	1.3

Source: ECB.

Chart 1.8 Debt securities issued by euro area residents, by sector

(annual percentage changes)



Source: ECB.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.9 Listed shares issued by euro area residents

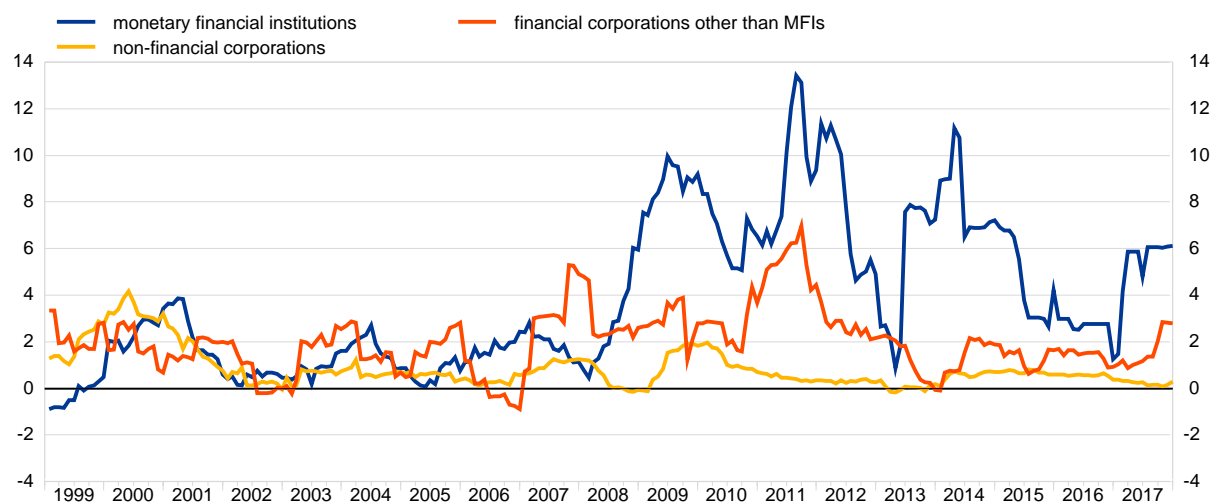
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	0.3	0.1	0.4	1.3	1.0	1.1	0.6
Germany	1.2	1.4	0.8	0.7	0.9	0.3	0.5
Estonia	-	-	-6.4	-3.8	-4.8	-4.0	-2.2
Ireland	2.3	1.0	0.2	-0.7	0.2	-0.1	-2.3
Greece	8.0	1.5	16.3	39.3	6.2	40.9	0.3
Spain	1.2	1.1	1.4	0.3	2.5	1.1	1.7
France	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8	0.5	0.7
Italy	1.7	1.1	2.0	1.4	1.8	1.4	3.1
Cyprus	-	-	16.0	13.8	23.1	9.2	23.3
Latvia	-	-	3.9	0.1	0.6	1.7	2.5
Lithuania	-	-	-0.4	-	-3.9	0.3	-0.2
Luxembourg	6.2	5.7	7.5	9.6	6.9	11.5	5.5
Malta	-	-	9.1	5.1	8.0	6.0	38.5
Netherlands	0.3	0.3	0.3	0.6	0.0	0.5	0.5
Austria	5.5	8.7	2.4	5.2	2.3	0.4	1.7
Portugal	2.4	2.3	2.4	3.5	3.6	0.5	2.7
Slovenia	-	-	0.7	1.1	0.5	0.0	0.0
Slovakia	-	-	0.4	0.0	-0.1	-0.2	0.0
Finland	0.2	-0.5	1.0	2.3	0.9	0.8	0.6
<b>Euro area</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>

Source: ECB.

### Chart 1.9 Listed shares issued by euro area residents, by sector

(annual percentage changes)



Source: ECB.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.10 Monetary aggregates, components and counterparts <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; seasonally adjusted)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
<b>Components of M3</b>							
M3	5.2	7.5	2.8	3.9	4.7	5.0	4.6
M2	5.5	7.3	3.5	3.8	5.3	4.8	5.1
M1	7.6	7.8	7.4	8.1	10.6	8.8	8.7
Currency in circulation	7.1	9.0	5.1	6.5	6.8	3.6	3.4
Overnight deposits	7.7	7.6	7.9	8.4	11.3	9.7	9.7
M2-M1 (other short-term deposits)	2.7	7.1	-2.0	-2.2	-3.3	-2.5	-2.1
Deposits with an agreed maturity of up to two years	1.4	10.3	-7.7	-5.2	-8.5	-7.4	-8.5
Deposits redeemable at notice of up to three months	3.5	3.3	3.7	0.2	0.6	0.7	1.6
M3-M2 (marketable instruments)	2.2	8.7	-4.6	4.6	-3.8	7.8	-4.3
Repurchase agreements	0.1	6.3	-6.5	3.1	-38.9	-5.7	9.8
Money market fund shares	3.7	9.4	-2.3	2.8	11.4	7.8	-2.6
Debt securities issued with a maturity of up to two years	-1.4	11.6	-14.1	18.5	-25.4	21.0	-24.0
<b>Counterparts of M3 <sup>2)</sup></b>							
MFI liabilities:							
Central government holdings	4.5	7.4	1.3	-1.4	3.5	9.4	14.4
Longer-term financial liabilities vis-a-vis other euro area residents	3.5	6.6	0.2	-2.3	-3.0	-1.6	-1.1
Deposits with an agreed maturity of over two years	2.5	5.8	-0.9	-5.1	-4.8	-3.3	-3.8
Deposits redeemable at notice of over three months	-3.7	-0.9	-6.8	2.3	-14.4	-11.5	-12.4
Debt securities issued with a maturity of over two years	2.3	7.3	-3.0	-6.3	-8.8	-4.9	-3.4
Capital and reserves	6.3	7.4	5.2	4.5	4.8	2.9	3.3
MFI assets:							
Credit to euro area residents	4.5	6.9	1.8	-0.2	2.3	4.9	3.8
Credit to general government	3.5	0.6	6.7	2.1	8.2	12.5	6.7
of which: loans	0.1	-0.1	0.3	1.5	-1.8	-3.1	-4.0
Credit to the private sector <sup>3)</sup>	4.7	8.7	0.5	-0.8	0.7	2.5	2.9
of which: loans <sup>4)</sup>	4.6	8.3	0.6	-0.3	0.7	2.4	2.9

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

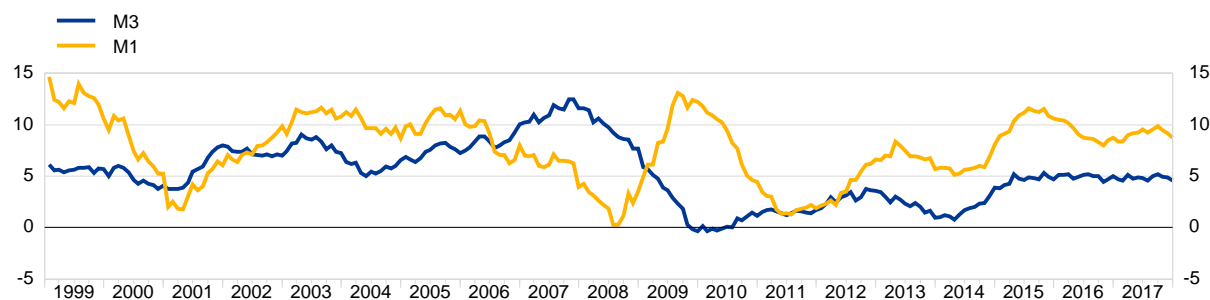
2) The table presents only selected counterparts to M3; i.e. net external assets and "other counterparts" (residual) are not included.

3) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government.

4) Adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

## Chart 1.10 Monetary aggregates <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.11 MFI loans to non-financial corporations <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; not seasonally adjusted)

	2004-2008	2009-2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Belgium	9.5	2.5	1.3	1.1	0.7	3.8	6.9	6.5
Germany	3.6	0.3	0.6	-1.9	-0.5	0.8	3.5	4.2
Estonia	39.2	1.5	3.1	3.6	3.6	6.4	6.6	5.5
Ireland	24.2	-3.4	-4.0	-5.7	-6.4	-5.2	0.2	1.3
Greece	13.6	-1.4	-6.2	-3.2	-2.8	-1.3	-0.1	-0.1
Spain	19.3	-3.8	-7.6	-9.8	-6.6	-1.2	-0.8	0.1
France	10.2	2.6	1.3	-0.2	2.9	3.3	5.3	6.6
Italy	9.2	-0.8	-2.2	-5.5	-2.5	-0.5	0.3	0.5
Cyprus	26.1	1.1	4.6	-5.7	-0.8	0.8	-8.0	0.3
Latvia	-	-0.1	3.3	-0.6	-6.7	1.1	5.9	2.1
Lithuania	33.6	-0.4	2.5	-3.2	-1.2	3.3	9.8	5.4
Luxembourg	12.3	-0.8	-7.5	-3.0	2.9	7.5	12.0	4.5
Malta	11.0	1.5	-1.7	-9.1	4.1	-10.3	7.2	24.4
Netherlands	9.7	0.3	2.8	1.7	-3.5	-3.9	-0.4	-1.3
Austria	6.9	1.6	0.5	-0.2	1.1	0.7	2.2	5.3
Portugal	7.8	-1.9	-5.2	-3.0	-6.8	-1.1	-1.5	0.1
Slovenia	24.0	-3.9	-4.8	-7.8	-13.9	-7.6	0.4	1.9
Slovakia	20.3	2.9	-2.3	1.7	1.9	7.3	4.2	7.8
Finland	11.7	4.1	4.7	5.7	4.9	5.3	4.4	4.2
<b>Euro area</b>	<b>10.2</b>	<b>-0.1</b>	<b>-1.6</b>	<b>-3.2</b>	<b>-1.5</b>	<b>0.5</b>	<b>2.3</b>	<b>3.1</b>
Bulgaria	-	3.1	5.4	1.4	2.4	-0.1	2.2	4.8
Czech Republic	-	4.5	2.7	2.5	2.3	6.4	8.0	6.1
Denmark	-	-0.4	-2.0	1.1	0.5	-0.1	3.3	1.0
Croatia	-	-0.3	-9.1	1.3	-3.4	-3.2	1.5	5.0
Hungary	-	-0.6	-3.6	-1.3	1.8	-7.1	4.9	10.2
Poland	-	5.7	5.6	1.8	5.1	7.9	5.1	8.6
Romania	-	3.1	2.0	-4.8	2.1	-1.6	2.9	6.7
Sweden	-	3.7	2.3	1.0	2.5	3.7	4.6	5.8
United Kingdom	-	-2.6	-5.1	-5.6	-3.4	-0.3	3.2	3.7

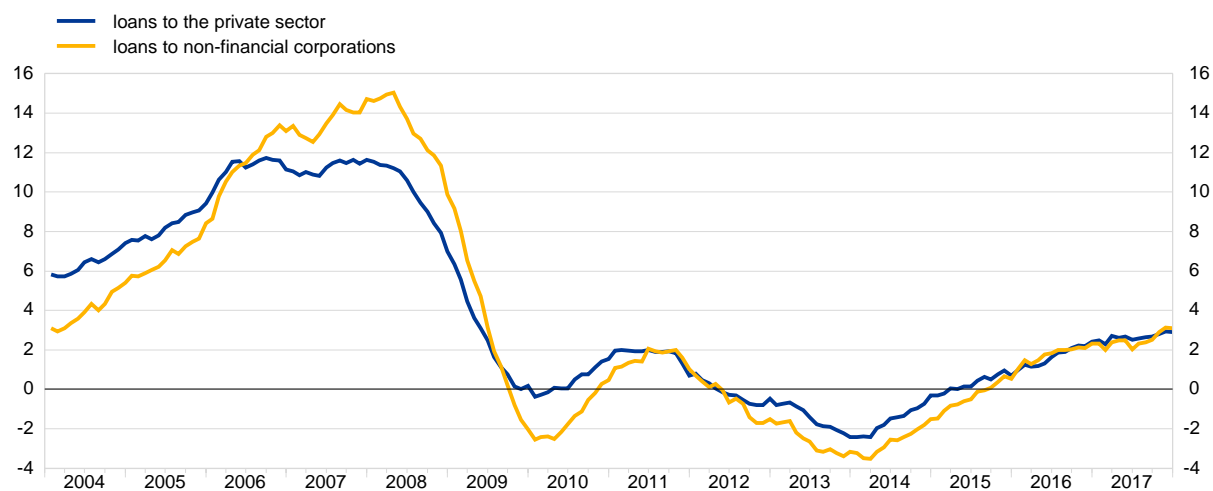
Source: ECB.

1) Data for euro area countries refer to loans granted by other MFIs to euro area non-financial corporations, while data for non-euro area EU countries refer to loans granted to domestic non-financial corporations. Data are adjusted for loan sales and securitisations (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

Data for euro area countries are available for the years since 2004, with the exception of Estonia, Lithuania and Slovenia (from 2005), Cyprus and Malta (from 2006), Slovakia (from 2007) and Latvia (from 2011). Data for non-euro area EU countries are available for the years since 2010, with the exception of Croatia (from 2011).

## Chart 1.11 MFI loans to the private sector and to non-financial corporations <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

1) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government. Data are adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.12 MFI loans to households <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; not seasonally adjusted)

	2004-2008	2009-2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Belgium	10.2	4.5	4.1	2.2	3.8	4.3	5.1	5.0
Germany	0.0	1.6	1.3	1.2	1.5	2.8	2.8	3.2
Estonia	42.3	0.9	-2.3	0.4	2.5	3.9	5.3	7.0
Ireland	18.7	-3.4	-3.8	-3.9	-3.6	-3.6	-2.6	-1.5
Greece	24.3	-2.2	-4.2	-3.0	-3.0	-2.9	-2.8	-1.9
Spain	15.3	-2.2	-3.9	-5.0	-3.9	-2.2	-1.2	-0.5
France	10.4	3.9	2.5	2.6	1.9	3.5	4.4	6.0
Italy	11.1	1.6	-0.5	-1.3	-0.5	0.7	1.9	2.8
Cyprus	15.9	1.6	1.7	-4.6	-2.7	-1.0	-0.9	0.0
Latvia	-	-3.1	-5.3	-4.8	-3.9	-2.5	0.6	0.6
Lithuania	56.9	1.0	-1.5	0.0	1.5	4.9	8.2	7.6
Luxembourg	4.4	4.9	5.6	3.9	4.2	4.8	4.0	7.7
Malta	11.1	6.1	4.4	4.3	6.8	6.5	5.0	6.5
Netherlands	7.2	0.0	-0.4	-1.7	-1.3	-0.7	-0.5	0.0
Austria	5.9	1.5	0.6	0.6	1.1	1.9	3.1	3.2
Portugal	8.2	-1.6	-4.4	-4.1	-3.5	-2.6	-1.6	0.0
Slovenia	22.7	2.6	-1.7	-2.8	-1.5	0.6	4.9	7.2
Slovakia	26.9	11.9	10.3	10.3	13.2	13.1	13.4	12.3
Finland	12.1	3.8	4.9	2.1	1.9	2.6	2.6	2.7
<b>Euro area</b>	<b>7.6</b>	<b>1.3</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.1</b>	<b>1.4</b>	<b>2.0</b>	<b>2.9</b>
Bulgaria	-	1.5	-0.3	0.4	-1.0	-0.1	4.2	8.8
Czech Republic	-	6.5	4.7	5.2	4.7	6.9	8.3	8.4
Denmark	-	0.5	0.6	-1.6	0.2	0.8	1.0	0.5
Croatia	-	-0.3	-1.2	-1.1	-1.0	-1.8	0.6	4.8
Hungary	-	-6.3	-6.0	-5.8	-7.0	-12.0	-0.1	2.7
Poland	-	5.5	7.0	4.1	4.7	5.2	3.9	6.4
Romania	-	4.5	-0.2	0.4	2.3	1.3	7.7	14.1
Sweden	-	6.4	4.7	5.1	6.0	7.7	7.1	7.0
United Kingdom	-	1.1	0.6	0.6	2.8	3.3	4.0	3.9

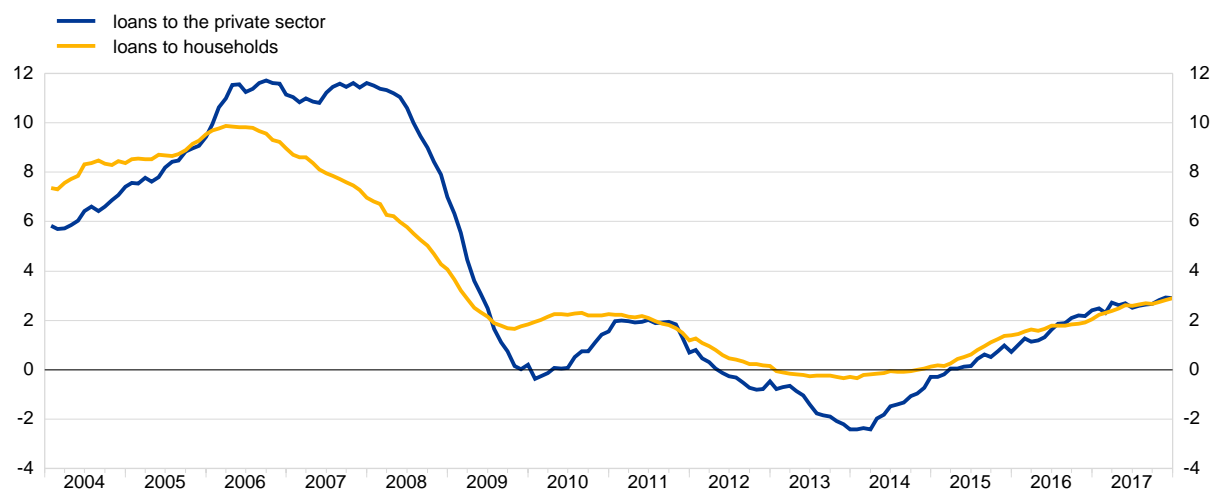
Source: ECB.

1) Data for euro area countries refer to loans granted by other MFIs to euro area households, while data for non-euro area EU countries refer to loans granted to domestic households. Data are adjusted for loan sales and securitisations (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

Data for euro area countries are available for the years since 2004, with the exception of Estonia, Lithuania and Slovenia (from 2005), Cyprus and Malta (from 2006), Slovakia (from 2007) and Latvia (from 2011). Data for non-euro area EU countries are available for the years since 2010, with the exception of Croatia (from 2011).

## Chart 1.12 MFI loans to the private sector and to households <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

1) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government. Data are adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

## 2 Economic activity

### 2.1 GDP

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.7	2.3	1.0	1.4	1.4	1.5	1.7
Germany	1.4	1.6	1.2	1.9	1.7	1.9	2.2
Estonia	3.5	5.7	1.2	2.9	1.7	2.1	4.9
Ireland	5.1	5.4	4.8	8.3	25.6	5.1	.
Greece	0.3	3.5	-3.2	0.7	-0.3	-0.2	1.4
Spain	2.0	3.6	0.2	1.4	3.4	3.3	3.1
France	1.4	2.0	0.8	0.9	1.1	1.2	1.8
Italy	0.4	1.2	-0.5	0.1	1.0	0.9	1.5
Cyprus	2.1	4.1	-0.2	-1.4	2.0	3.4	3.9
Latvia	3.7	6.6	0.5	1.9	3.0	2.2	4.5
Lithuania	3.7	6.1	1.1	3.5	2.0	2.3	3.8
Luxembourg	3.4	4.3	2.2	5.8	2.9	3.1	.
Malta	3.5	2.4	4.4	8.1	9.9	5.5	6.6
Netherlands	1.7	2.5	0.8	1.4	2.3	2.2	3.1
Austria	1.7	2.4	0.9	0.8	1.1	1.5	2.9
Portugal	0.8	1.6	-0.1	0.9	1.8	1.6	2.7
Slovenia	2.4	4.3	0.3	3.0	2.3	3.1	5.0
Slovakia	3.6	5.1	2.1	2.8	3.9	3.3	3.4
Finland	1.7	3.3	-0.1	-0.6	0.1	2.1	3.0
<b>Euro area</b>	<b>1.4</b>	<b>2.1</b>	<b>0.6</b>	<b>1.3</b>	<b>2.1</b>	<b>1.8</b>	<b>2.3</b>
Bulgaria	3.1	4.7	1.4	1.3	3.6	3.9	3.6
Czech Republic	2.8	4.0	1.4	2.7	5.3	2.6	4.3
Denmark	1.3	1.8	0.7	1.6	1.6	2.0	2.1
Croatia	1.7	3.7	-0.5	-0.1	2.3	3.2	2.8
Hungary	2.3	3.4	1.1	4.2	3.4	2.2	4.0
Poland	3.7	4.2	3.2	3.3	3.8	2.9	4.6
Romania	3.7	5.4	1.8	3.1	4.0	4.8	7.0
Sweden	2.5	3.0	1.9	2.6	4.5	3.2	2.4
United Kingdom	1.9	2.5	1.3	3.1	2.3	1.9	1.7
<b>European Union</b>	<b>1.6</b>	<b>2.3</b>	<b>0.8</b>	<b>1.8</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	<b>2.4</b>
United States	2.1	2.6	1.6	2.6	2.9	1.5	2.3
Japan	0.9	1.0	0.7	0.4	1.4	0.9	1.6

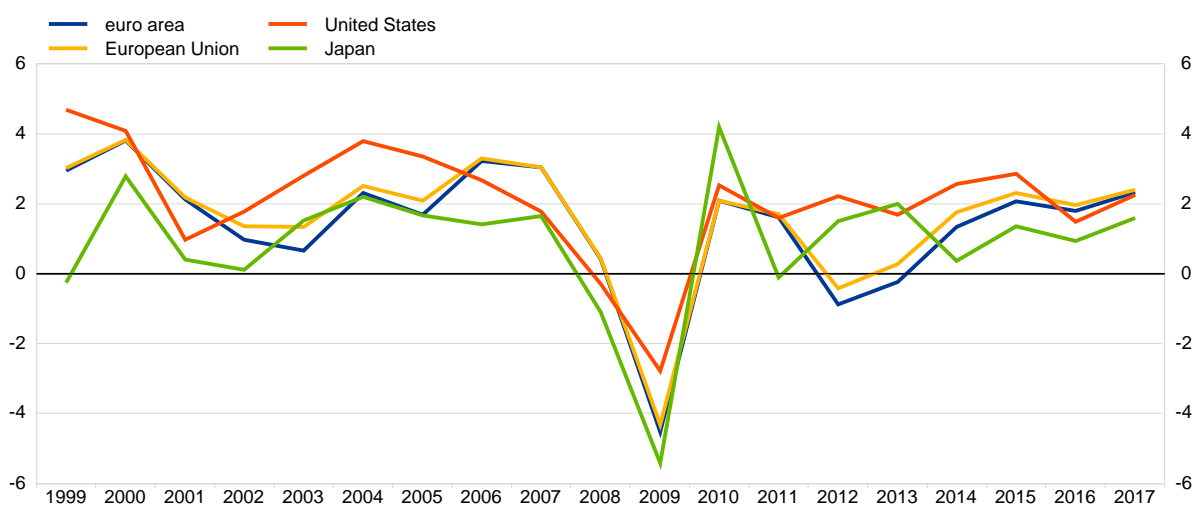
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

### Chart 2.1 GDP

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.



