



EUROPESE CENTRALE BANK
—
EUROSysteem

Economisch Bulletin

Nummer 2 / 2020

Inhoud

Economische en monetaire ontwikkelingen	2
Overzicht	2
Addendum bij de beslissingen die de Raad van Bestuur nam op 18 maart	8
1 Externe omgeving	10
2 Financiële ontwikkelingen	19
3 Economische bedrijvigheid	25
4 Prijzen en kosten	31
5 Geld en krediet	36
6 Begrotingsontwikkelingen	45
Kaders	48
1 Het gebruik van informatie uit krantenartikelen als indicator van de reële economische bedrijvigheid	48
2 De rol van multinationale belasting bij de eerste omslag van de stromen van buitenlandse directe investeringen in het eurogebied	51
3 Liquiditeitsverhoudingen en monetairbeleidstransacties van 30 oktober 2019 tot en met 28 januari 2020	55
4 De effecten van begrotingsmaatregelen tegen klimaatverandering	61
Artikelen	65
1 Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective	65
2 Short-term forecasting of euro area economic activity at the ECB	89
3 The state of play regarding the deepening agenda for Economic and Monetary Union	102
Statistieken online	

Economische en monetaire ontwikkelingen

Overzicht

Tijdens zijn monetairbeleidsvergadering van 12 maart besloot de Raad van Bestuur een uitgebreid pakket monetairbeleidsmaatregelen te nemen. Samen met de bestaande aanzienlijke monetairbeleidsstimulans zullen deze maatregelen de liquiditeit en de financieringsvoorwaarden voor de huishoudens, bedrijven en banken ondersteunen en helpen de vlotte kredietverlening aan de reële economie in stand te houden. Sinds de laatste vergadering van de Raad van Bestuur eind januari, bracht de verspreiding van het coronavirus (COVID-19) een grote schok te weeg in de groeivooruitzichten van de wereldeconomie en van de economie van het eurogebied, en grotere marktvolatiliteit. Ook al is de verspreiding van het coronavirus tijdelijk van aard, ze zal een aanzienlijke impact op de economische bedrijvigheid hebben. Ze zal meer bepaald leiden tot een productievertraging als gevolg van verstoorde toeleveringsketens, en de binnenlandse en buitenlandse vraag drukken, vooral door de negatieve impact van de noodzakelijke maatregelen om het virus te beheersen. Bovendien heeft de toegenomen onzekerheid negatieve gevolgen voor de geplande uitgaven en de financiering ervan. De risico's voor de groeivooruitzichten van het eurogebied blijven duidelijk neerwaarts gericht. Naast de eerder vastgestelde risico's van geopolitieke factoren, het toenemende protectionisme en de kwetsbaarheden in opkomende markten, vormt de verspreiding van het coronavirus een nieuwe en aanzienlijke bron van neerwaarts risico voor de groeivooruitzichten. Tegen deze achtergrond nam de Raad van Bestuur van de ECB aan aantal beleidsmaatregelen om de monetairbeleidskoers te handhaven en de transmissie van het monetair beleid naar de reële economie te ondersteunen.

Economische en monetaire beoordeling ten tijde van de vergadering van de Raad van Bestuur van 12 maart 2020

De zich ontwikkelende COVID-19-epidemie verslechtert de vooruitzichten voor de wereldeconomie, zoals in de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2020 was aangenomen. De ontwikkelingen sinds de afsluitdatum voor de projecties wijzen erop dat het neerwaartse risico voor de mondiale bedrijvigheid als gevolg van de COVID-19-uitbraak deels werkelijkheid is geworden, wat impliceert dat de mondiale bedrijvigheid dit jaar zwakker zal uitvallen dan aangenomen in de projecties. De uitbraak trof de wereldeconomie toen er tekenen waren dat de bedrijvigheid en de handel zich stabiliseerden en de ondertekening van de zogenoemde eerste fase van de handelsovereenkomst tussen de Verenigde Staten en China, gepaard gaand met tariefsverlagingen, de onzekerheid had doen afnemen. Voor de iets langere termijn wordt verwacht dat het voorziene mondiale herstel slechts bescheiden zal

aantrekken. Het zal afhangen van het herstel in een aantal nog steeds kwetsbare opkomende markteconomieën, terwijl de verwachte conjuncturele vertraging in de geavanceerde economieën en de structurele transitie naar een trager groeipad in China de vooruitzichten voor de middellange termijn zullen drukken. De risico's voor de mondiale bedrijvigheid zijn veranderd, maar de risicobalans blijft neerwaarts gericht. Momenteel houdt het meest acute neerwaartse risico verband met de potentieel bredere en langdurigere impact van de COVID-19-uitbraak, naarmate deze zich verder ontwikkelt. De mondiale inflatiendruk blijft beperkt.

Het mondiale risicosentiment verslechterde scherp en de marktvolutiliteit nam fors toe naarmate het coronavirus zich over de wereld verspreidde tegen het einde van de verslagperiode (12 december 2019 tot 11 maart 2020). De risicotrijke langetermijnrentes in het eurogebied daalden sterk tot aanzienlijk lagere niveaus dan aan het begin van de periode. De termijncurve voor de euro overnight index average (EONIA) verschoof scherp neerwaarts. De inversie ervan voor de kortere tot middellange looptijden wees erop dat verdere monetairbeleidsversoepeling al in de markt was ingeprisasd. In lijn met de forse toename van de mondiale risicoaversie daalden de aandelenkoersen in het eurogebied sterk, terwijl de rendementsecarts op bedrijfs- en overheidsobligaties toenamen. In de volatiele valutamarkten appreccieerde de euro aanzienlijk ten opzichte van de valuta's van 38 van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied.