## 2 Economic activity

### 2.2 Private consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.2	1.4	1.0	0.6	0.9	1.7	1.1
Germany	1.0	0.9	1.2	1.0	1.7	2.1	1.9
Estonia	3.8	6.6	0.8	3.4	4.6	4.4	2.2
Ireland	3.4	6.0	0.3	2.1	4.2	3.2	.
Greece	0.3	3.7	-3.2	0.6	-0.5	0.0	0.1
Spain	1.6	3.3	-0.3	1.5	3.0	3.0	2.4
France	1.6	2.3	0.9	0.8	1.4	2.2	1.1
Italy	0.4	1.0	-0.2	0.3	1.9	1.4	1.3
Cyprus	2.7	5.3	-0.1	0.7	2.6	3.3	4.2
Latvia	3.8	6.5	0.9	1.4	2.5	3.3	5.1
Lithuania	4.5	8.1	0.6	4.0	4.0	4.9	3.9
Luxembourg	2.5	2.8	2.1	2.3	3.3	2.4	.
Malta	2.1	1.7	2.4	2.7	5.6	3.0	4.2
Netherlands	0.9	1.6	0.2	0.3	2.0	1.6	1.8
Austria	1.3	1.8	0.8	0.3	0.5	1.5	1.4
Portugal	1.0	2.0	-0.2	2.3	2.3	2.1	2.2
Slovenia	2.0	3.1	0.7	1.9	2.1	4.2	3.2
Slovakia	2.8	4.6	0.9	1.4	2.2	2.7	3.6
Finland	2.1	3.2	1.0	0.8	1.7	1.8	1.6
<b>Euro area</b>	<b>1.2</b>	<b>1.8</b>	<b>0.5</b>	<b>0.8</b>	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>	<b>1.6</b>
Bulgaria	4.5	7.3	1.6	2.7	4.5	3.6	4.8
Czech Republic	2.4	3.3	1.4	1.8	3.7	3.6	4.0
Denmark	1.1	1.7	0.5	0.9	1.6	2.1	1.5
Croatia	1.4	3.5	-0.8	-1.6	1.1	3.5	3.6
Hungary	2.1	3.7	0.5	2.8	3.6	4.3	4.7
Poland	3.3	3.9	2.7	2.4	3.0	3.9	4.7
Romania	5.2	7.9	2.2	4.7	5.9	7.6	10.2
Sweden	2.4	2.7	2.1	2.1	3.1	2.2	2.4
United Kingdom	2.1	3.0	1.0	2.1	2.6	2.9	1.7
<b>European Union</b>	<b>1.5</b>	<b>2.2</b>	<b>0.7</b>	<b>1.2</b>	<b>2.1</b>	<b>2.4</b>	<b>1.9</b>
United States	2.5	3.1	1.9	2.9	3.6	2.7	2.7
Japan	0.8	1.0	0.7	-0.9	0.0	0.1	1.1

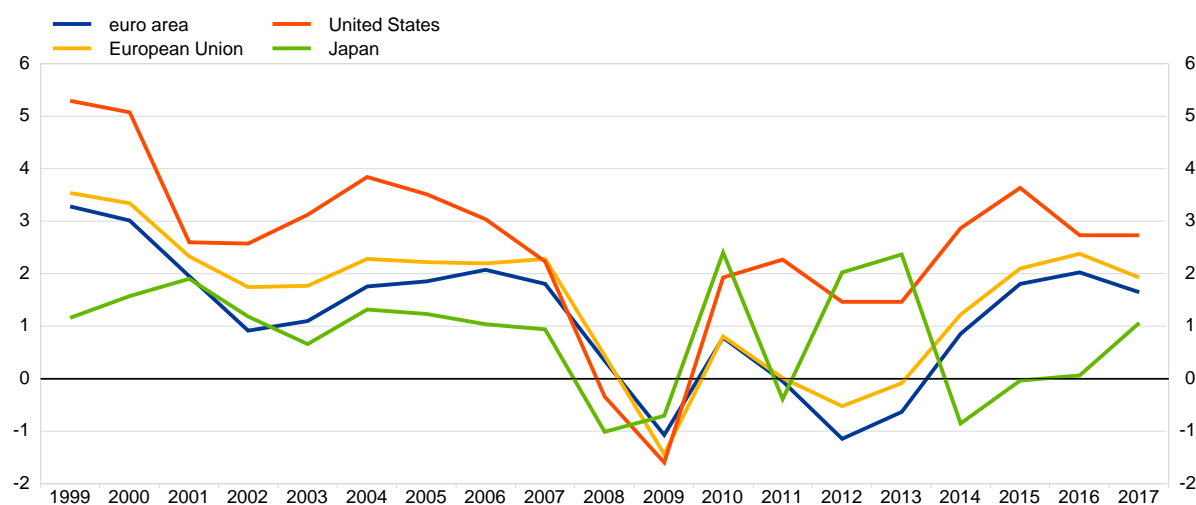
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

### Chart 2.2 Private consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.3 Government consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.4	1.9	0.9	0.7	0.5	0.5	1.1
Germany	1.4	1.0	1.9	1.5	2.9	3.7	1.6
Estonia	2.2	3.0	1.3	2.6	3.3	1.9	0.8
Ireland	1.9	3.8	-0.4	4.1	2.2	5.2	.
Greece	0.5	3.5	-2.7	-1.4	1.2	-1.5	-1.1
Spain	2.7	5.0	0.3	-0.3	2.1	0.8	1.6
France	1.5	1.6	1.4	1.3	1.1	1.3	1.5
Italy	0.6	1.4	-0.4	-0.7	-0.6	0.6	0.1
Cyprus	1.4	3.8	-1.1	-7.2	-2.6	-0.4	2.7
Latvia	1.2	2.8	-0.5	1.9	1.9	2.7	4.1
Lithuania	0.8	1.4	0.0	0.3	0.2	1.3	1.2
Luxembourg	3.4	4.1	2.5	2.0	2.6	2.0	.
Malta	2.1	2.8	1.5	6.6	3.7	-2.7	-0.3
Netherlands	2.1	3.4	0.7	0.3	-0.2	1.2	1.0
Austria	1.4	1.7	1.0	0.8	1.5	2.1	1.1
Portugal	0.8	2.2	-0.7	-0.5	1.3	0.6	0.1
Slovenia	1.8	3.2	0.3	-1.2	2.7	2.5	2.3
Slovakia	2.6	3.2	2.0	5.2	5.4	1.6	0.2
Finland	1.1	1.6	0.6	-0.5	0.2	1.8	1.0
<b>Euro area</b>	<b>1.4</b>	<b>2.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>	<b>1.3</b>	<b>1.8</b>	<b>1.2</b>
Bulgaria	2.4	4.2	0.4	0.1	1.4	2.2	3.2
Czech Republic	1.4	2.0	0.8	1.1	1.9	2.0	1.6
Denmark	1.5	2.0	1.0	1.9	1.1	0.3	1.1
Croatia	1.3	2.0	0.5	0.8	-0.9	1.9	2.0
Hungary	1.6	1.9	1.2	5.1	1.1	0.8	0.3
Poland	3.1	4.0	2.0	4.1	2.4	1.7	2.7
Romania	0.6	1.2	0.0	0.8	0.2	3.1	1.6
Sweden	1.1	0.7	1.6	1.5	2.4	3.1	0.4
United Kingdom	2.0	3.0	0.8	2.5	0.6	0.8	0.3
<b>European Union</b>	<b>1.6</b>	<b>2.1</b>	<b>0.9</b>	<b>1.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.6</b>	<b>1.1</b>
United States	1.0	2.0	0.0	-0.5	1.3	1.0	0.1
Japan	1.6	1.8	1.4	0.5	1.5	1.3	0.1

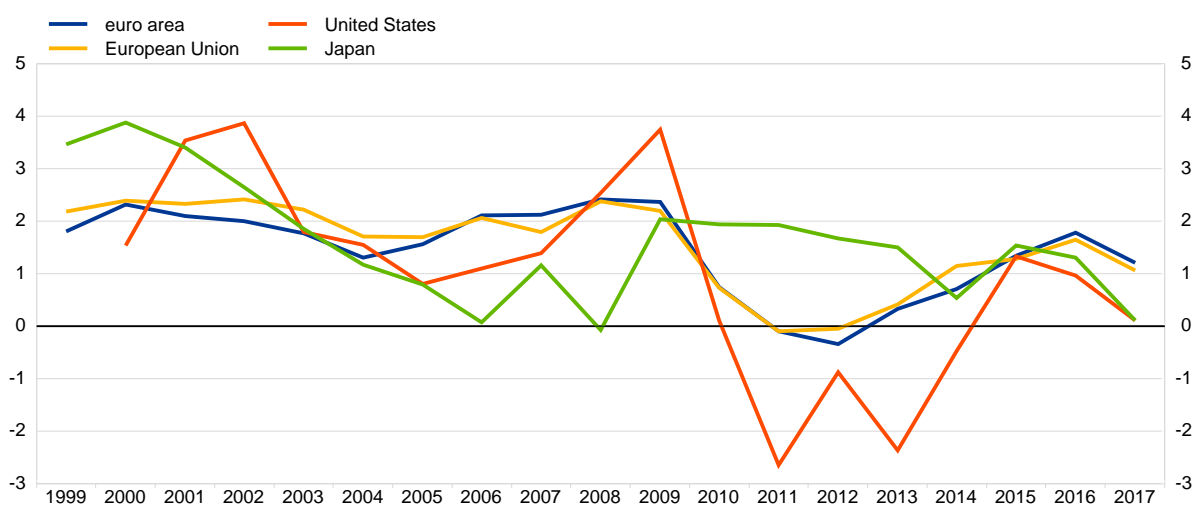
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

### Chart 2.3 Government consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.4 Gross capital formation

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	2.4	3.6	1.1	7.3	3.4	4.8	1.7
Germany	0.6	0.8	0.3	2.1	0.2	2.1	3.8
Estonia	4.1	7.7	0.2	4.9	-7.3	1.6	11.5
Ireland	6.9	5.1	9.2	26.9	24.0	59.2	.
Greece	-2.3	4.4	-9.2	6.7	-9.0	7.4	15.7
Spain	1.6	5.3	-2.5	5.8	8.7	3.1	5.5
France	2.1	3.4	0.6	3.2	2.4	1.9	5.1
Italy	-0.2	2.4	-3.0	1.0	2.5	0.7	2.5
Cyprus	2.7	8.6	-3.5	-3.2	11.6	19.8	29.8
Latvia	4.0	11.2	-3.4	-8.9	2.7	0.2	17.8
Lithuania	3.7	8.9	-1.8	4.2	24.8	-4.4	3.7
Luxembourg	3.2	4.9	1.2	6.0	-2.8	0.0	.
Malta	2.8	0.9	4.4	-0.2	60.6	0.9	-5.0
Netherlands	1.3	2.3	0.2	3.2	11.2	3.1	5.1
Austria	1.3	1.8	0.8	0.4	2.0	3.5	6.1
Portugal	-1.4	0.4	-3.3	5.1	6.4	0.8	8.4
Slovenia	0.9	6.9	-5.4	3.8	0.2	-0.1	8.4
Slovakia	1.7	3.6	-0.4	7.9	14.2	-3.5	2.6
Finland	1.3	3.2	-0.8	-1.8	1.5	6.3	4.3
<b>Euro area</b>	<b>1.1</b>	<b>2.6</b>	<b>-0.6</b>	<b>3.3</b>	<b>3.4</b>	<b>3.8</b>	<b>3.7</b>
Bulgaria	4.6	15.8	-4.4	4.4	2.0	-4.6	9.5
Czech Republic	2.8	5.4	-0.1	8.6	13.0	-2.3	4.3
Denmark	1.3	2.5	0.0	4.3	0.9	6.0	3.0
Croatia	2.2	7.9	-3.8	-3.0	8.4	4.5	5.5
Hungary	0.6	2.2	-1.1	12.5	-3.8	-3.7	14.9
Poland	3.7	5.0	2.2	12.8	4.9	-1.9	7.5
Romania	5.5	12.1	-1.3	1.7	7.0	1.0	4.9
Sweden	3.5	4.3	2.6	6.1	8.7	5.5	6.4
United Kingdom	2.2	1.1	3.4	10.9	4.1	0.9	2.3
<b>European Union</b>	<b>1.4</b>	<b>2.7</b>	<b>0.0</b>	<b>4.8</b>	<b>3.8</b>	<b>3.5</b>	<b>3.7</b>
United States	1.7	1.9	1.6	4.3	4.6	-1.4	2.7
Japan	-0.3	-0.9	0.4	3.4	2.9	0.3	2.3

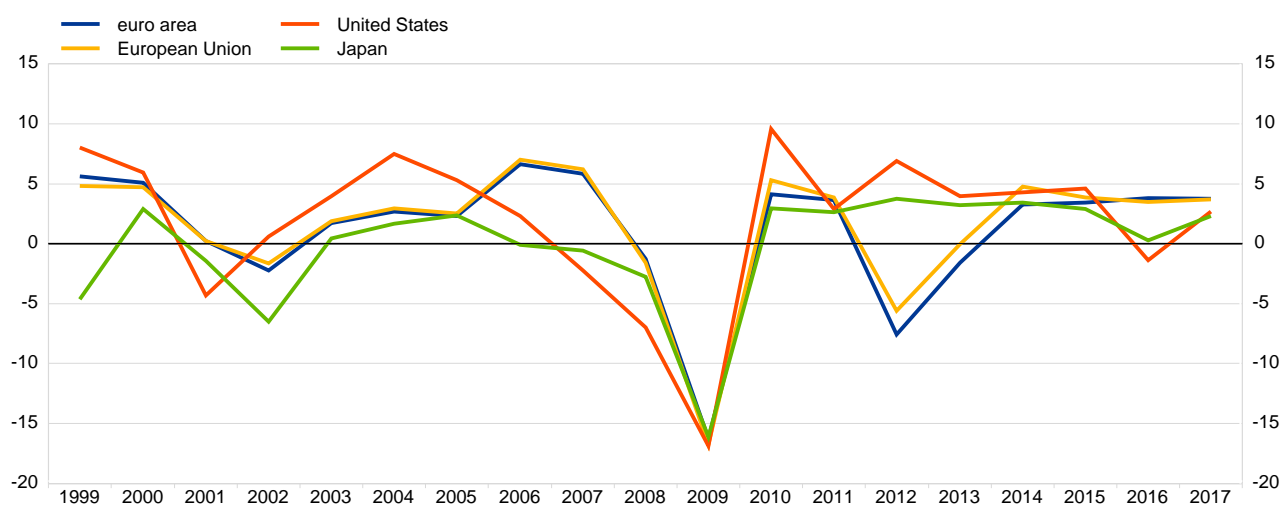
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Bulgaria available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

### Chart 2.4 Gross capital formation

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.5 Exports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.9	4.6	3.1	5.2	3.3	7.5	4.5
Germany	5.2	7.2	3.1	4.6	5.2	2.6	4.7
Estonia	5.7	7.0	4.1	2.5	-0.7	4.1	2.9
Ireland	8.2	7.6	8.9	14.4	38.4	4.6	.
Greece	4.0	7.5	0.2	7.7	3.1	-1.8	6.8
Spain	3.8	4.5	3.1	4.3	4.2	4.8	5.0
France	3.1	3.8	2.3	3.3	4.3	1.8	3.1
Italy	2.3	2.9	1.6	2.7	4.4	2.4	5.4
Cyprus	2.1	1.8	2.5	4.2	5.8	4.0	3.4
Latvia	6.4	8.4	4.3	6.0	3.0	4.1	4.4
Lithuania	8.2	9.6	6.6	3.3	-0.4	3.5	13.2
Luxembourg	6.3	8.1	4.0	14.0	6.9	2.7	.
Malta	4.6	6.2	3.2	3.2	3.5	4.5	1.6
Netherlands	4.5	5.3	3.5	4.5	6.5	4.3	5.5
Austria	4.2	6.3	2.0	3.0	3.1	1.9	5.7
Portugal	4.3	4.4	4.2	4.3	6.1	4.4	7.9
Slovenia	6.1	8.8	3.2	5.7	5.0	6.4	10.6
Slovakia	8.9	12.6	4.9	3.9	6.4	6.2	4.3
Finland	3.5	7.1	-0.4	-2.7	0.9	2.3	8.3
<b>Euro area</b>	<b>4.4</b>	<b>5.5</b>	<b>3.1</b>	<b>4.7</b>	<b>6.4</b>	<b>3.4</b>	<b>4.9</b>
Bulgaria	4.2	3.7	4.7	3.1	5.7	8.1	4.0
Czech Republic	8.2	11.4	4.7	8.7	6.0	4.5	6.5
Denmark	3.9	5.8	1.7	3.1	2.3	2.8	4.6
Croatia	4.6	6.5	2.5	6.0	9.4	5.6	6.1
Hungary	8.6	12.9	3.9	9.1	8.5	3.4	7.1
Poland	7.5	8.8	6.1	6.7	7.7	8.8	6.7
Romania	9.6	11.0	7.9	8.0	4.6	8.7	9.5
Sweden	4.0	5.7	2.2	5.3	5.7	3.3	3.7
United Kingdom	3.3	4.4	2.1	2.7	5.0	2.3	5.0
<b>European Union</b>	<b>4.4</b>	<b>5.6</b>	<b>3.1</b>	<b>4.7</b>	<b>6.2</b>	<b>3.5</b>	<b>5.0</b>
United States	3.6	4.4	2.6	4.3	0.4	-0.3	3.4
Japan	4.3	6.6	1.8	9.3	2.9	1.3	6.8

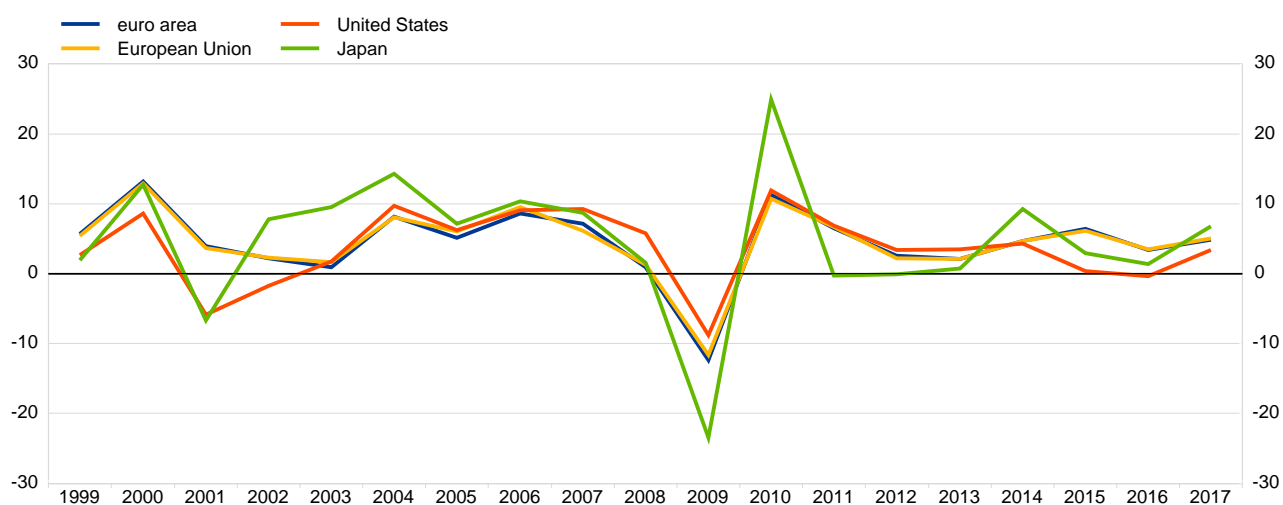
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

### Chart 2.5 Exports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.6 Imports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.8	4.4	3.2	6.2	3.3	8.4	4.1
Germany	4.5	5.6	3.3	3.6	5.6	3.9	5.1
Estonia	5.9	8.4	3.2	3.6	-1.8	5.3	3.5
Ireland	7.6	7.8	7.4	14.9	26.0	16.4	.
Greece	2.0	7.2	-3.6	7.7	0.4	0.3	7.2
Spain	3.2	6.3	-0.2	6.6	5.9	2.7	4.7
France	4.1	5.2	2.9	4.8	5.7	4.2	3.9
Italy	2.2	3.5	0.7	3.2	6.8	3.5	5.3
Cyprus	2.8	4.6	0.8	4.6	7.4	6.8	10.1
Latvia	5.4	8.8	1.7	1.2	2.1	4.5	9.2
Lithuania	7.8	11.0	4.3	3.1	6.2	3.5	12.8
Luxembourg	6.6	8.4	4.4	14.6	7.1	2.1	.
Malta	3.6	5.6	1.9	-0.2	7.1	1.5	-3.0
Netherlands	4.3	5.3	3.3	4.2	8.4	4.1	4.9
Austria	3.6	4.9	2.3	2.9	3.1	3.1	5.4
Portugal	3.0	4.0	1.9	7.8	8.5	4.2	7.9
Slovenia	5.1	8.4	1.5	4.1	4.7	6.6	10.1
Slovakia	7.0	10.2	3.4	4.8	8.4	3.7	3.9
Finland	3.9	7.0	0.6	-1.3	3.2	5.4	2.6
Euro area	4.0	5.4	2.5	4.9	6.7	4.8	4.4
Bulgaria	7.0	12.0	1.7	5.2	5.4	4.5	7.2
Czech Republic	7.6	10.9	4.1	10.1	6.8	3.4	5.8
Denmark	4.1	6.6	1.4	3.9	1.9	3.8	4.1
Croatia	3.9	7.3	0.3	3.1	9.2	6.2	8.1
Hungary	7.7	12.0	3.1	11.0	6.4	2.9	9.7
Poland	6.2	7.9	4.3	10.0	6.6	7.9	7.7
Romania	10.5	16.1	4.6	8.7	8.0	9.8	11.1
Sweden	3.9	5.0	2.7	6.3	5.2	3.4	5.0
United Kingdom	3.8	5.0	2.5	4.5	5.1	4.8	3.5
European Union	4.2	5.7	2.6	5.3	6.4	4.8	4.6
United States	3.8	5.1	2.3	4.5	5.0	1.3	3.9
Japan	3.0	3.9	2.0	8.3	0.8	-1.9	3.6

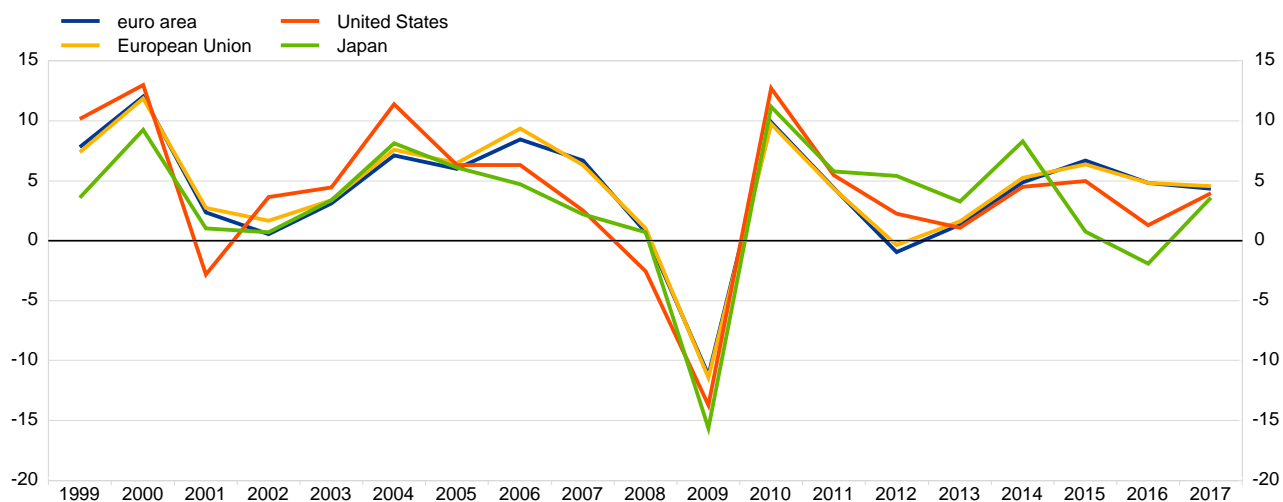
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

### Chart 2.6 Imports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.7 Nominal GDP

(current prices; EUR billions)

	1999-2017 <sup>1)</sup>	1999-2008	2009-2017 <sup>1)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	342.5	296.2	393.9	400.3	410.4	423.0	438.5
Germany	2,554.8	2,283.0	2,856.8	2,932.5	3,043.7	3,144.1	3,263.4
Estonia	14.2	10.2	18.5	19.8	20.3	21.1	23.0
Ireland	172.1	150.1	199.7	194.5	262.0	275.6	.
Greece	190.1	186.3	194.4	178.7	176.3	174.2	177.7
Spain	957.1	849.0	1,077.3	1,037.8	1,080.0	1,118.5	1,163.7
France	1,895.0	1,694.7	2,117.5	2,147.6	2,194.2	2,228.9	2,287.6
Italy	1,520.0	1,417.5	1,633.8	1,621.8	1,652.6	1,680.9	1,716.2
Cyprus	16.2	13.9	18.7	17.6	17.7	18.2	19.2
Latvia	17.7	13.5	22.4	23.6	24.3	24.9	26.9
Lithuania	26.4	19.3	34.3	36.6	37.4	38.7	41.9
Luxembourg	36.2	28.6	45.8	50.0	52.1	53.0	.
Malta	6.5	5.0	8.2	8.5	9.5	10.2	11.1
Netherlands	590.1	524.2	663.4	663.0	683.5	702.6	731.3
Austria	282.9	243.9	326.3	333.1	344.5	353.3	369.2
Portugal	163.5	150.4	178.0	173.1	179.8	185.5	193.1
Slovenia	32.7	27.9	38.0	37.6	38.8	40.4	43.3
Slovakia	54.4	36.4	74.5	76.1	78.9	81.2	85.0
Finland	179.3	158.3	202.6	205.5	209.6	215.8	224.3
<b>Euro area</b>	<b>9,059.2</b>	<b>8,108.5</b>	<b>10,115.5</b>	<b>10,157.5</b>	<b>10,515.6</b>	<b>10,789.7</b>	<b>11,165.5</b>
Bulgaria	32.0	22.0	43.0	42.8	45.3	48.1	50.4
Czech Republic	131.0	100.8	164.7	156.7	168.5	176.6	191.6
Denmark	229.8	202.8	259.9	265.8	271.8	277.5	288.0
Croatia	38.9	33.3	45.1	43.4	44.5	46.4	48.7
Hungary	91.1	78.2	105.5	105.6	110.7	113.7	123.5
Poland	312.8	236.7	397.3	411.0	430.1	426.0	465.7
Romania	108.7	73.7	147.6	150.4	160.3	169.8	187.4
Sweden	358.4	304.2	418.6	432.7	449.0	465.2	477.9
United Kingdom	2,018.6	1,916.6	2,131.9	2,278.9	2,602.1	2,395.8	2,325.5
<b>European Union</b>	<b>12,380.5</b>	<b>11,076.8</b>	<b>13,829.0</b>	<b>14,044.6</b>	<b>14,797.9</b>	<b>14,908.7</b>	<b>15,324.3</b>
United States	11,957.7	10,584.4	13,483.6	13,118.3	16,332.1	16,825.8	17,160.8
Japan	4,122.7	4,072.2	4,178.8	3,662.5	3,960.8	4,479.7	4,307.4

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

## 2 Economic activity

### 2.8 GDP per capita

(current prices; PPPs<sup>1)</sup> in EUR thousands)

	1999-2016 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	29.2	26.5	32.7	33.0	33.6	34.3	35.1
Germany	29.6	26.4	33.6	34.2	35.4	36.1	36.8
Estonia	15.3	11.9	19.7	20.7	21.4	21.9	22.2
Ireland	34.7	30.8	39.6	36.5	38.7	52.6	54.6
Greece	20.5	20.4	21.2	19.7	19.9	19.8	19.9
Spain	23.4	21.8	25.7	24.6	25.3	26.2	27.4
France	26.7	24.7	29.4	29.9	30.2	30.9	31.1
Italy	26.1	24.9	27.8	27.1	27.2	28.1	28.8
Cyprus	23.1	21.9	25.2	23.1	22.9	23.8	24.6
Latvia	13.3	10.9	16.4	17.2	17.9	18.6	19.4
Lithuania	14.1	10.4	18.8	20.1	21.1	21.7	22.5
Luxembourg	64.3	57.0	72.1	72.0	76.1	77.8	77.6
Malta	20.4	17.8	23.6	23.5	25.0	26.8	28.0
Netherlands	32.8	30.1	36.6	36.8	36.7	37.6	38.5
Austria	31.2	28.0	35.4	36.2	36.7	37.6	38.0
Portugal	19.5	18.1	21.5	21.1	21.6	22.3	23.1
Slovenia	21.1	19.7	23.1	22.5	23.4	24.1	25.1
Slovakia	14.7	10.2	20.6	21.1	21.8	22.5	23.0
Finland	28.1	25.8	31.4	31.2	31.1	31.7	32.6
Euro area	26.6	24.4	29.5	29.5	30.0	31.0	31.7
Bulgaria	9.7	7.5	12.5	12.6	13.0	13.7	14.6
Czech Republic	19.8	17.0	23.4	23.0	24.3	25.5	26.4
Denmark	30.7	27.4	34.9	35.3	35.9	36.8	37.4
Croatia	14.5	12.7	16.6	16.4	16.6	17.1	18.0
Hungary	15.2	12.9	18.2	18.5	19.2	20.0	20.3
Poland	14.0	11.0	17.8	18.5	19.0	19.9	20.7
Romania	10.7	7.6	14.9	15.0	15.6	16.6	17.7
Sweden	30.6	27.8	34.4	34.5	34.8	36.0	37.0
United Kingdom	27.3	25.4	29.7	29.7	30.8	31.6	32.4
European Union	24.4	22.1	27.5	27.5	28.2	29.2	29.9
United States	36.8	34.5	39.9	39.8	40.9	42.3	43.1
Japan	26.7	25.1	28.8	29.5	29.5	30.6	31.2

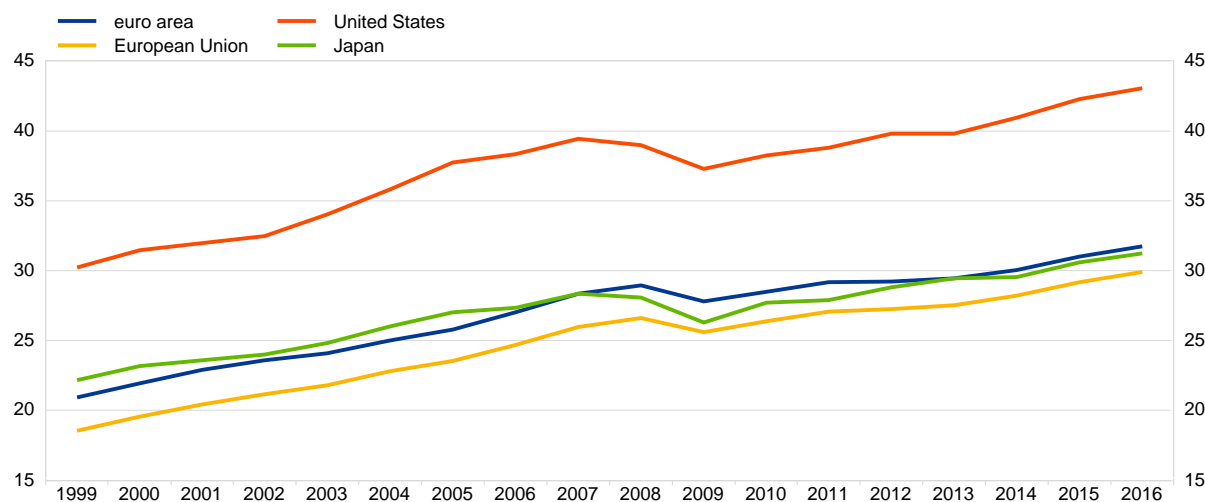
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) GDP in Purchasing Power Standards (PPSs) in euro, calculated on the basis of PPP rates relative to the euro area (Euro 19 = 1).

2) Data for Croatia available since 2000.

### Chart 2.8 GDP per capita

(current prices; PPPs<sup>1)</sup> in EUR thousands)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) GDP in Purchasing Power Standards (PPSs) in euro, calculated on the basis of PPP rates relative to the euro area (Euro 19 = 1).

## 2 Economic activity

### 2.9 Employment

(persons employed; annual percentage changes)

	1999-2017 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	0.9	1.1	0.7	0.4	0.9	1.3	1.4
Germany	0.8	0.6	0.9	0.8	0.9	1.3	1.5
Estonia	0.3	0.6	0.0	0.8	2.9	0.3	2.7
Ireland	1.7	3.4	-0.2	1.7	2.5	2.8	1.9
Greece	-0.2	1.2	-1.7	0.9	0.7	0.5	2.1
Spain	1.3	3.4	-1.0	1.0	2.7	2.5	2.6
France	0.7	1.1	0.3	0.4	0.2	0.6	1.0
Italy	0.6	1.3	-0.1	0.1	0.7	1.3	1.1
Cyprus	1.4	2.9	-0.3	-1.8	1.5	3.3	3.4
Latvia	-0.5	0.8	-1.9	-1.3	1.4	-0.3	0.6
Lithuania	-0.5	-0.5	-0.6	2.0	1.3	2.0	-0.5
Luxembourg	3.2	3.9	2.3	2.6	2.6	3.0	.
Malta	2.0	0.9	3.3	5.1	3.9	4.0	5.4
Netherlands	0.8	1.3	0.2	-0.1	0.9	1.1	2.1
Austria	1.0	1.1	0.8	1.0	0.6	1.2	1.7
Portugal	-0.1	0.4	-0.6	1.4	1.4	1.6	3.3
Slovenia	0.6	1.2	-0.2	0.4	1.2	1.9	2.8
Slovakia	0.6	0.6	0.6	1.4	2.0	2.4	2.2
Finland	0.8	1.6	-0.1	-0.5	-0.1	0.3	1.2
<b>Euro area</b>	<b>0.7</b>	<b>1.3</b>	<b>0.1</b>	<b>0.6</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>1.6</b>
Bulgaria	0.1	1.0	-0.9	0.4	0.4	0.5	1.8
Czech Republic	0.3	0.4	0.3	0.6	1.4	1.3	1.6
Denmark	0.4	0.8	-0.1	1.0	1.3	1.7	1.6
Croatia	0.2	1.3	-0.9	2.7	1.2	0.3	2.2
Hungary	0.5	0.1	1.0	4.8	2.4	2.6	2.0
Poland	0.7	1.0	0.4	1.7	1.5	0.6	1.4
Romania	-1.2	-1.6	-0.9	0.8	-1.3	-0.9	2.6
Sweden	1.0	1.1	1.0	1.4	1.5	1.7	2.3
United Kingdom	0.9	1.0	0.9	2.4	1.7	1.4	1.0
<b>European Union</b>	<b>0.6</b>	<b>1.0</b>	<b>0.2</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.6</b>
United States	0.8	1.0	0.5	1.6	1.7	1.7	.
Japan	0.0	-0.1	0.1	0.6	0.4	1.0	.

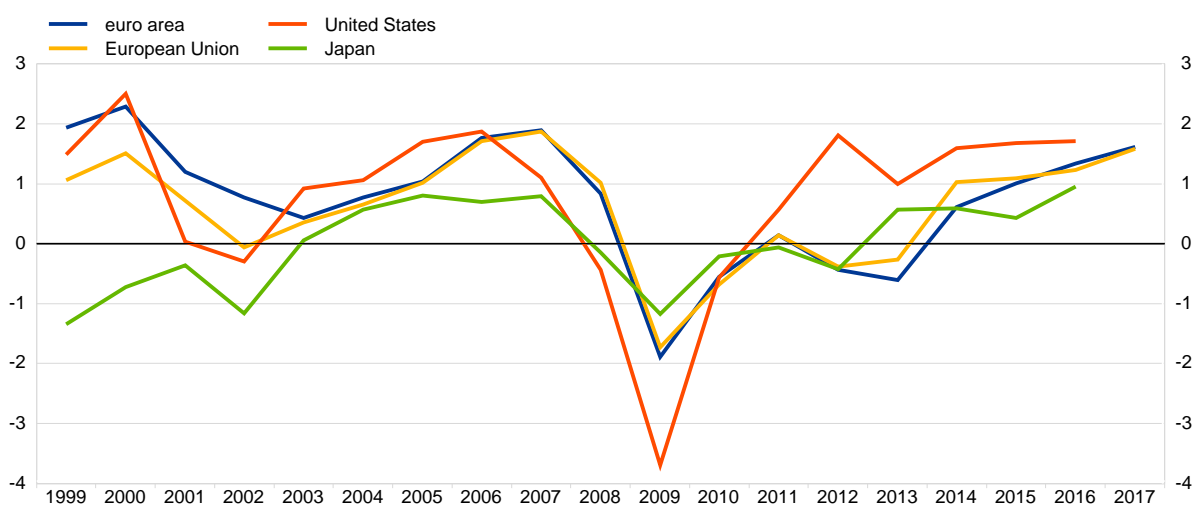
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Croatia and Poland available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

### Chart 2.9 Employment

(persons employed; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.



## 2 Economic activity

### 2.10 Labour productivity

(per persons employed; annual percentage changes)

	1999-2017 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	0.7	1.1	0.3	0.9	0.5	0.2	0.3
Germany	0.6	1.0	0.3	1.1	0.8	0.6	0.7
Estonia	3.2	5.1	1.3	2.1	-1.1	1.8	2.2
Ireland	3.4	2.0	5.3	6.5	22.5	2.3	.
Greece	0.4	2.2	-1.5	-0.2	-1.0	-0.7	-0.8
Spain	0.6	0.1	1.2	0.4	0.7	0.7	0.5
France	0.7	1.0	0.5	0.5	0.8	0.5	0.8
Italy	-0.2	0.0	-0.4	0.0	0.3	-0.5	0.3
Cyprus	0.7	1.2	0.1	0.4	0.5	0.1	0.5
Latvia	4.2	5.8	2.5	3.3	1.5	2.5	4.6
Lithuania	4.3	6.6	1.7	1.5	0.7	0.4	4.4
Luxembourg	0.2	0.5	-0.1	3.1	0.3	0.0	.
Malta	1.1	1.2	1.1	2.8	5.7	1.4	1.1
Netherlands	0.9	1.2	0.5	1.5	1.3	1.1	0.9
Austria	0.7	1.3	0.0	-0.1	0.5	0.2	1.2
Portugal	0.8	1.2	0.5	-0.5	0.4	0.0	-0.6
Slovenia	1.8	3.1	0.5	2.6	1.0	1.2	2.2
Slovakia	3.0	4.5	1.4	1.3	1.8	0.9	1.2
Finland	0.9	1.7	0.0	-0.2	0.3	1.9	1.8
Euro area	0.7	0.8	0.5	0.7	1.0	0.5	0.7
Bulgaria	3.0	3.7	2.3	1.0	3.3	3.4	1.7
Czech Republic	2.4	3.6	1.1	2.2	3.8	1.3	2.7
Denmark	0.9	0.9	0.8	0.6	0.4	0.2	0.5
Croatia	1.5	2.6	0.5	-2.7	1.1	2.9	0.6
Hungary	1.7	3.3	0.0	-0.6	0.9	-0.4	2.0
Poland	2.7	2.6	2.8	1.5	2.3	2.3	3.1
Romania	5.0	7.0	2.7	2.3	5.3	5.8	4.3
Sweden	1.4	1.9	0.8	1.1	3.0	1.5	0.1
United Kingdom	1.0	1.5	0.4	0.7	0.6	0.5	0.7
European Union	1.0	1.3	0.6	0.7	1.2	0.7	0.8
United States	1.3	1.5	1.0	1.0	1.2	-0.2	.
Japan	0.8	1.1	0.5	-0.2	0.9	0.0	.

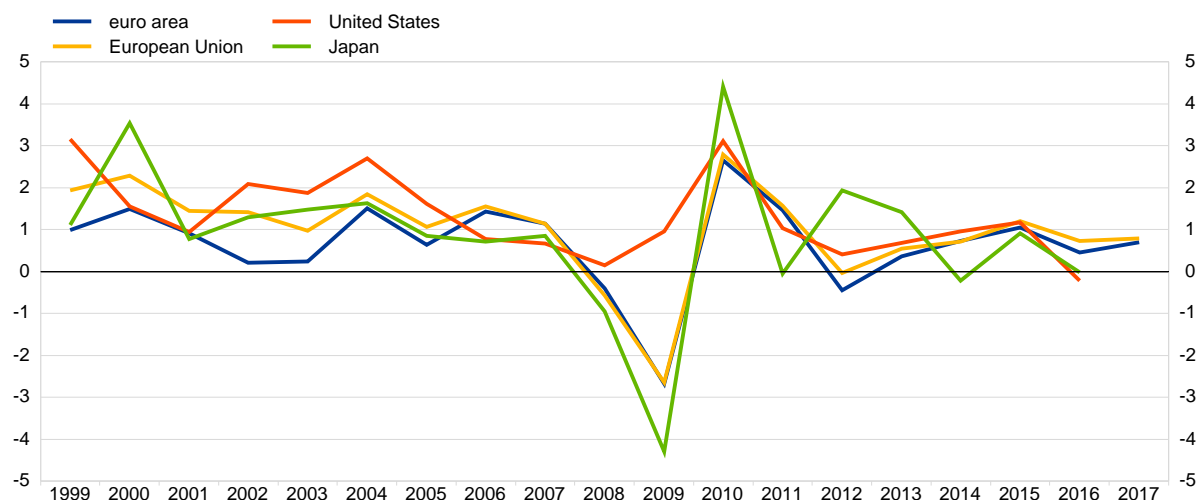
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Croatia and Malta available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### Chart 2.10 Labour productivity

(per persons employed; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.11 Unemployment

(percentage of the labour force)

	1999-2017 <sup>1), 2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>1), 2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	7.8	7.7	7.9	8.5	8.5	7.8	7.2
Germany	7.4	9.1	5.4	5.0	4.6	4.1	3.8
Estonia	9.5	9.3	9.7	7.4	6.2	6.8	5.8
Ireland	8.4	5.0	12.1	11.9	10.0	8.4	6.7
Greece	14.8	10.0	20.9	26.5	24.9	23.6	.
Spain	15.8	10.7	21.5	24.5	22.1	19.6	17.2
France	9.3	8.9	9.8	10.3	10.4	10.1	9.4
Italy	9.3	8.2	10.5	12.7	11.9	11.7	11.2
Cyprus	7.8	4.3	11.4	16.1	14.9	13.0	11.1
Latvia	12.0	10.9	13.2	10.8	9.9	9.6	8.7
Lithuania	11.4	11.0	11.9	10.7	9.1	7.9	7.1
Luxembourg	4.5	3.6	5.5	6.0	6.5	6.3	5.6
Malta	6.4	6.9	5.9	5.8	5.4	4.7	4.0
Netherlands	5.1	4.4	5.8	7.4	6.9	6.0	4.9
Austria	5.0	4.7	5.3	5.6	5.7	6.0	5.5
Portugal	9.9	7.3	12.7	14.1	12.6	11.2	9.0
Slovenia	7.1	6.1	8.2	9.7	9.0	8.0	6.8
Slovakia	14.3	16.0	12.3	13.2	11.5	9.7	8.1
Finland	8.5	8.5	8.4	8.7	9.4	8.8	8.6
Euro area	9.5	8.6	10.6	11.6	10.9	10.0	9.1
Bulgaria	11.1	12.4	9.8	11.4	9.2	7.6	6.3
Czech Republic	6.7	7.4	5.9	6.1	5.1	4.0	2.9
Denmark	5.6	4.5	6.7	6.5	6.2	6.2	5.7
Croatia	13.5	13.1	14.0	17.2	16.1	13.4	11.1
Hungary	7.5	6.6	8.6	7.7	6.8	5.1	4.2
Poland	12.1	15.5	8.4	9.0	7.5	6.2	4.9
Romania	6.9	7.2	6.6	6.8	6.8	5.9	4.9
Sweden	7.1	6.5	7.7	7.9	7.4	6.9	6.7
United Kingdom	6.0	5.2	6.9	6.1	5.3	4.8	.
European Union	9.0	8.5	9.5	10.2	9.4	8.6	7.6
United States	6.0	5.0	7.1	6.2	5.3	4.9	4.4
Japan	4.3	4.6	4.0	3.6	3.4	3.1	2.8

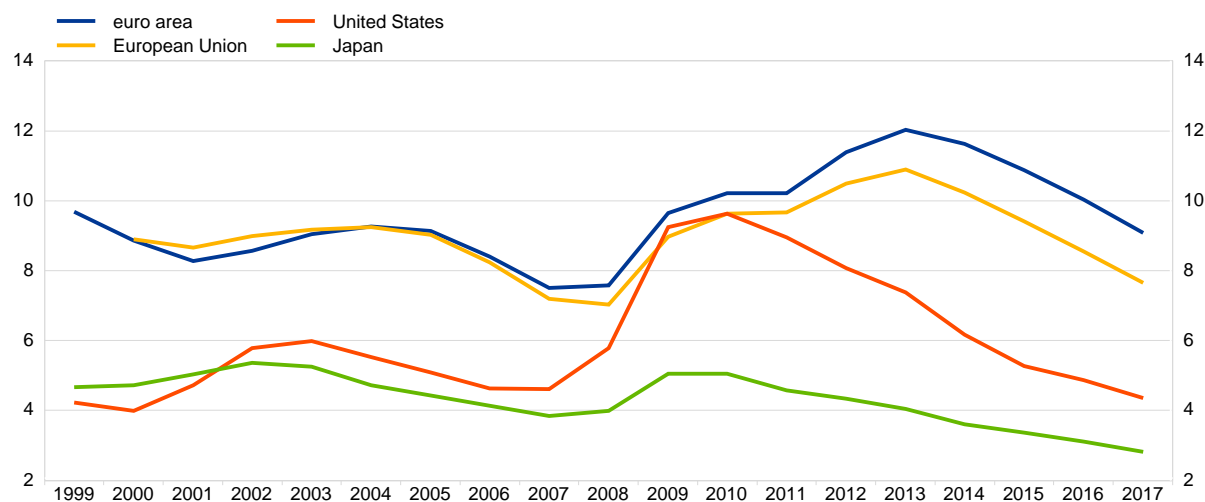
Source: Eurostat.

1) Data for Estonia, Cyprus, Malta, Bulgaria, Croatia and the European Union available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

### Chart 2.11 Unemployment

(percentage of the labour force)



Source: Eurostat.

## 2 Economic activity

### 2.12 Household debt <sup>1)</sup> (percentages of GDP)

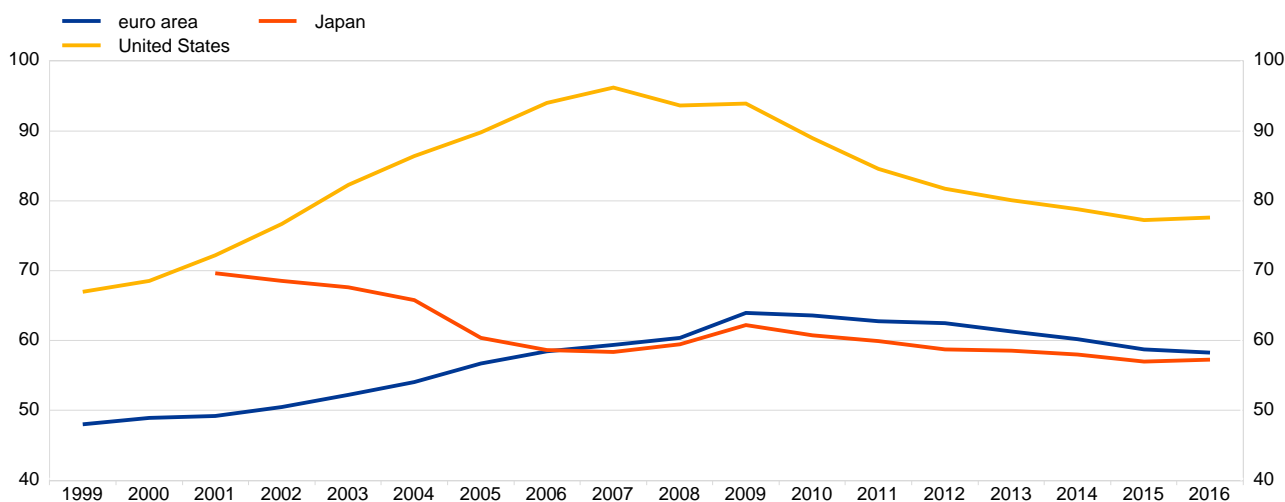
	1999-2016 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	48.5	42.5	56.1	56.4	58.5	59.2	59.5
Germany	62.4	67.3	56.2	55.4	54.1	53.3	53.1
Estonia	34.1	25.4	44.9	40.0	39.5	40.3	41.4
Ireland	80.0	72.1	89.9	93.0	81.2	56.4	52.2
Greece	43.1	28.3	61.5	65.1	63.1	62.2	60.7
Spain	68.1	61.4	76.4	77.1	72.7	67.6	64.1
France	46.4	39.4	55.1	55.7	55.8	56.2	57.2
Italy	35.6	29.7	42.9	43.5	42.7	41.9	41.5
Cyprus	100.6	82.4	123.2	127.7	130.1	127.7	121.2
Latvia	34.7	34.5	34.8	29.7	26.3	24.5	23.8
Lithuania	17.3	11.2	25.1	22.4	21.5	22.2	22.8
Luxembourg	50.2	43.8	58.1	58.1	58.4	60.1	62.4
Malta	54.2	48.3	57.9	59.2	56.7	54.5	53.2
Netherlands	106.7	100.1	114.9	114.5	112.4	110.3	108.3
Austria	50.1	48.3	52.2	51.2	51.0	50.9	51.3
Portugal	78.3	72.9	85.1	86.1	81.7	76.7	72.5
Slovenia	24.1	19.1	29.1	29.8	28.3	27.6	27.3
Slovakia	19.2	10.5	29.9	29.9	32.6	35.0	38.2
Finland	51.2	41.2	63.6	64.0	65.4	66.7	67.2
<b>Euro area</b>	<b>57.2</b>	<b>53.8</b>	<b>61.4</b>	<b>61.3</b>	<b>60.2</b>	<b>58.8</b>	<b>58.2</b>
Bulgaria	18.6	12.0	26.0	25.5	24.9	23.8	23.2
Czech Republic	21.3	14.3	30.1	31.5	30.4	30.2	31.1
Denmark	118.5	105.9	134.3	132.8	131.1	129.2	128.9
Croatia	34.4	29.0	39.8	40.3	40.1	38.5	35.3
Hungary	23.5	18.2	30.1	28.0	25.4	21.3	20.3
Poland	27.9	18.7	34.8	35.1	35.6	36.0	36.7
Romania	13.2	7.9	19.8	19.2	18.0	17.5	16.8
Sweden	67.4	56.6	80.8	82.3	83.3	83.6	85.1
United Kingdom	83.3	78.6	89.2	86.9	85.1	85.4	86.1
<b>European Union</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
United States	82.7	82.7	82.8	80.1	78.8	77.3	77.6
Japan	61.3	63.6	59.0	58.6	58.0	57.0	57.2

Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Defined as outstanding amounts of loans received by households and non-profit institutions serving households.

2) Data for the European Union are not available. Data for Bulgaria available since 2000; for Croatia and Slovenia since 2001; for Poland since 2003; for Latvia and Malta since 2004.

Chart 2.12 Household debt  
(percentages of GDP)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

## 2 Economic activity

### 2.13 Household savings ratio

(percentages of adjusted disposable income<sup>1)</sup>)

	1999-2016 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	14.8	16.0	13.4	12.5	12.3	11.9	11.2
Germany	16.4	16.1	16.7	16.2	16.8	17.0	17.1
Estonia	5.6	1.5	10.6	9.1	10.7	11.7	11.3
Ireland	7.8	6.8	9.0	9.1	7.3	6.8	6.7
Greece	3.1	6.7	-1.4	-4.7	-3.6	-5.4	-6.8
Spain	9.6	9.5	9.8	9.6	9.3	8.6	7.7
France	14.8	14.9	14.6	14.0	14.4	13.9	13.5
Italy	12.8	14.3	11.0	11.0	11.2	10.5	10.5
Cyprus	4.7	7.2	1.2	-3.3	-7.9	-5.7	.
Latvia	1.4	1.5	1.2	-3.8	-1.9	1.8	2.7
Lithuania	2.6	2.5	2.7	2.4	0.2	0.0	-0.5
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	12.5	11.6	13.6	14.1	14.5	13.1	13.1
Austria	14.9	15.8	13.7	12.7	12.4	12.5	13.4
Portugal	8.5	9.5	7.3	7.8	5.2	5.3	5.8
Slovenia	13.6	15.8	12.6	12.7	12.5	12.7	12.8
Slovakia	7.7	7.9	7.4	5.9	7.2	8.9	9.5
Finland	8.3	8.5	8.1	8.6	7.2	6.9	6.0
<b>Euro area</b>	<b>13.1</b>	<b>13.4</b>	<b>12.7</b>	<b>12.5</b>	<b>12.7</b>	<b>12.4</b>	<b>12.1</b>
Bulgaria	-6.7	-10.1	-2.5	-1.5	-4.5	-0.9	4.9
Czech Republic	11.5	11.3	11.8	10.9	11.8	12.0	11.2
Denmark	6.6	5.5	8.0	8.8	3.8	10.3	10.2
Croatia	10.3	7.8	12.5	11.3	13.2	14.2	14.0
Hungary	9.5	9.5	9.5	9.8	10.9	9.6	.
Poland	6.2	8.7	3.1	2.5	2.3	2.3	4.4
Romania	-1.5	-6.5	4.7	13.3	14.5	15.5	21.7
Sweden	12.9	9.8	16.7	17.5	18.9	17.6	18.8
United Kingdom	7.7	7.6	7.8	6.7	6.8	6.5	5.2
<b>European Union</b>	<b>11.7</b>	<b>11.8</b>	<b>11.5</b>	<b>11.2</b>	<b>11.0</b>	<b>10.9</b>	<b>10.8</b>
United States	8.0	7.2	9.1	8.2	8.9	9.3	8.2
Japan	10.8	12.1	8.8	6.9	6.0	7.0	.

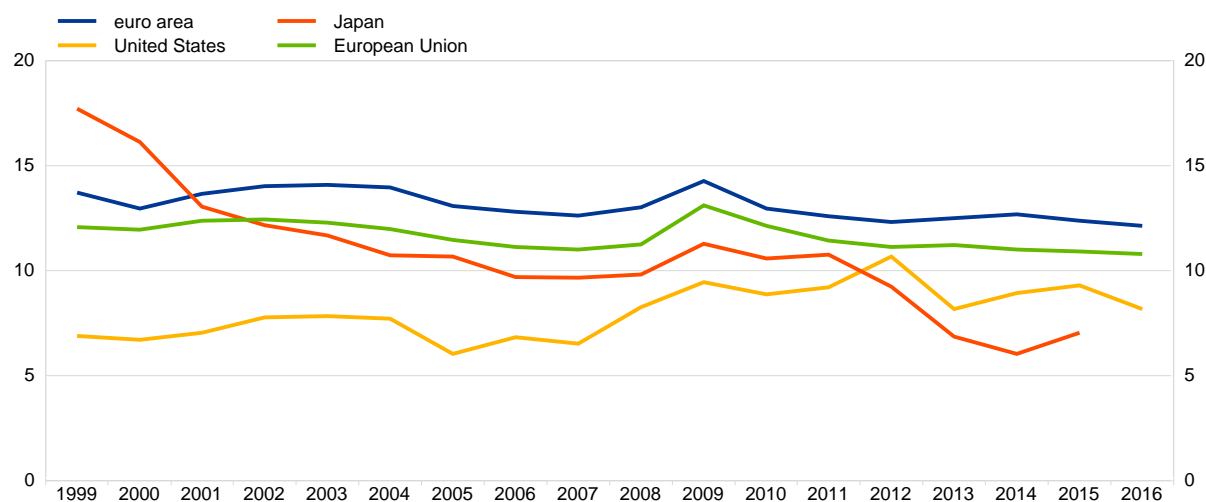
Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Disposable income adjusted for the change in the net equity of households in pension fund reserves.

2) Data for Luxembourg and Malta are not available. Data for Croatia since 2002; for Lithuania since 2004; and for Slovenia since 2005.

### Chart 2.13 Household savings

(percentages of adjusted disposable income)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

## 2 Economic activity

### 2.14 Non-financial corporations' debt <sup>1)</sup> (percentages of GDP)

	1999-2016 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	130.3	114.2	150.3	149.6	149.5	154.8	166.2
Germany	64.4	65.8	62.6	63.7	61.1	60.8	61.1
Estonia	84.0	79.0	90.4	87.1	90.5	87.1	85.2
Ireland	156.9	108.1	217.9	202.7	219.6	267.7	246.4
Greece	55.4	47.5	65.2	63.7	64.8	63.9	63.9
Spain	106.0	94.4	120.6	120.1	113.9	107.3	101.8
France	109.7	101.1	120.5	118.8	124.7	127.2	131.5
Italy	77.6	70.5	86.4	87.5	85.9	82.3	80.0
Cyprus	202.4	193.9	213.0	214.4	225.0	228.2	225.6
Latvia	77.9	66.6	84.9	79.3	76.8	77.5	73.2
Lithuania	43.8	45.6	42.7	39.8	36.6	37.0	40.5
Luxembourg	237.5	170.3	321.4	317.9	327.2	359.3	348.5
Malta	143.3	124.5	155.0	155.5	154.1	143.7	141.9
Netherlands	120.6	119.0	122.6	120.9	121.8	125.7	123.0
Austria	92.7	90.5	95.4	98.5	94.9	94.5	94.0
Portugal	113.6	101.3	128.9	137.2	128.8	121.2	114.6
Slovenia	79.6	71.8	84.5	88.6	79.0	67.9	60.8
Slovakia	48.0	45.4	51.3	50.1	52.6	51.7	55.0
Finland	100.0	89.7	112.8	113.1	118.1	124.3	114.2
<b>Euro area</b>	<b>96.9</b>	<b>88.8</b>	<b>106.0</b>	<b>105.0</b>	<b>106.7</b>	<b>108.4</b>	<b>107.7</b>
Bulgaria	87.4	68.8	108.4	112.5	108.8	96.6	91.4
Czech Republic	52.5	48.0	58.2	66.1	63.0	59.2	56.5
Denmark	86.4	80.5	93.8	94.0	90.7	90.0	91.9
Croatia	81.6	63.6	99.5	102.8	100.8	99.7	95.0
Hungary	72.1	61.8	85.0	83.2	82.6	78.2	72.3
Poland	38.9	33.0	43.4	43.6	46.1	47.4	49.6
Romania	48.8	44.5	54.2	48.6	45.1	43.9	40.4
Sweden	131.2	115.0	151.4	151.8	152.5	152.4	148.1
United Kingdom	117.8	116.4	119.6	110.6	118.8	111.9	119.7
<b>European Union</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
United States <sup>3)</sup>	66.4	64.8	68.5	67.4	68.5	70.3	72.1
Japan <sup>4)</sup>	110.6	110.6	110.6	108.2	107.3	105.0	106.7

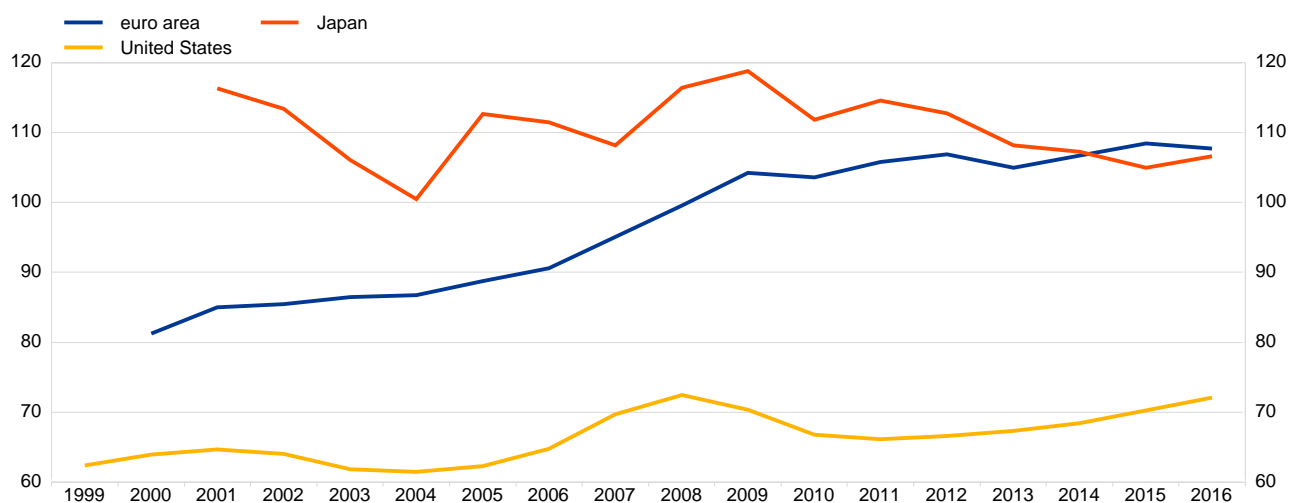
Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Defined as outstanding amounts of loans taken, debt securities issued and pension scheme liabilities.

2) Data for the European Union are not available. Data for Bulgaria since 2000; for Croatia since 2001; for Poland since 2003; and for Latvia, Lithuania, Malta and Slovenia since 2004.

3) Figures for the United States do not include inter-company loans and pension scheme liabilities.

Chart 2.14 Non-financial corporations' debt  
(percentages of GDP)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

## 3 Prices and costs

### 3.1 HICP

(annual percentage changes)

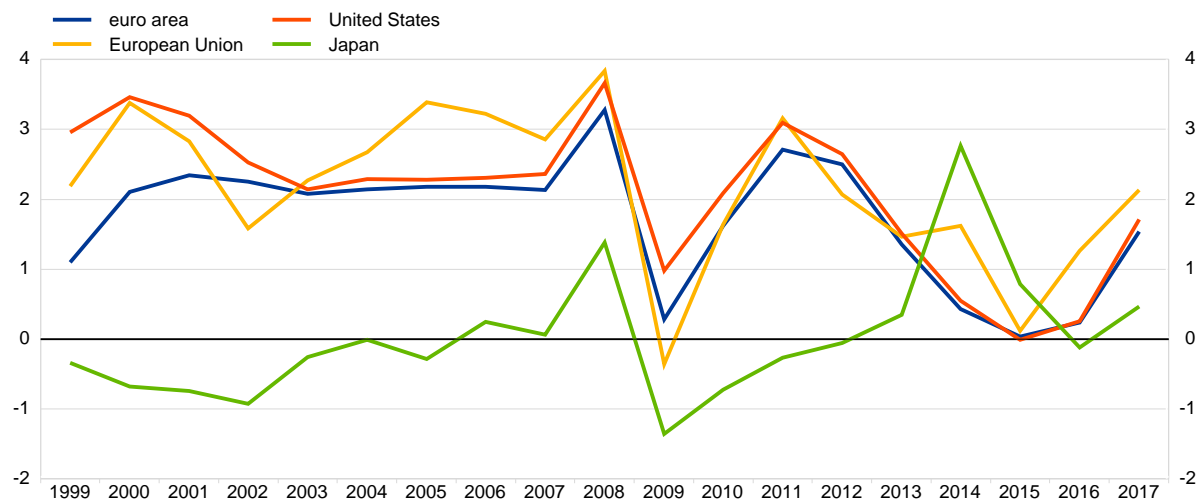
	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.9	2.2	1.6	0.5	0.6	1.8	2.2
Germany	1.4	1.7	1.2	0.8	0.1	0.4	1.7
Estonia	3.5	4.6	2.3	0.5	0.1	0.8	3.7
Ireland	1.8	3.4	0.1	0.3	0.0	-0.2	0.3
Greece	2.1	3.3	0.9	-1.4	-1.1	0.0	1.1
Spain	2.2	3.2	1.1	-0.2	-0.6	-0.3	2.0
France	1.5	1.9	1.1	0.6	0.1	0.3	1.2
Italy	1.9	2.4	1.3	0.2	0.1	-0.1	1.3
Cyprus	1.8	2.7	0.8	-0.3	-1.5	-1.2	0.7
Latvia	3.6	5.6	1.4	0.7	0.2	0.1	2.9
Lithuania	2.4	2.7	2.0	0.2	-0.7	0.7	3.7
Luxembourg	2.2	2.8	1.6	0.7	0.1	0.0	2.1
Malta	2.1	2.6	1.6	0.8	1.2	0.9	1.3
Netherlands	1.9	2.4	1.3	0.3	0.2	0.1	1.3
Austria	1.8	1.9	1.8	1.5	0.8	1.0	2.2
Portugal	2.0	2.9	1.1	-0.2	0.5	0.6	1.6
Slovenia	3.4	5.5	1.2	0.4	-0.8	-0.2	1.6
Slovakia	3.8	6.2	1.3	-0.1	-0.3	-0.5	1.4
Finland	1.7	1.8	1.6	1.2	-0.2	0.4	0.8
<b>Euro area</b>	<b>1.7</b>	<b>2.2</b>	<b>1.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>	<b>1.5</b>
Bulgaria	4.0	6.7	1.0	-1.6	-1.1	-1.3	1.2
Czech Republic	2.1	2.7	1.4	0.4	0.3	0.6	2.4
Denmark	1.7	2.1	1.2	0.4	0.2	0.0	1.1
Croatia	2.4	3.4	1.3	0.2	-0.3	-0.6	1.3
Hungary	4.7	6.7	2.5	0.0	0.1	0.4	2.4
Poland	2.9	3.9	1.7	0.1	-0.7	-0.2	1.6
Romania	11.3	19.5	2.8	1.4	-0.4	-1.1	1.1
Sweden	1.5	1.7	1.2	0.2	0.7	1.1	1.9
United Kingdom	2.0	1.8	2.2	1.5	0.0	0.7	2.7
<b>European Union</b>	<b>2.1</b>	<b>2.7</b>	<b>1.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.0</b>	<b>0.3</b>	<b>1.7</b>
United States <sup>(1)</sup>	2.2	2.8	1.5	1.6	0.1	1.3	2.1
Japan <sup>(1)</sup>	0.0	-0.2	0.2	2.8	0.8	-0.1	0.5

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data refer to the consumer price index.

Chart 3.1 HICP<sup>1)</sup>

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States and Japan refer to the consumer price index.

## 3 Prices and costs

### 3.2 HICP excluding food and energy (annual percentage changes)

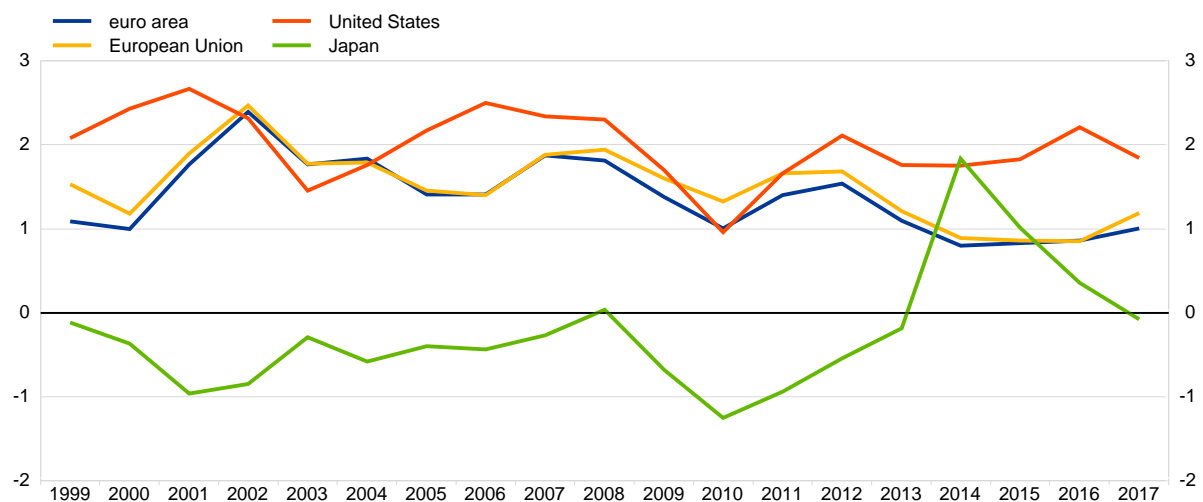
	1999-2017 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.6	1.5	1.6	1.5	1.6	1.8	1.5
Germany	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.3
Estonia	2.8	3.8	1.6	1.3	1.2	1.2	2.0
Ireland	1.6	3.0	0.0	0.7	1.6	0.7	0.2
Greece	1.6	2.9	0.2	-1.5	-0.4	0.6	0.3
Spain	1.8	2.7	0.8	-0.1	0.3	0.7	1.2
France	1.2	1.4	0.9	1.0	0.6	0.6	0.6
Italy	1.7	2.1	1.3	0.7	0.7	0.5	0.8
Cyprus	0.9	1.3	0.5	0.1	-0.4	-0.8	0.4
Latvia	2.5	4.3	0.5	1.7	1.5	1.2	1.7
Lithuania	1.5	1.7	1.2	0.7	1.9	1.7	2.6
Luxembourg	1.8	1.9	1.7	1.3	1.7	1.0	1.4
Malta	1.6	2.1	1.1	1.5	1.5	1.0	0.9
Netherlands	1.6	1.9	1.3	0.6	0.9	0.6	0.8
Austria	1.7	1.5	1.9	1.7	1.7	1.6	2.1
Portugal	1.8	2.7	0.8	0.2	0.6	0.9	1.2
Slovenia	2.8	4.9	0.5	0.6	0.3	0.7	0.7
Slovakia	3.3	5.1	1.3	0.5	0.5	0.9	1.4
Finland	1.5	1.5	1.5	1.6	0.8	1.1	0.6
<b>Euro area</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>	<b>1.1</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>
Bulgaria	3.6	6.5	0.4	-1.6	-0.6	-1.0	-0.5
Czech Republic	1.3	1.9	0.7	0.5	0.7	1.2	1.9
Denmark	1.5	1.8	1.1	0.6	1.2	0.5	0.7
Croatia	1.4	3.2	0.8	0.5	0.8	0.2	1.0
Hungary	3.1	4.3	2.3	1.4	1.7	1.5	1.4
Poland	2.4	3.5	1.1	0.2	0.5	0.2	0.7
Romania	5.4	9.3	2.5	2.3	1.6	0.0	0.2
Sweden	1.1	1.1	1.0	0.4	0.9	1.2	1.4
United Kingdom	1.5	1.1	1.9	1.6	1.0	1.2	2.3
<b>European Union</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.3</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>1.2</b>
United States <sup>(2)</sup>	2.0	2.4	1.8	1.7	1.8	2.2	1.8
Japan <sup>(2)</sup>	-0.3	-0.2	-0.1	1.8	1.0	0.4	-0.1

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Slovenia and Czech Republic available since 2001; for Hungary and Romania since 2002; and for Croatia since 2006.

2) Data refer to the consumer price index.

Chart 3.2 HICP excluding food and energy <sup>1)</sup>  
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States and Japan refer to the consumer price index.

## 3 Prices and costs

### 3.3 GDP deflator

(annual percentage changes)

	1999-2017 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.7	1.9	1.4	0.7	1.1	1.6	1.9
Germany	1.2	0.8	1.5	1.8	2.0	1.3	1.5
Estonia	4.6	6.5	2.5	1.5	1.2	1.6	4.0
Ireland	1.9	3.3	0.1	-0.4	7.3	0.0	.
Greece	1.6	3.2	-0.2	-1.8	-1.0	-1.0	0.7
Spain	2.0	3.6	0.3	-0.2	0.6	0.3	1.0
France	1.3	1.8	0.8	0.6	1.1	0.4	0.8
Italy	1.8	2.4	1.1	1.0	0.9	0.8	0.6
Cyprus	1.9	3.4	0.3	-1.6	-1.2	-0.7	1.5
Latvia	4.3	7.8	0.6	1.8	0.0	0.3	3.0
Lithuania	2.5	3.3	1.6	1.0	0.3	1.0	4.3
Luxembourg	2.7	3.2	1.9	1.6	1.3	-1.3	.
Malta	2.4	2.5	2.4	2.3	2.4	1.5	2.3
Netherlands	1.7	2.5	0.7	0.1	0.8	0.6	0.9
Austria	1.7	1.6	1.7	2.0	2.3	1.1	1.5
Portugal	2.1	3.2	1.0	0.8	2.0	1.5	1.4
Slovenia	3.1	4.9	1.1	0.8	1.0	0.9	2.0
Slovakia	2.6	4.6	0.4	-0.2	-0.2	-0.4	1.3
Finland	1.6	1.5	1.7	1.7	1.9	0.8	0.9
<b>Euro area</b>	<b>1.6</b>	<b>2.0</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>1.4</b>	<b>0.8</b>	<b>1.1</b>
Bulgaria	4.1	6.0	2.0	0.5	2.2	2.2	1.2
Czech Republic	1.8	2.4	1.1	2.5	1.2	1.2	1.3
Denmark	1.9	2.5	1.2	1.0	0.7	0.0	1.6
Croatia	2.6	4.1	1.0	0.1	0.0	-0.1	1.2
Hungary	4.7	6.4	2.8	3.4	1.9	1.0	3.7
Poland	2.6	3.5	1.7	0.5	0.8	0.4	2.0
Romania	13.8	24.0	3.4	1.7	2.6	2.1	5.0
Sweden	1.7	1.8	1.6	1.8	2.1	1.6	2.1
United Kingdom	1.9	2.2	1.6	1.7	0.5	2.0	2.1
<b>European Union</b>	<b>1.5</b>	<b>2.0</b>	<b>0.9</b>	<b>1.7</b>	<b>3.0</b>	<b>-1.2</b>	<b>0.4</b>
United States	1.9	2.3	1.5	1.8	1.1	1.3	1.8
Japan	-0.7	-1.2	-0.2	1.7	2.1	0.3	-0.2

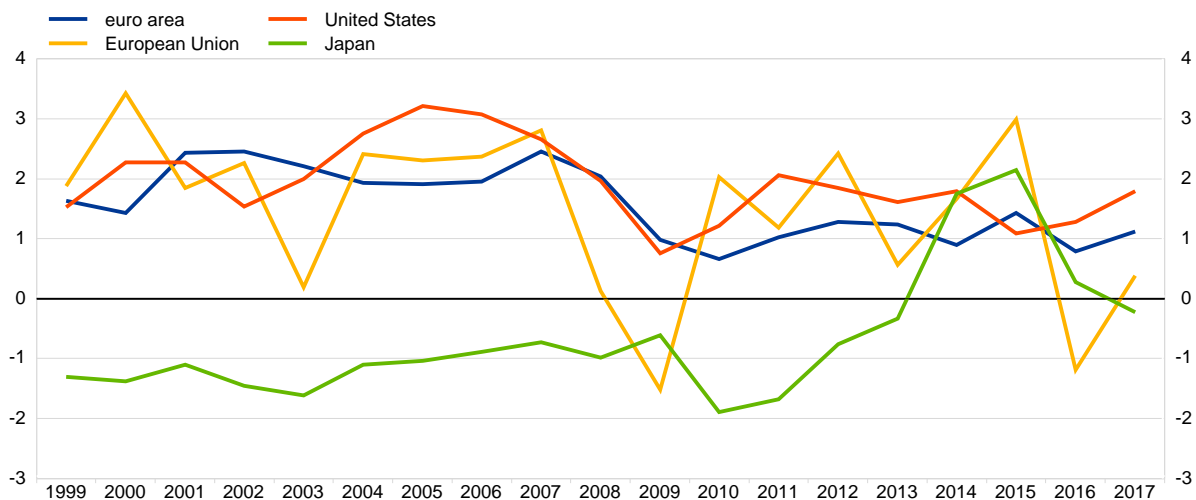
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

### Chart 3.3 GDP deflator

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.



## 3 Prices and costs

### 3.4 Industrial producer prices

(annual percentage changes; domestic sales only)

	1999-2017 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	2.0	3.1	0.8	-4.6	-4.2	-1.8	8.9
Germany	1.4	2.4	0.2	-0.9	-1.8	-1.7	2.6
Estonia	2.9	4.7	1.6	-2.3	-2.8	-2.1	3.3
Ireland	1.4	4.0	0.5	-0.3	-4.4	-2.8	3.4
Greece	2.3	4.2	0.3	-0.8	-5.8	-5.4	4.2
Spain	2.2	3.3	1.0	-1.3	-2.1	-3.1	4.4
France	1.3	2.4	0.2	-1.3	-2.2	-2.3	2.4
Italy	1.5	3.1	0.0	-1.8	-3.4	-2.2	2.6
Cyprus	2.4	4.8	0.4	-3.1	-5.7	-3.7	2.7
Latvia	4.3	8.4	1.2	0.1	-1.4	-3.3	2.2
Lithuania	2.4	4.8	-0.3	-5.1	-9.2	-3.2	3.6
Luxembourg	2.2	5.1	-1.0	-4.8	-0.5	-2.5	-1.9
Malta	3.7	5.2	2.4	-1.1	-3.2	-0.4	0.7
Netherlands	2.2	4.6	-0.5	-1.7	-4.4	-2.5	4.4
Austria	1.1	1.8	0.3	-1.4	-2.1	-2.5	1.9
Portugal	2.2	3.6	0.6	-1.5	-4.2	-1.8	3.7
Slovenia	2.5	4.3	0.6	-1.0	-0.5	-1.4	1.3
Slovakia	2.2	5.3	-1.0	-3.7	-4.3	-4.4	2.6
Finland	1.7	2.6	0.7	-0.9	-2.2	-1.5	2.7
<b>Euro area</b>	<b>1.6</b>	<b>2.7</b>	<b>0.3</b>	<b>-1.5</b>	<b>-2.8</b>	<b>-2.3</b>	<b>3.1</b>
Bulgaria	3.9	6.2	1.5	-0.9	-1.7	-2.8	4.2
Czech Republic	1.4	2.6	0.1	-0.8	-3.2	-3.3	1.8
Denmark	2.8	5.0	0.5	-2.3	-6.5	-1.5	3.3
Croatia	2.1	3.1	0.9	-2.7	-3.8	-3.9	2.1
Hungary	4.7	7.4	1.7	-2.1	-3.1	-3.1	4.6
Poland	2.6	3.5	1.8	-1.4	-2.4	0.0	4.8
Romania	9.3	18.0	2.2	0.2	-1.8	-2.6	3.1
Sweden	1.9	3.1	0.6	0.1	-1.1	0.0	4.1
United Kingdom	2.8	4.3	1.2	-2.3	-7.6	-0.3	6.3
<b>European Union</b>	<b>1.8</b>	<b>3.0</b>	<b>0.5</b>	<b>-1.6</b>	<b>-3.4</b>	<b>-1.9</b>	<b>3.6</b>
United States <sup>(2)</sup>	2.2	3.1	1.2	1.9	-3.3	-1.0	3.2
Japan <sup>(3)</sup>	0.0	0.5	-0.5	3.2	-2.3	-3.5	2.3

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

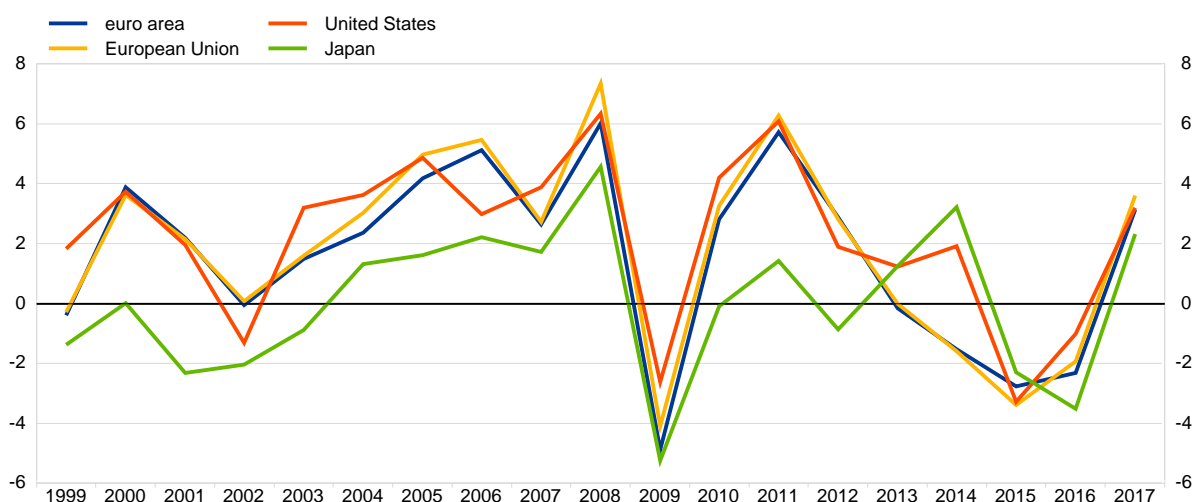
1) Data for Cyprus, Malta, Bulgaria, Poland and Romania available since 2001; for Latvia since 2002; for Estonia since 2003; and for Ireland since 2006.

2) Data refer to finished goods.

3) Data refer to the output price index in the manufacturing sector.

### Chart 3.4 Industrial producer prices <sup>1)</sup>

(annual percentage changes; domestic sales only)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States refer to finished goods; data for Japan refer to the output price index in the manufacturing sector.

## 3 Prices and costs

### 3.5 Unit labour costs (annual percentage changes)

	1999-2017 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.5	1.8	1.3	0.0	-0.5	-0.1	1.4
Germany	1.0	0.2	2.0	1.7	1.8	1.6	1.9
Estonia	4.9	7.0	2.5	4.2	4.6	4.0	3.5
Ireland	-0.2	3.7	-4.8	-4.4	-16.6	-0.2	.
Greece	1.6	3.6	-0.6	-1.8	-1.3	-0.2	0.9
Spain	1.5	3.3	-0.4	-0.3	1.4	-0.7	-0.1
France	1.6	1.9	1.3	0.9	0.0	0.4	1.1
Italy	1.9	2.7	1.0	0.1	0.7	0.9	-0.2
Cyprus	1.6	3.2	-0.1	-4.0	-1.7	-0.8	0.2
Latvia	4.8	8.8	0.5	5.2	6.1	4.2	3.2
Lithuania	2.3	2.8	1.7	3.2	5.0	5.9	4.6
Luxembourg	2.7	3.3	2.0	-0.9	2.8	0.7	.
Malta	2.1	2.6	1.6	-1.2	-0.6	1.5	0.0
Netherlands	1.6	2.0	1.0	0.1	-1.6	0.4	.
Austria	1.4	1.0	1.9	2.0	1.6	2.1	0.4
Portugal	1.4	2.6	0.1	-1.3	0.0	2.1	1.7
Slovenia	3.0	4.6	1.2	-1.2	0.4	1.6	0.6
Slovakia	2.6	3.6	1.5	0.5	1.6	1.4	2.8
Finland	1.6	1.6	1.6	1.1	1.2	-0.6	-2.7
<b>Euro area</b>	<b>1.4</b>	<b>1.7</b>	<b>1.1</b>	<b>0.7</b>	<b>0.4</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>
Bulgaria	5.0	5.2	4.9	4.6	2.3	2.3	5.7
Czech Republic	2.2	2.8	1.5	0.4	-0.8	3.3	3.6
Denmark	1.9	2.7	1.0	0.7	1.3	0.9	0.9
Croatia	0.9	2.7	-0.7	-2.6	-0.7	-3.0	-1.7
Hungary	4.1	6.1	2.0	1.4	-2.4	4.4	5.8
Poland	1.0	0.8	1.2	0.6	-0.6	2.1	.
Romania	11.8	21.0	2.4	4.3	-3.3	4.1	10.3
Sweden	1.9	2.2	1.7	1.0	-0.3	1.3	2.0
United Kingdom	2.3	2.9	1.7	-0.1	0.4	2.7	2.2
<b>European Union</b>	<b>1.6</b>	<b>1.9</b>	<b>1.2</b>	<b>0.5</b>	<b>0.2</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>
United States	0.4	0.2	0.7	2.7	2.3	0.3	0.9
Japan	-1.4	-1.9	-0.7	1.1	-0.4	1.2	.

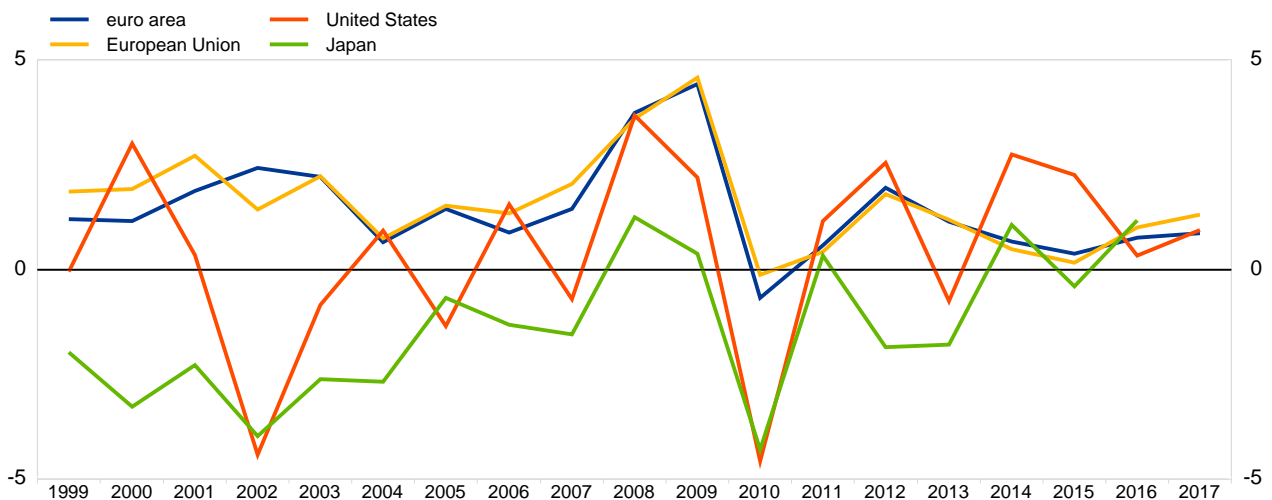
Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### Chart 3.5 Unit labour costs

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States) and ECB calculations.

## 3 Prices and costs

### 3.6 Compensation per employee (annual percentage changes)

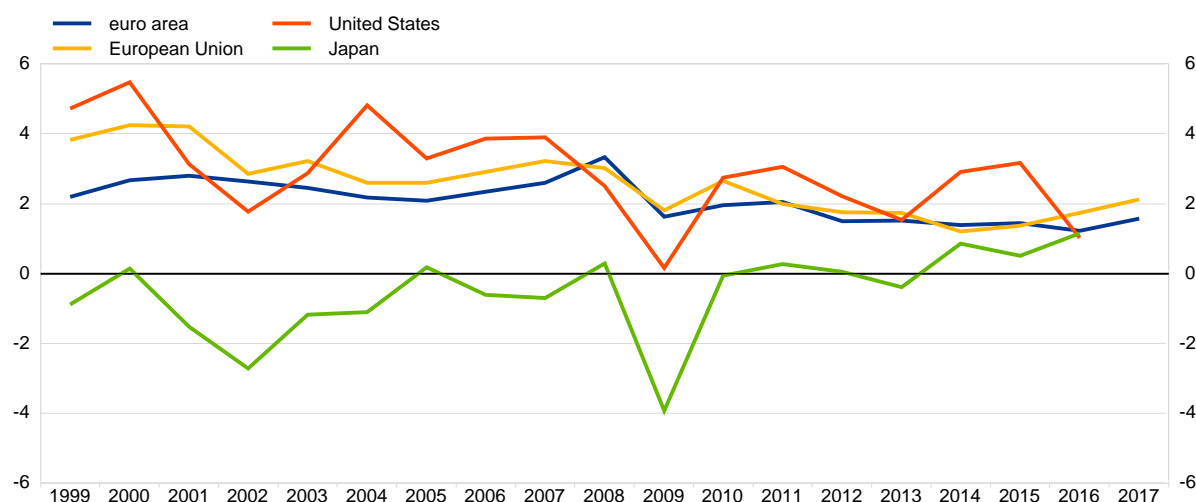
	1999-2017 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	2.3	2.9	1.6	0.9	0.0	0.1	1.7
Germany	1.7	1.2	2.2	2.8	2.7	2.2	2.6
Estonia	8.3	12.4	3.8	6.4	3.4	5.9	5.7
Ireland	3.3	5.7	0.3	1.8	2.1	2.0	.
Greece	2.1	6.0	-2.1	-2.0	-2.3	-0.9	0.1
Spain	2.2	3.5	0.8	0.1	2.2	0.0	0.4
France	2.3	2.8	1.7	1.4	0.9	0.9	1.9
Italy	1.6	2.6	0.6	0.2	1.0	0.4	0.2
Cyprus	2.3	4.5	0.0	-3.6	-1.2	-0.7	0.7
Latvia	9.2	15.1	3.0	8.6	7.7	6.8	7.9
Lithuania	6.7	9.6	3.5	4.7	5.8	6.2	9.1
Luxembourg	2.9	3.7	1.9	2.2	3.0	0.7	.
Malta	3.3	3.9	2.7	1.6	5.1	2.9	1.1
Netherlands	2.4	3.2	1.5	1.6	-0.3	1.5	.
Austria	2.1	2.3	2.0	1.9	2.1	2.4	1.6
Portugal	2.2	3.8	0.5	-1.8	0.4	2.1	1.1
Slovenia	4.9	7.9	1.7	1.3	1.4	2.8	2.8
Slovakia	5.7	8.3	3.0	1.8	3.5	2.3	4.1
Finland	2.5	3.3	1.6	1.0	1.4	1.3	-1.0
<b>Euro area</b>	<b>2.1</b>	<b>2.5</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>	<b>1.6</b>
Bulgaria	8.2	9.1	7.3	5.6	5.6	5.8	7.5
Czech Republic	4.7	6.5	2.6	2.6	3.0	4.6	6.4
Denmark	2.8	3.6	1.8	1.4	1.6	1.2	1.4
Croatia	2.4	5.4	-0.2	-5.2	0.4	-0.2	-1.1
Hungary	5.9	9.6	2.0	0.8	-1.5	4.0	7.9
Poland	3.8	3.5	4.0	2.2	1.7	4.4	.
Romania	17.3	29.6	5.1	6.7	1.9	10.1	15.0
Sweden	3.4	4.1	2.6	2.2	2.7	2.8	2.1
United Kingdom	3.3	4.4	2.1	0.5	1.1	3.3	2.9
<b>European Union</b>	<b>2.6</b>	<b>3.3</b>	<b>1.8</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.7</b>	<b>2.1</b>
United States	2.9	3.6	2.1	2.9	3.2	1.0	.
Japan	-0.5	-0.8	-0.2	0.8	0.5	1.2	.

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2015 and 2009-2015.

Chart 3.6 Compensation per employee  
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 3 Prices and costs

### 3.7 Residential property prices (annual percentage changes)

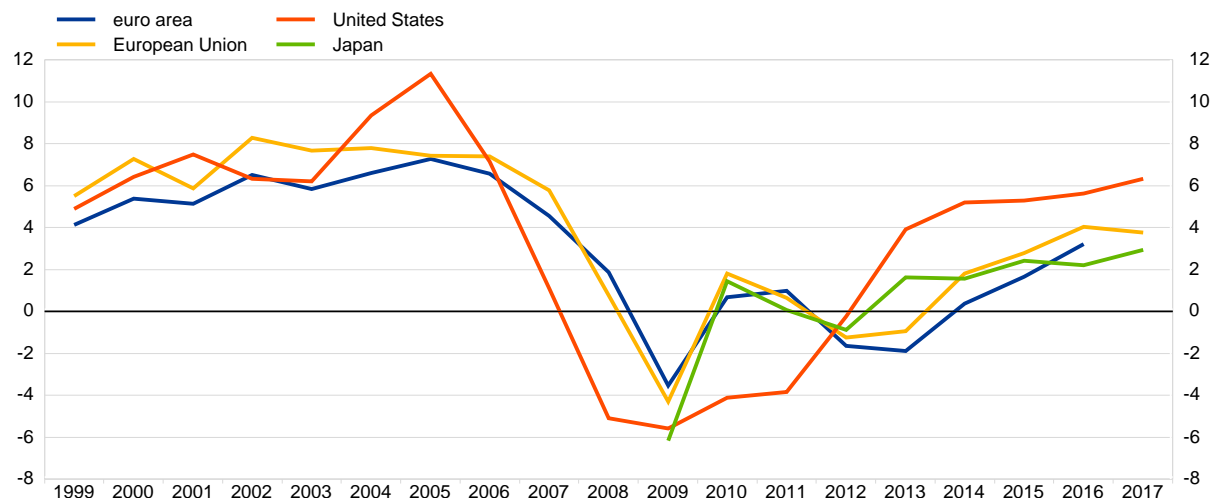
	1999-2017 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017 <sup>2)</sup>	2014	2015	2016	2017
Belgium	5.3	7.8	2.2	0.7	3.8	0.9	.
Germany	2.3	1.4	2.8	3.1	4.5	6.0	.
Estonia	5.4	17.7	1.1	13.7	6.9	4.7	.
Ireland	3.9	10.6	-4.0	17.2	10.7	7.5	.
Greece	1.5	8.6	-5.9	-7.5	-5.0	-2.4	-1.0
Spain	3.7	10.5	-4.2	0.3	3.6	4.7	.
France	4.9	9.3	0.1	-1.8	-1.9	0.9	3.2
Italy	2.0	5.6	-2.2	-4.4	-2.6	-0.8	.
Cyprus	3.5	15.3	-4.5	-8.8	-4.3	-1.4	.
Latvia	0.4	17.4	-3.5	6.0	-3.4	8.5	.
Lithuania	1.1	17.3	-2.6	6.4	3.7	5.4	.
Luxembourg	4.0	3.4	4.1	4.4	5.4	5.9	.
Malta	5.5	17.2	1.4	2.6	5.8	5.4	.
Netherlands	3.5	7.4	-0.6	0.9	2.8	5.0	7.6
Austria	3.1	1.0	5.5	3.4	4.2	7.3	3.8
Portugal	0.0	-	0.0	4.2	3.1	7.1	.
Slovenia	1.6	14.4	-2.8	-6.6	0.8	3.3	.
Slovakia	3.7	20.9	-2.1	-0.8	0.9	4.3	.
Finland	2.6	4.5	1.8	-0.4	0.0	0.6	.
Euro area	2.9	5.4	0.0	0.4	1.6	3.2	.
Bulgaria	2.7	22.7	-4.0	1.4	2.8	7.0	.
Czech Republic	0.8	-	0.8	2.5	4.0	7.2	.
Denmark	4.1	10.0	0.6	3.8	7.0	4.7	.
Croatia	-2.6	-	-2.6	-1.6	-2.9	0.9	.
Hungary	1.5	2.4	1.4	4.2	13.1	13.4	.
Poland	-0.6	-	-0.6	1.0	1.5	1.9	.
Romania	-2.8	-	-2.8	-2.1	2.9	6.0	.
Sweden	7.6	8.5	6.3	9.4	13.1	8.6	.
United Kingdom	6.2	9.5	2.3	8.0	6.0	7.0	4.8
European Union	3.7	6.4	0.5	1.8	2.8	4.0	.
United States	3.3	5.4	0.7	5.2	5.3	5.6	6.3
Japan	1.2	-	1.2	1.6	2.4	2.2	.

Sources: National sources and ECB.

1) Data for Cyprus and Denmark available since 2002; for Germany since 2003; for Estonia, Ireland, Spain, Malta, Finland and Bulgaria since 2005; for Latvia since 2006; for Luxembourg and Slovenia since 2007; for Portugal, the Czech Republic, Croatia and Japan since 2008; for Romania since 2009; and for Poland since 2010.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 3.7 Residential property prices  
(annual percentage changes)



Sources: National sources and ECB.

## 4 Exchange rates and balance of payments

### 4.1 Effective exchange rates

(period averages; index: 1999 Q1=100)

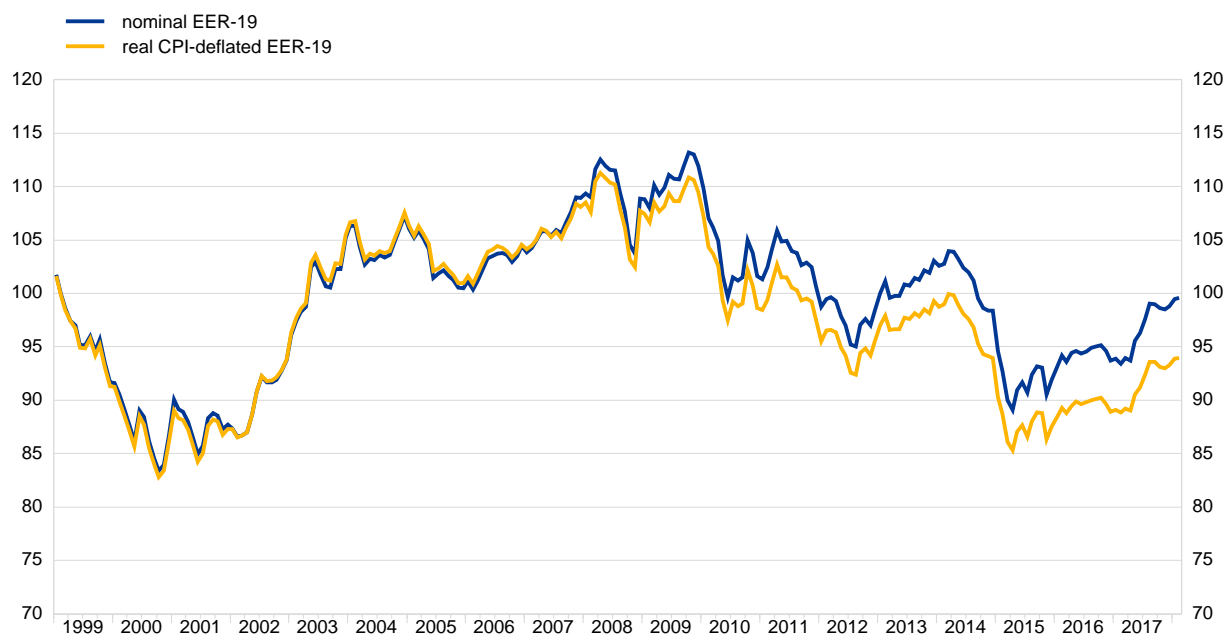
	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
<b>EER-19</b>							
Nominal	99.4	98.8	100.0	101.4	91.7	94.4	96.6
Real CPI	97.6	98.7	96.5	97.2	87.6	89.5	91.4
Real PPI	97.1	98.5	95.5	96.4	88.6	90.8	92.0
Real GDP deflator	94.4	96.8	91.4	90.9	82.8	84.9	
Real ULCM <sup>(1)</sup>	97.2	96.8	97.7	96.3	80.7	80.0	
Real ULCT	97.4	97.1	97.9	98.4	88.3	89.5	
<b>EER-38</b>							
Nominal	107.5	103.8	111.6	114.1	105.7	109.7	112.0
Real CPI	96.3	97.9	94.5	95.4	86.9	89.2	90.5

Source: ECB.

1) ULCM-deflated series are available only for the EER-18 trading partner group.

### Chart 4.1 Effective exchange rates

(monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

## 4 Exchange rates and balance of payments

### 4.2 Bilateral exchange rates

(units of national currency per euro; period averages)

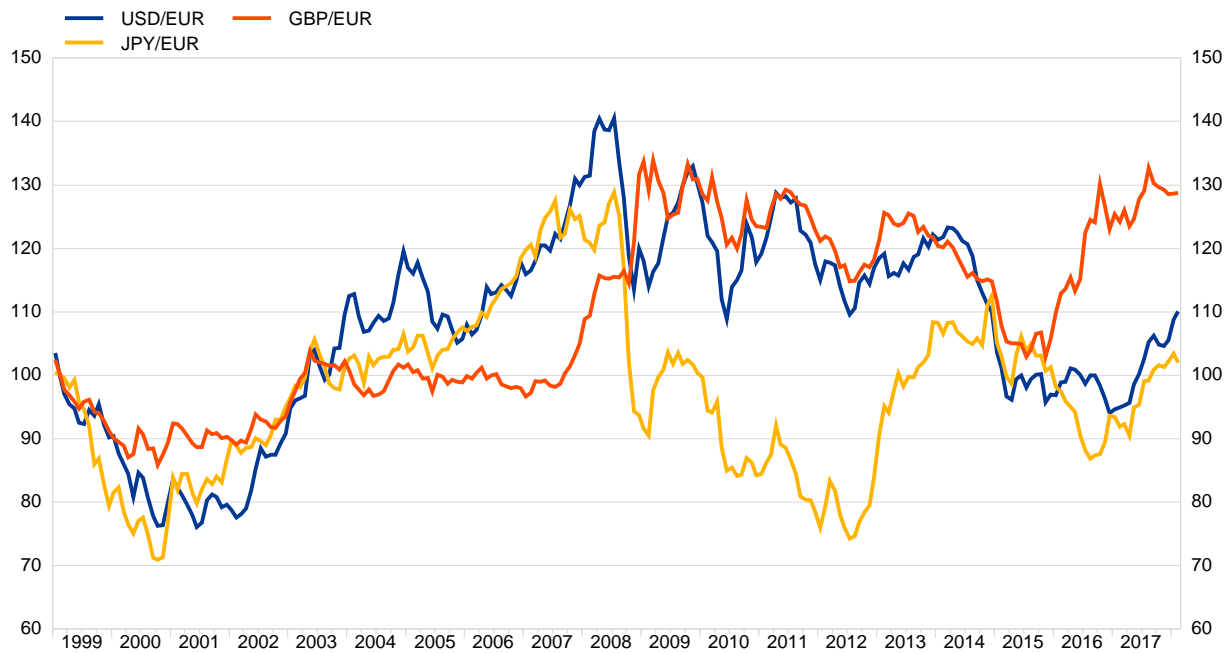
	1999-2017 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Chinese renminbi	8.803	9.468	8.212	8.186	6.973	7.352	7.629
Croatian kuna	7.451	7.406	7.490	7.634	7.614	7.533	7.464
Czech koruna	28.818	31.193	26.179	27.536	27.279	27.034	26.326
Danish krone	7.448	7.446	7.449	7.455	7.459	7.445	7.439
Hungarian forint	273.340	253.282	295.626	308.706	309.996	311.438	309.193
Japanese yen	127.407	130.952	123.468	140.306	134.314	120.197	126.711
Polish zloty	4.091	3.991	4.202	4.184	4.184	4.363	4.257
Pound sterling	0.750	0.674	0.834	0.806	0.726	0.819	0.877
Romanian leu	3.729	3.132	4.391	4.444	4.445	4.490	4.569
Swedish krona	9.232	9.132	9.344	9.099	9.353	9.469	9.635
Swiss franc	1.400	1.555	1.227	1.215	1.068	1.090	1.112
US dollar	1.208	1.155	1.267	1.329	1.110	1.107	1.130

Source: ECB.

1) Data for Chinese renminbi and Croatian kuna available since 2001.

### Chart 4.2 Bilateral exchange rates

(monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

## 4 Exchange rates and balance of payments

### 4.3 Real effective exchange rates <sup>1)</sup>

(deflated by consumer price indices; period averages; index: 1999 Q1 = 100)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	99.7	99.2	100.1	100.6	96.2	98.7	100.2
Germany	92.7	95.2	95.2	90.6	85.7	87.1	87.9
Estonia	114.8	106.5	124.0	125.8	124.1	126.1	128.2
Ireland	107.8	108.9	106.6	106.2	98.2	99.5	99.7
Greece	100.3	99.3	101.5	99.9	94.8	95.8	96.3
Spain	106.0	104.8	107.3	107.9	102.4	103.3	104.7
France	95.9	97.6	94.1	94.4	89.9	91.1	91.4
Italy	99.5	100.2	98.7	99.6	94.6	95.6	96.1
Cyprus	104.3	104.1	104.6	105.6	99.6	99.7	99.9
Latvia	109.4	104.7	114.6	113.6	112.6	113.7	114.0
Lithuania	122.3	115.7	129.6	129.8	127.0	129.4	130.9
Luxembourg	106.0	104.4	107.8	109.1	104.4	105.1	106.3
Malta	105.7	105.1	106.5	107.0	101.7	103.9	104.9
Netherlands	101.0	102.5	99.2	100.3	94.6	95.6	96.3
Austria	96.4	97.0	95.6	96.8	94.0	95.6	96.6
Portugal	102.5	103.1	101.9	101.5	98.7	100.1	100.5
Slovenia	99.9	99.4	100.3	101.3	97.3	97.8	98.1
Slovakia	163.6	139.3	190.6	192.8	186.5	186.7	186.3
Finland	95.9	96.9	94.8	96.3	93.0	94.1	93.6
Euro area	96.3	97.9	94.5	95.4	86.9	89.2	90.5
Bulgaria	133.2	120.9	146.8	146.7	140.2	139.6	140.5
Czech Republic	133.1	122.4	145.0	137.8	134.0	137.7	143.5
Denmark	98.5	99.4	97.5	97.4	93.4	94.5	95.0
Croatia	104.4	103.5	105.5	104.3	101.1	102.4	103.5
Hungary	128.9	125.4	132.7	128.9	123.6	124.6	127.2
Poland	116.8	117.4	116.2	117.8	112.7	108.8	112.2
Romania	133.0	127.5	139.2	142.7	137.5	135.7	133.5
Sweden	92.8	95.3	90.1	91.2	85.5	86.4	85.7
United Kingdom	89.3	97.9	79.8	84.4	88.1	79.0	75.0
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	94.8	99.4	89.6	85.8	95.0	99.2	98.8
Japan	82.6	89.4	75.0	64.8	60.4	68.6	65.3

Source: ECB.

1) For the euro area as a whole, the real effective exchange rate of the euro vis-à-vis 38 trading partners is displayed.

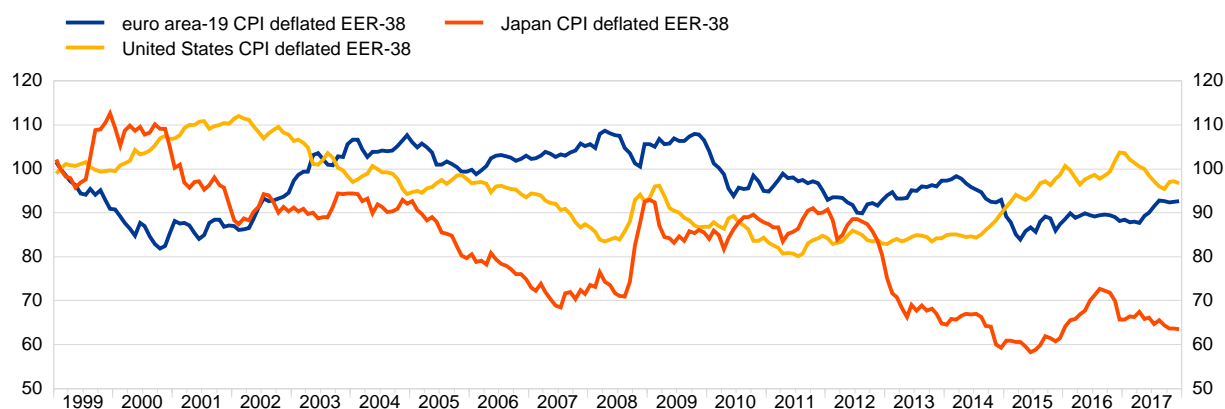
For individual euro area countries, indicators are calculated vis-à-vis these same trading partners plus other euro area countries.

For the non-euro area countries, the real effective exchange rate of the national currency vis-à-vis 38 trading partners (including the euro area) is displayed.

A positive change points to a decrease in price competitiveness.

### Chart 4.3 Real effective exchange rates

(deflated by consumer price indices; monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

## 4 Exchange rates and balance of payments

### 4.4 Balance of payments: net current account

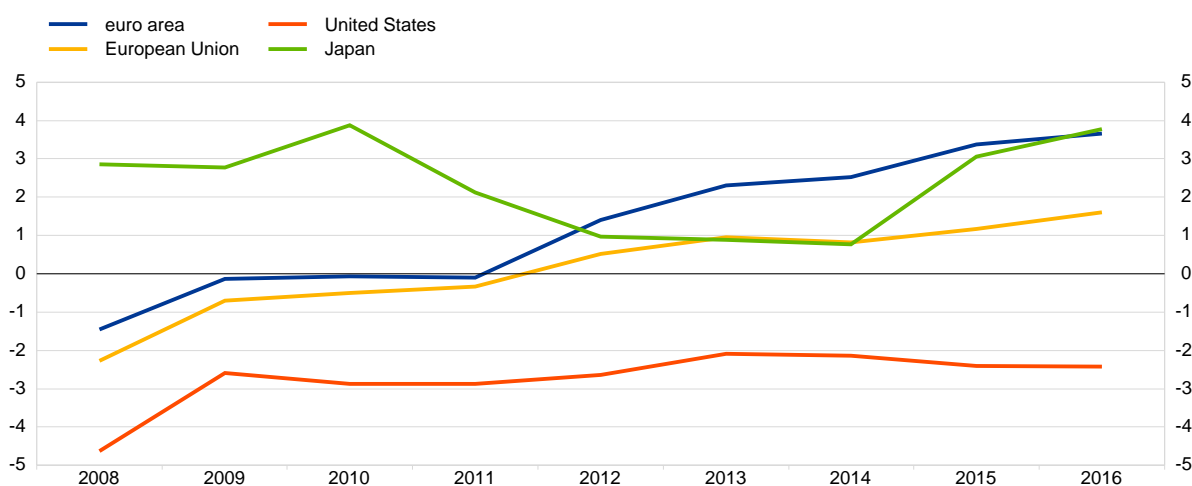
(chain-linked volumes; percentages of GDP; period averages; non-working day and non-seasonally adjusted)

	2008-2016	2008-2011	2012-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.9	-0.2	0.1
Germany	7.0	5.7	8.1	7.0	7.9	9.3	9.1
Estonia	0.0	-0.7	0.6	0.6	0.3	2.3	2.2
Ireland	0.0	-4.4	3.5	2.2	1.7	12.0	4.3
Greece	-6.3	-12.1	-1.7	-2.0	-1.6	-0.2	-1.0
Spain	-1.7	-5.1	1.1	1.5	1.1	1.1	1.9
France	-0.9	-0.9	-1.0	-0.9	-1.3	-0.5	-0.9
Italy	-0.4	-2.8	1.4	1.0	2.0	1.6	2.9
Cyprus	-6.7	-9.5	-4.4	-5.1	-4.4	-1.5	-4.9
Latvia	-1.7	-1.8	-1.6	-3.1	-2.0	-0.5	1.6
Lithuania	-2.2	-4.6	-0.3	0.9	3.5	-3.1	-1.3
Luxembourg	6.2	6.8	5.8	6.0	5.7	5.7	5.4
Malta	1.6	-3.0	5.3	2.8	9.6	5.0	7.3
Netherlands	8.2	6.5	9.5	10.2	8.9	9.0	8.8
Austria	2.5	2.9	2.1	2.1	2.7	2.1	2.4
Portugal	-4.2	-9.6	0.2	1.6	0.1	0.1	0.8
Slovenia	1.9	-1.4	4.6	4.5	6.0	4.6	5.5
Slovakia	-2.1	-4.9	0.2	1.9	1.2	-1.8	-1.5
Finland	-0.5	0.9	-1.6	-1.7	-1.4	-1.1	-1.6
<b>Euro area</b>	<b>1.3</b>	<b>-0.4</b>	<b>2.7</b>	<b>2.3</b>	<b>2.5</b>	<b>3.4</b>	<b>3.7</b>
Bulgaria	-2.7	-7.6	1.3	1.4	0.1	0.0	6.0
Czech Republic	-1.2	-2.5	-0.1	-0.5	0.2	0.2	1.1
Denmark	6.7	4.8	8.2	8.1	9.4	9.3	7.7
Croatia	-0.7	-3.9	1.9	0.9	1.9	4.4	2.5
Hungary	1.1	-1.7	3.3	3.8	1.5	3.4	6.2
Poland	-3.2	-5.3	-1.6	-1.3	-2.1	-0.6	-0.3
Romania	-4.1	-6.6	-2.1	-1.1	-0.7	-1.3	-2.3
Sweden	5.8	6.2	5.5	6.0	5.1	5.2	4.9
United Kingdom	-4.9	-3.6	-6.0	-6.0	-6.2	-6.6	-6.6
<b>European Union</b>	<b>0.1</b>	<b>-1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>1.2</b>	<b>1.6</b>
United States	-2.7	-3.2	-2.3	-2.1	-2.1	-2.4	-2.4
Japan	2.3	2.9	1.9	0.9	0.8	3.1	3.8

Sources: ECB, national data from BIS databank (for the United States and Japan) and Eurostat.

### Chart 4.4 Balance of payments: net current account

(percentages of GDP, non-working day and non-seasonally adjusted)



Sources: ECB, national data from BIS databank (for the United States and Japan) and Eurostat.



## 4 Exchange rates and balance of payments

### 4.5 Net international investment position

(chain-linked volumes; percentages of GDP; end-of-period averages)

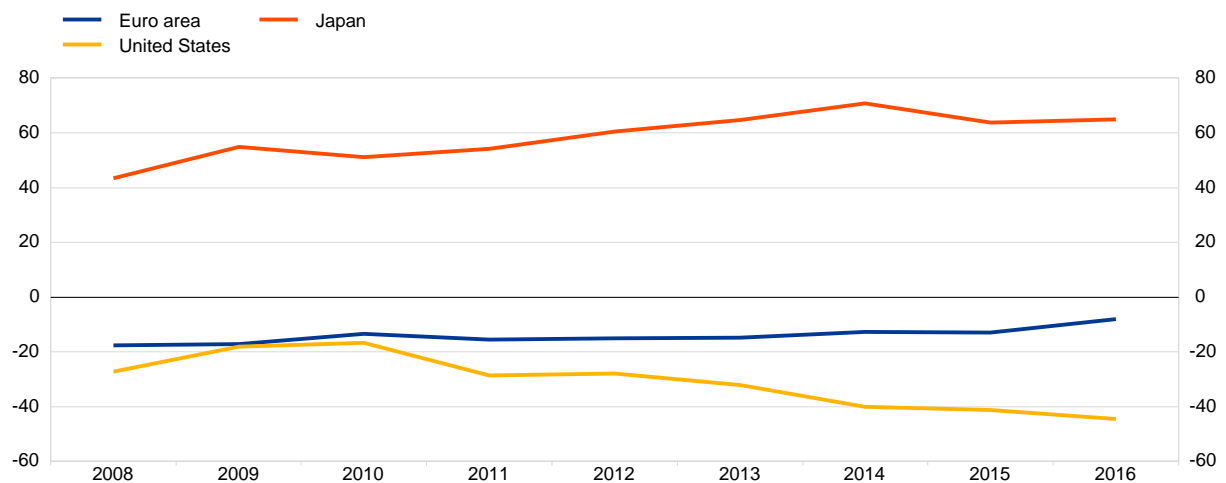
	2008-2016 <sup>1)</sup>	2008-2011 <sup>1)</sup>	2012-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	55.2	58.6	52.5	54.6	47.7	50.5	55.6
Germany	34.8	22.9	44.3	36.1	43.5	52.8	59.8
Estonia	-59.6	-70.3	-51.0	-56.3	-53.5	-46.0	-43.6
Ireland	-147.2	-119.4	-169.5	-135.2	-164.8	-214.2	-193.5
Greece	-109.0	-87.2	-126.5	-127.9	-127.0	-129.7	-131.4
Spain	-90.3	-88.5	-91.8	-95.7	-98.1	-90.5	-84.9
France	-14.0	-11.6	-15.9	-17.1	-16.2	-16.4	-16.5
Italy	-20.2	-20.5	-20.0	-23.6	-22.3	-20.9	-10.5
Cyprus	-124.0	-104.9	-139.4	-142.5	-148.7	-145.0	-126.7
Latvia	-77.5	-82.4	-73.6	-75.2	-76.0	-73.4	-67.9
Lithuania	-53.1	-55.4	-51.2	-51.5	-49.9	-48.5	-48.3
Luxembourg	24.8	-0.6	45.2	56.3	35.5	42.4	38.6
Malta	26.5	8.7	40.8	28.7	47.1	56.6	51.2
Netherlands	29.2	6.3	47.5	32.0	50.2	57.3	70.7
Austria	-1.2	-5.5	2.2	1.4	3.6	2.8	6.3
Portugal	-109.7	-101.4	-116.4	-118.1	-120.3	-117.0	-110.8
Slovenia	-44.8	-43.8	-45.6	-48.7	-47.6	-41.8	-39.1
Slovakia	-63.8	-62.5	-64.8	-64.5	-65.7	-66.7	-64.1
Finland	3.8	7.7	0.7	4.2	-3.5	-6.8	-2.7
<b>Euro area</b>	<b>-14.1</b>	<b>-16.0</b>	<b>-12.7</b>	<b>-14.8</b>	<b>-12.8</b>	<b>-12.9</b>	<b>-7.9</b>
Bulgaria	-70.8	-68.6	-72.6	-78.4	-80.7	-67.1	-52.7
Czech Republic	-38.6	-42.2	-35.8	-39.3	-35.2	-32.9	-24.9
Denmark	28.0	9.2	43.1	38.7	45.5	36.2	58.0
Croatia	-83.2	-84.9	-81.8	-88.0	-84.6	-76.0	-70.2
Hungary	-89.5	-103.8	-78.1	-83.9	-78.8	-67.7	-66.9
Poland	-61.9	-57.2	-65.7	-70.2	-68.8	-62.4	-59.3
Romania	-61.1	-59.3	-62.5	-66.4	-61.7	-59.7	-55.5
Sweden	-4.5	-7.0	-2.5	-14.0	1.2	5.2	11.5
United Kingdom	-14.7	-6.7	-21.2	-20.1	-26.3	-23.2	-4.8
<b>European Union</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
United States	-30.8	-22.7	-37.2	-32.2	-40.1	-41.4	-44.7
Japan	58.7	50.9	64.9	64.7	70.7	63.8	64.8

Sources: ECB and national data from BIS databank (for the United States and Japan).

1) Data for Bulgaria available since 2010.

### Chart 4.5 Net international investment position

(percentages of GDP)



Sources: ECB and national data from BIS databank (for the United States and Japan).

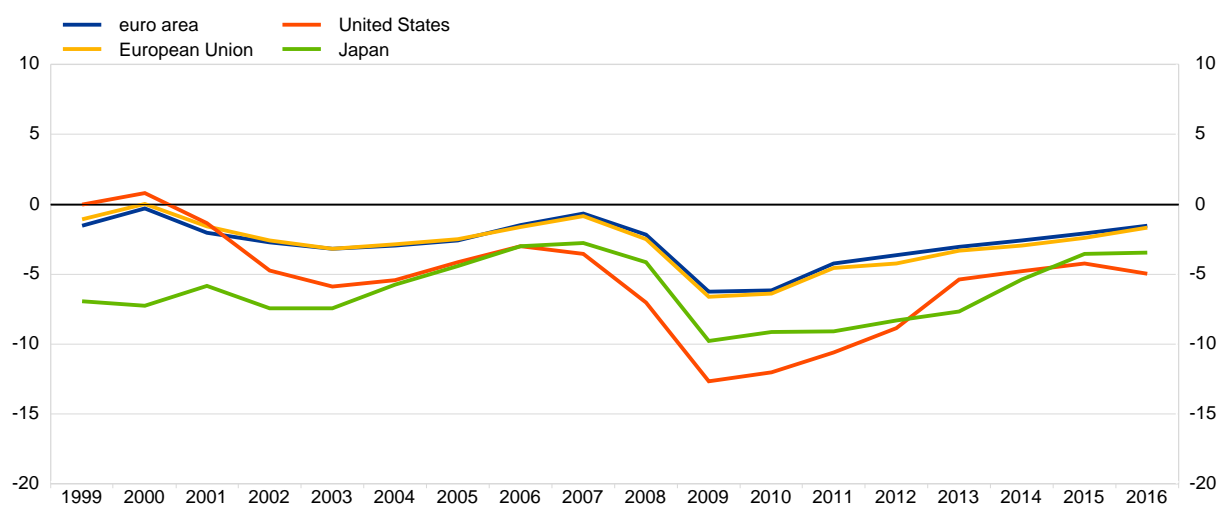
## 5 Fiscal developments

### 5.1 General government balance (percentages of GDP)

	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	-1.9	-0.6	-3.6	-3.1	-3.1	-2.5	-2.5
Germany	-1.5	-2.1	-0.9	-0.1	0.3	0.6	0.8
Estonia	0.3	0.6	-0.1	-0.2	0.7	0.1	-0.3
Ireland	-4.0	0.7	-9.9	-6.1	-3.6	-1.9	-0.7
Greece	-7.5	-6.7	-8.4	-13.2	-3.6	-5.7	0.5
Spain	-3.7	-0.3	-7.9	-7.0	-6.0	-5.3	-4.5
France	-3.6	-2.6	-4.9	-4.1	-3.9	-3.6	-3.4
Italy	-3.1	-2.9	-3.4	-2.9	-3.0	-2.6	-2.5
Cyprus	-3.2	-2.1	-4.5	-5.1	-8.8	-1.2	0.5
Latvia	-2.5	-1.9	-3.3	-1.0	-1.2	-1.2	0.0
Lithuania	-2.8	-1.9	-3.9	-2.6	-0.6	-0.2	0.3
Luxembourg	1.7	2.6	0.6	1.0	1.3	1.4	1.6
Malta	-3.6	-4.9	-2.0	-2.4	-1.8	-1.1	1.1
Netherlands	-1.6	-0.5	-3.1	-2.4	-2.3	-2.1	0.4
Austria	-2.4	-2.2	-2.7	-2.0	-2.7	-1.0	-1.6
Portugal	-5.3	-4.2	-6.6	-4.8	-7.2	-4.4	-2.0
Slovenia	-3.8	-2.2	-5.9	-14.7	-5.3	-2.9	-1.9
Slovakia	-4.7	-5.0	-4.3	-2.7	-2.7	-2.7	-2.2
Finland	1.1	3.8	-2.3	-2.6	-3.2	-2.7	-1.7
<b>Euro area</b>	<b>-2.7</b>	<b>-2.0</b>	<b>-3.7</b>	<b>-3.0</b>	<b>-2.6</b>	<b>-2.1</b>	<b>-1.5</b>
Bulgaria	-0.6	0.6	-2.1	-0.4	-5.5	-1.6	0.0
Czech Republic	-3.1	-3.6	-2.4	-1.2	-1.9	-0.6	0.7
Denmark	0.6	2.4	-1.7	-1.2	1.1	-1.8	-0.6
Croatia	-4.4	-3.7	-5.0	-5.3	-5.1	-3.3	-0.9
Hungary	-4.8	-6.0	-3.3	-2.6	-2.7	-2.0	-1.9
Poland	-4.2	-3.9	-4.5	-4.1	-3.6	-2.6	-2.5
Romania	-3.4	-2.8	-4.1	-2.1	-1.4	-0.8	-3.0
Sweden	0.5	1.2	-0.4	-1.4	-1.6	0.2	1.1
United Kingdom	-4.0	-1.9	-6.6	-5.4	-5.5	-4.3	-2.9
<b>European Union</b>	<b>-2.8</b>	<b>-1.9</b>	<b>-4.0</b>	<b>-3.3</b>	<b>-3.0</b>	<b>-2.4</b>	<b>-1.7</b>
United States	-5.4	-3.4	-7.9	-5.4	-4.8	-4.2	-4.9
Japan	-6.2	-5.5	-7.0	-7.6	-5.4	-3.6	-3.4

Sources: ESCB and OECD.  
1) Data for Croatia available since 2002.

Chart 5.1 General government balance  
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

## 5 Fiscal developments

### 5.2 Primary general government balance <sup>1)</sup> (percentages of GDP)

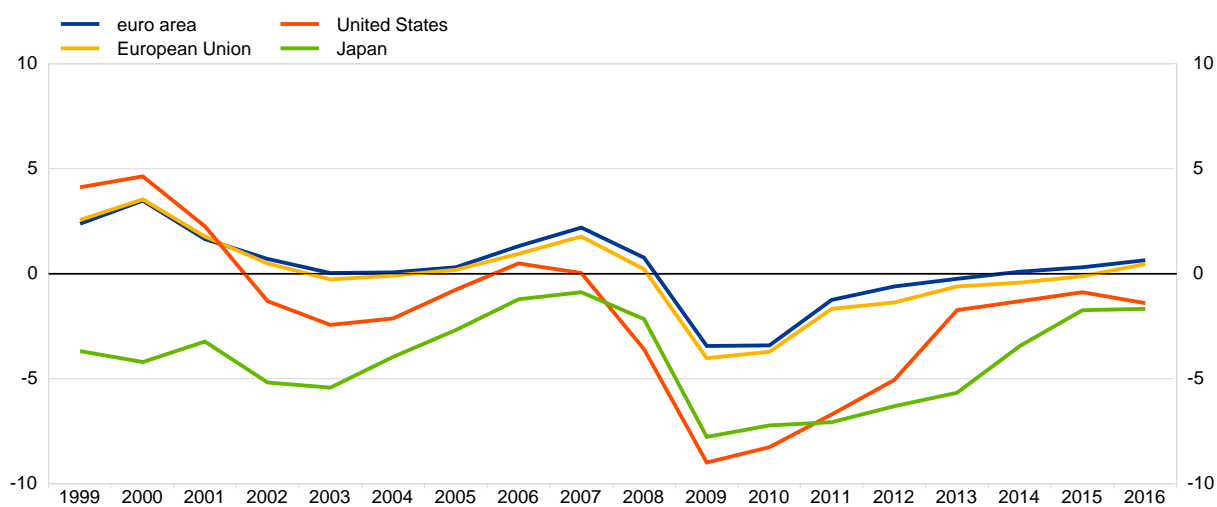
	1999-2016 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.5	4.7	-0.2	0.2	0.2	0.6	0.4
Germany	1.0	0.8	1.2	1.8	2.1	2.2	2.1
Estonia	0.4	0.8	0.0	-0.1	0.8	0.2	-0.2
Ireland	-1.8	2.1	-6.7	-1.8	0.3	0.7	1.6
Greece	-2.3	-1.3	-3.7	-9.1	0.4	-2.1	3.7
Spain	-1.2	2.0	-5.2	-3.5	-2.5	-2.2	-1.7
France	-1.1	0.1	-2.6	-1.9	-1.8	-1.6	-1.5
Italy	1.8	2.4	1.1	1.9	1.6	1.5	1.5
Cyprus	-0.3	0.9	-1.8	-1.8	-5.9	1.7	3.0
Latvia	-1.5	-1.2	-1.8	0.5	0.2	0.1	1.1
Lithuania	-1.4	-0.8	-2.3	-0.9	1.0	1.3	1.6
Luxembourg	2.1	2.9	1.0	1.5	1.8	1.7	1.9
Malta	-0.3	-1.1	0.9	0.4	1.0	1.3	3.2
Netherlands	0.5	2.1	-1.6	-0.9	-0.8	-0.8	1.4
Austria	0.6	1.1	-0.1	0.7	-0.2	1.3	0.5
Portugal	-1.8	-1.4	-2.4	0.0	-2.3	0.2	2.2
Slovenia	-1.8	-0.4	-3.5	-12.1	-2.1	0.3	1.2
Slovakia	-2.5	-2.4	-2.6	-0.8	-0.8	-1.0	-0.5
Finland	2.7	5.8	-1.1	-1.4	-2.0	-1.6	-0.7
Euro area	0.3	1.3	-1.0	-0.2	0.1	0.3	0.6
Bulgaria	1.0	2.9	-1.3	0.4	-4.6	-0.7	0.9
Czech Republic	-1.9	-2.6	-1.2	0.1	-0.6	0.4	1.7
Denmark	2.8	5.0	0.0	0.4	2.5	-0.2	0.7
Croatia	-1.9	-1.8	-2.0	-2.1	-1.7	0.2	2.3
Hungary	-0.5	-1.6	0.8	1.9	1.2	1.5	1.3
Poland	-1.7	-1.2	-2.2	-1.6	-1.6	-0.9	-0.8
Romania	-1.5	-0.7	-2.5	-0.4	0.3	0.9	-1.5
Sweden	2.1	3.5	0.4	-0.6	-0.9	0.6	1.6
United Kingdom	-1.7	0.1	-4.0	-2.6	-2.8	-1.9	-0.5
European Union	0.0	1.1	-1.4	-0.6	-0.4	-0.1	0.4
United States	-1.8	0.1	-4.3	-1.7	-1.3	-0.9	-1.4
Japan	-4.1	-3.3	-5.1	-5.7	-3.5	-1.7	-1.7

Sources: ESCB and OECD.

1) General government balance excluding the interest expenditure.

2) Data for Croatia available since 2002.

Chart 5.2 Primary general government balance  
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

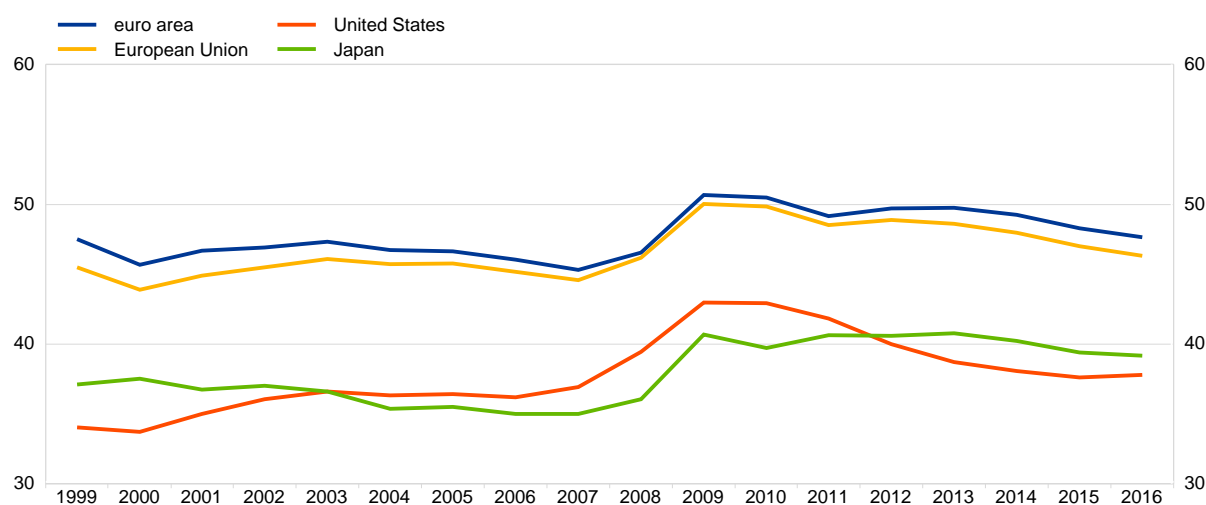
## 5 Fiscal developments

### 5.3 General government expenditure (percentages of GDP)

	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	51.8	49.6	54.5	55.8	55.2	53.8	53.2
Germany	45.5	45.8	45.1	44.7	44.3	43.9	44.2
Estonia	37.8	35.9	40.1	38.5	38.4	40.2	40.6
Ireland	37.5	34.2	41.8	40.2	37.5	28.8	27.1
Greece	49.9	46.7	54.0	62.2	50.2	53.8	49.7
Spain	41.8	39.0	45.2	45.6	44.8	43.8	42.2
France	54.2	52.3	56.7	57.1	57.1	56.7	56.4
Italy	48.5	47.1	50.3	51.1	50.9	50.2	49.4
Cyprus	39.3	37.2	41.9	41.6	48.2	40.2	38.3
Latvia	37.6	35.8	40.0	37.6	38.2	38.4	37.3
Lithuania	37.0	36.2	38.1	35.5	34.6	34.9	34.2
Luxembourg	41.6	40.5	43.1	43.3	41.8	41.5	42.1
Malta	41.6	42.1	40.9	42.0	41.3	40.1	37.1
Netherlands	44.6	43.2	46.4	46.3	46.2	44.9	43.4
Austria	51.4	51.1	51.8	51.6	52.3	51.0	50.7
Portugal	46.8	44.6	49.4	49.9	51.8	48.2	45.0
Slovenia	47.2	45.1	49.7	59.5	49.6	47.7	45.1
Slovakia	42.0	41.9	42.2	41.4	42.0	45.2	41.5
Finland	51.9	48.6	56.1	57.5	58.1	56.9	55.8
<b>Euro area</b>	<b>47.8</b>	<b>46.5</b>	<b>49.4</b>	<b>49.8</b>	<b>49.2</b>	<b>48.3</b>	<b>47.6</b>
Bulgaria	37.9	38.3	37.4	37.6	42.1	40.7	35.0
Czech Republic	42.7	42.7	42.6	42.6	42.2	41.7	39.4
Denmark	53.8	52.1	55.9	55.8	55.3	54.8	53.5
Croatia	46.9	46.0	47.6	47.7	48.0	47.6	47.2
Hungary	49.1	49.1	49.1	49.3	49.5	50.2	46.7
Poland	43.8	44.3	43.2	42.6	42.3	41.6	41.2
Romania	36.5	36.0	37.2	35.4	34.9	35.7	34.0
Sweden	51.8	52.6	50.9	52.0	51.1	49.6	49.5
United Kingdom	41.7	39.2	44.8	44.2	43.2	42.4	41.5
<b>European Union</b>	<b>46.7</b>	<b>45.3</b>	<b>48.4</b>	<b>48.6</b>	<b>48.0</b>	<b>47.0</b>	<b>46.3</b>
United States	37.8	36.1	40.0	38.7	38.1	37.6	37.8
Japan	38.0	36.2	40.2	40.8	40.2	39.4	39.2

Sources: ESCB and OECD.  
1) Data for Croatia available since 2002.

Chart 5.3 General government expenditure  
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

## 5 Fiscal developments

### 5.4 General government debt 1) (percentages of GDP)

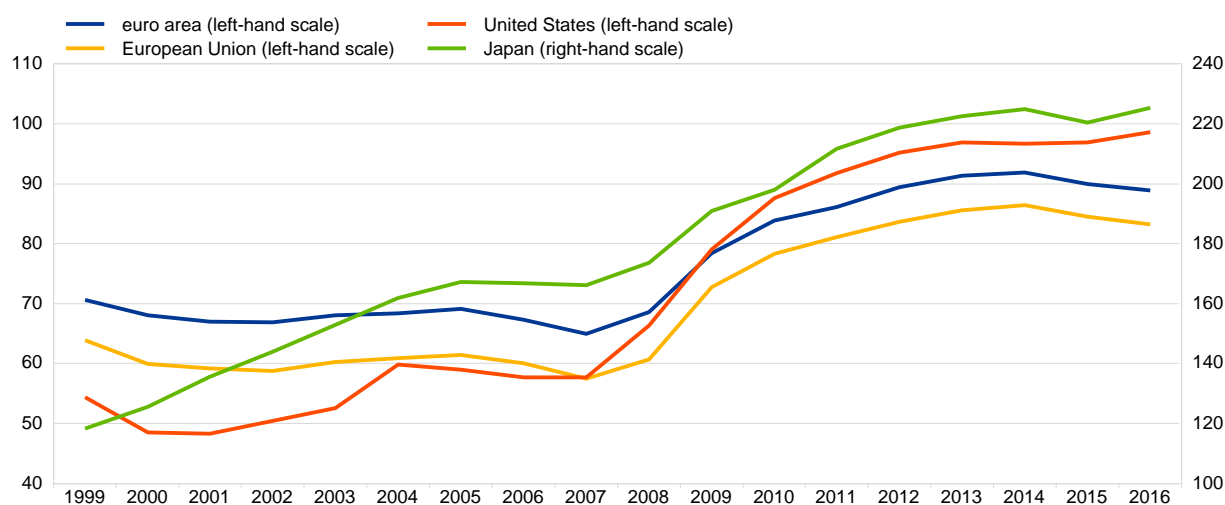
	1999-2016 2)	1999-2008 2)	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	101.6	99.8	103.8	105.5	106.8	106.0	105.7
Germany	68.3	62.6	75.4	77.4	74.6	70.9	68.1
Estonia	6.6	5.0	8.7	10.2	10.7	10.0	9.4
Ireland	59.6	32.2	93.9	119.4	104.5	76.9	72.8
Greece	131.4	104.7	164.8	177.4	179.0	176.8	180.8
Spain	63.1	47.3	82.8	95.5	100.4	99.4	99.0
France	74.8	63.1	89.4	92.4	95.0	95.8	96.5
Italy	112.3	102.9	124.0	129.0	131.8	131.5	132.0
Cyprus	69.6	57.3	85.0	102.6	107.5	107.5	107.1
Latvia	25.0	12.6	40.4	38.9	40.8	36.8	40.5
Lithuania	27.7	19.6	37.9	38.8	40.5	42.6	40.1
Luxembourg	13.6	7.9	20.7	23.7	22.7	22.0	20.8
Malta	65.1	65.2	65.0	68.4	63.8	58.7	56.2
Netherlands	55.8	49.8	63.3	67.8	68.0	64.6	61.8
Austria	73.4	66.4	82.3	81.0	83.8	84.3	83.6
Portugal	85.8	60.8	117.0	129.0	130.6	128.8	130.1
Slovenia	41.0	25.3	60.6	70.4	80.3	82.6	78.5
Slovakia	43.3	39.4	48.2	54.7	53.5	52.3	51.8
Finland	46.3	39.8	54.3	56.5	60.2	63.6	63.1
Euro area	76.6	67.9	87.5	91.3	91.8	89.9	88.9
Bulgaria	32.2	42.0	20.0	17.0	27.0	26.0	29.0
Czech Republic	31.6	24.9	39.9	44.9	42.2	40.0	36.8
Denmark	42.5	42.7	42.4	44.0	44.0	39.5	37.7
Croatia	56.7	38.9	72.3	81.7	85.8	85.4	82.9
Hungary	67.2	59.5	76.8	76.0	75.2	74.7	73.9
Poland	47.4	43.1	52.7	55.7	50.2	51.1	54.1
Romania	25.9	18.8	34.7	37.8	39.4	37.9	37.6
Sweden	45.1	48.4	41.1	40.8	45.5	44.2	42.2
United Kingdom	58.2	39.3	81.9	85.6	87.4	88.2	88.3
European Union	69.9	60.3	82.0	85.6	86.5	84.5	83.2
United States	72.1	55.5	92.8	96.9	96.7	96.9	98.6
Japan	179.1	151.2	214.1	222.5	225.0	220.5	225.3

Sources: ESCB and OECD.

1) Gross debt (includes currency, deposits, debt securities and loans). The data are consolidated between the sub-sectors of general government, except for Japan.

2) Data for Croatia available since 2002.

Chart 5.4 General government debt  
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

## Lijst van afkortingen

### Landen

<b>BE</b>	België	<b>HR</b>	Kroatië	<b>PL</b>	Polen
<b>BG</b>	Bulgarije	<b>IT</b>	Italië	<b>PT</b>	Portugal
<b>CZ</b>	Tsjechië	<b>CY</b>	Cyprus	<b>RO</b>	Roemenië
<b>DK</b>	Denemarken	<b>LV</b>	Letland	<b>SI</b>	Slovenië
<b>DE</b>	Duitsland	<b>LT</b>	Litouwen	<b>SK</b>	Slowakije
<b>EE</b>	Estland	<b>LU</b>	Luxemburg	<b>FI</b>	Finland
<b>IE</b>	Ierland	<b>HU</b>	Hongarije	<b>SE</b>	Zweden
<b>GR</b>	Griekenland	<b>MT</b>	Malta	<b>UK</b>	Verenigd Koninkrijk
<b>ES</b>	Spanje	<b>NL</b>	Nederland	<b>US</b>	Verenigde Staten
<b>FR</b>	Frankrijk	<b>AT</b>	Oostenrijk		

Conform het binnen de EU bestaande gebruik worden de EU-lidstaten in dit verslag gerangschikt in alfabetische volgorde van de landennamen in de nationale talen.

### Overige

<b>ABSPP</b>	programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa	<b>EURIBOR</b>	euro interbank offered rate
<b>APP</b>	programma voor de aankoop van activa	<b>FMI's</b>	financiëlemarktinfrastructuren
<b>BCBS</b>	Bazels Comité voor Banktoezicht	<b>FSAP</b>	Financial Sector Assessment Program
<b>BIRD</b>	Integrated Reporting Dictionary van de banken	<b>FSB</b>	Raad voor Financiële Stabiliteit
<b>BVAR</b>	Bayesiaans vector-autoregressie (model)	<b>FVC</b>	lege financiële vennootschap
<b>CBPP3</b>	derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties	<b>GBP</b>	Britse pond
<b>CCP</b>	centrale tegenpartij	<b>bbp</b>	bruto binnenlands product
<b>CDS</b>	credit default swap	<b>GFSN</b>	wereldwijd financieel vangnet
<b>CMU</b>	kapitaalmarktunie	<b>G-SIB</b>	mondiaal systeemrelevante bank
<b>CPMI</b>	Comité voor Betalingsverkeer en Marktinfrastructuren	<b>G20</b>	Groep van Twintig
<b>CRE</b>	commercieel vastgoed	<b>HFCN</b>	Household Finance and Consumption Network
<b>CSD</b>	centrale effectenbewaarinstantie	<b>HICP</b>	Geharmoniseerde consumptieprijsindex
<b>CSDB</b>	Centrale Effectendatabase	<b>IBAN</b>	Internationaal bankrekeningnummer
<b>CSPP</b>	aankoopprogramma voor bedrijfsobligaties	<b>ICPF's</b>	verzekeringsondernemingen en pensioenfondsen
<b>CSR</b>	landspecifieke aanbeveling	<b>ICT</b>	informatie- en communicatietechnologie
<b>DLT</b>	distributed ledger technology	<b>IFRS</b>	International Financial Reporting Standards
<b>DSTI</b>	verhouding schuldenlast tot inkomen	<b>IMF</b>	Internationaal Monetair Fonds
<b>EBA</b>	Europese Bankautoriteit	<b>IOSCO</b>	Internationale Organisatie van Effectentoezichthouders
<b>ECB</b>	Europese Centrale Bank	<b>IPU</b>	intermediaire moederondernemingen
<b>ECMS</b>	Onderpandbeheersysteem van het Eurosysteem	<b>ITS</b>	technische uitvoeringsnormen
<b>ECON</b>	Commissie economische en monetaire zaken	<b>JPY</b>	Japanse yen
<b>EDIS</b>	Europees depositoverzekeringstelsel	<b>LCBG</b>	grote en complexe bankgroep
<b>EDP</b>	buitensporigtekortprocedure	<b>LIBOR</b>	London interbank offered rate
<b>EFSF</b>	Europese Faciliteit voor Financiële Stabiliteit	<b>LTV</b>	hypotheekschuld in verhouding tot de waarde van de eigen woning
<b>EFSM</b>	Europees Financieel Stabilisatiemechanisme	<b>MDA</b>	maximaal uitkeerbaar bedrag
<b>EIOPA</b>	Europese Autoriteit voor Verzekeringen en Bedrijfspensioenen	<b>MEP</b>	Lid van het Europees Parlement
<b>EMIR</b>	Verordening Europese Marktinfrastructuur	<b>MFI</b>	monetaire financiële instelling
<b>EMMI</b>	European Money Markets Institute	<b>MIP</b>	procedure bij macro-economische onevenwichtigheden
<b>EMU</b>	Economische en Monetaire Unie	<b>MIR</b>	Rentetarieven van MFI's
<b>EONIA</b>	euro overnight index average	<b>MoU</b>	Memorandum van overeenstemming
<b>ERF</b>	Europees rapportagekader voor banken	<b>MPDB</b>	Macroprudential Database
<b>ERM II</b>	wisselkoersarrangement II	<b>MREL</b>	minimumvereiste voor eigen vermogen en in aanmerking komende passiva
<b>ERMS</b>	Reservebeheerdiensten van het Eurosysteem	<b>MTFA</b>	financiële bijstand op middellange termijn
<b>ESA's</b>	Europese toezichthoudende autoriteiten	<b>NCA</b>	nationale bevoegde autoriteit
<b>ESCB</b>	Europees Stelsel van Centrale Banken	<b>NCB</b>	nationale centrale bank
<b>ESFS</b>	Europees Systeem voor Financieel Toezicht	<b>NFC</b>	niet-financiële onderneming
<b>ESM</b>	Europees Stabiliteitsmechanisme	<b>NPL</b>	niet-renderende lening
<b>ESRB</b>	Europees Comité voor Systeemrisico's	<b>OECD</b>	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
<b>ESS</b>	Europees Statistisch Systeem	<b>OFI</b>	overige financiële instellingen
<b>ES2</b>	tweede serie eurobankbiljetten		
<b>EU</b>	Europese Unie		
<b>EUR</b>	euro		

OPEC	Organisatie van olie-exporterende landen	SEPA	gemeenschappelijk eurobetalingsgebied
O-SII's	andere systeemrelevante instellingen	SGP	Stabiliteits- en groeipact
OTC	over-the-counter	SHSDB	Securities Holdings Statistics Database
POS	verkooppunt	SIPS	systeemrelevant betalingssysteem
PPP	koopkrachtpariteit	kmo/mkb	kleine en middelgrote ondernemingen/midden- en kleinbedrijf
PSD	Richtlijn Betalingsdiensten	SPE	special-purpose entity
PSP	betaaldienstverlener	SSM	Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme
PSPP	aankoopprogramma voor staatsobligaties	SSS	effectenafwikkelingssysteem
Q&A	vragen en antwoorden	TIPS	TARGET instant payment settlement
repo	repo-overeenkomst:	TLAC	Totaal verliesabsorberend vermogen
RFA	regionaal financieringsarrangement	TLTRO	gerichte langerlopende herfinancieringstransactie
RIAD	Register of Institutions and Affiliates Database	TRIM	gerichte toetsing van interne modellen
RMP	reserveaanhoudingsperiode	T2S	TARGET2-Securities
RRE	residentieel vastgoed	UCITS	instelling voor collectieve belegging in effecten
RTGS	bruto-verevening	USD	Amerikaanse dollar
RTS	technische reguleringsnormen	WDN	Wage Dynamics Network
SAFE	Enquête betreffende de toegang van ondernemingen tot financiering		
SCT Inst	SEPA Instant Credit Transfer-systeem		

#### In de tabellen gebruikte conventies

“-” gegevens bestaan niet/gegevens zijn niet van toepassing

“.” gegevens zijn nog niet beschikbaar

#### © Europese Centrale Bank, 2018

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

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

De afsluitingsdatum voor de in dit verslag voorkomende gegevens was 16 februari 2018. De afsluitdatum voor de in het Statistisch deel opgenomen statistieken was 16 maart 2018.

ISSN	1725-2911 (html)	DOI	10.2866/421081 (html)
ISSN	1725-2911 (pdf)	DOI	10.2866/57989 (pdf)
ISBN	978-92-899-3054-3 (html)	EU catalogue No	QB-AA-18-001-NL-Q (html)
ISBN	978-92-899-3078-9 (pdf)	EU catalogue No	QB-AA-18-001-NL-N (pdf)