Op kwartaalbasis bleef de reële bbp-groei in het eurogebied in het vierde kwartaal van 2019 met 0,1% gematigd, na een groei van 0,3% in het voorgaande kwartaal, als gevolg van de aanhoudende zwakte in de verwerkende industrie en de vertragende investeringsgroei. De recente economische informatie en enquêteresultaten wijzen op een laag niveau van de groeidynamiek van het eurogebied en weerspiegelen nog niet volledig de ontwikkelingen in verband met het coronavirus, dat zich eind februari over het vasteland van Europa begon te verspreiden en de economische bedrijvigheid ongunstig beïnvloedde. Afgezien van de verstoringen als gevolg van de verspreiding van het coronavirus, wordt verwacht dat de groei in het eurogebied op middellange termijn weer zal aantrekken, ondersteund door gunstige financieringsvoorwaarden, de begrotingskoers in het eurogebied en de verwachte hervatting van de mondiale bedrijvigheid.

Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van maart 2020 zal het reële bbp op jaarrbasis in 2020 met 0,8% stijgen, in 2021 met 1,3% en in 2022 met 1,4%. Vergeleken met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van december 2019, werden de vooruitzichten voor de reële bbp-groei neerwaarts bijgesteld met 0,3 procentpunt voor 2020 en met 0,1 procentpunt voor 2021, voornamelijk als gevolg van de uitbraak van het coronavirus, hoewel de recente snelle verspreiding van het virus in het eurogebied slechts gedeeltelijk wordt weerspiegeld. De risico's voor de groeivooruitzichten van het eurogebied blijven daarom duidelijk neerwaarts gericht. De verspreiding van het coronavirus vormt een nieuwe en aanzienlijke bron van neerwaarts risico voor de

groeivooruitzichten, naast de risico's van geopolitieke factoren, het toenemende protectionisme en de kwetsbaarheden in opkomende markten.

Volgens de flashraming van Eurostat is de HICP-inflatie in het eurogebied op jaarbasis gedaald van 1,4% in januari tot 1,2% in februari 2020. Op basis van de scherpe daling van de actuele en futuresprijzen voor olie zal de totale inflatie de komende maanden waarschijnlijk sterk dalen. Deze beoordeling komt slechts gedeeltelijk tot uiting in de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van maart 2020, die een HICP-inflatie op jaarbasis voorzien van 1,1% in 2020, 1,4% in 2021 en 1,6% in 2022 en vrijwel ongewijzigd zijn ten opzichte van de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties van december 2019. Op de middellange termijn wordt de inflatie ondersteund door de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB. De implicaties die het coronavirus heeft voor de inflatie zijn met grote onzekerheid omgeven, aangezien de uit een zwakkere vraag voortkomende neerwaarts druk mogelijk wordt gecompenseerd door opwaartse druk veroorzaakt door aanbodverstoringen. De recente scherpe terugval van de olieprijzen vormt een aanzienlijk neerwaarts risico voor de inflatievooruitzichten op korte termijn.

Het hoge niveau van de monetaire dynamiek is sinds het einde van de zomer 2019 gematigd. De kredietverlening aan de private sector vertoonde in alle kredietcategorieën nog steeds uiteenlopende ontwikkelingen Terwijl de kredietverlening aan huishoudens veerkrachtig bleef, liepen de bedrijfskredieten terug. De gunstige financierings- en kredietvoorraarden van banken bleven de kredietverstrekking en daardoor de economische groei ondersteunen. De totale externe financiering van de bedrijven in het eurogebied stabiliseerde zich, dankzij de gunstige kosten van schuldfinanciering. Door de recente toename van het 'risk-off'-sentiment zullen de niet-bancaire financieringsvoorraarden voor niet-financiële ondernemingen waarschijnlijk evenwel verslechteren.

Volgens de projecties zal het begrotingssaldo van de overheid in het eurogebied dalen in 2020 en 2021 en stabiliseren in 2022. De daling kan voor een groot deel worden toegeschreven aan de lagere primaire overschotten. In de projecties komen deze ontwikkelingen ook tot uiting in een expansieve begrotingskoers in 2020 en 2021, en een vrijwel neutrale koers in 2022. Ondanks het vrij expansieve begrotingsbeleid zal de overheidsschuldquote in het eurogebied zich in de projecties naar verwachting geleidelijk neerwaarts blijven ontwikkelen door een gunstige rente/groei-ecart en een enigszins positief primair saldo voor de volledige periode. De ontwikkelingen ten aanzien van de verspreiding van het coronavirus (COVID-19) na afronding van de projecties wijzen op een duidelijke verslechtering van de vooruitzichten voor het begrotingsbeleid. In aanvulling op eerder de aangekondigde begrotingsbeleidsmaatregelen, moet het streven van de Eurogroep naar gemeenschappelijke en gecoördineerde beleidsmaatregelen alle steun krijgen gezien de verspreiding van het virus.

Het monetairbeleidspakket

Op 12 maart besloot de Raad van Bestuur een uitgebreid pakket monetairbeleidsmaatregelen te nemen. De monetairbeleidsreactie omvatte drie kernelementen: ten eerste de liquiditeitsvoorraarden in het bankstelsel veiligstellen via een reeks gunstig geprijsde langerlopende herfinancieringstransacties, ten tweede de ongehinderde kredietstroom naar de reële economie beschermen via een fundamentele herijking van de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (LTRO's); en ten derde vermijden dat de financieringsvoorraarden voor de economie op procyclische wijze strenger worden via een toename van het activa-aankoopprogramma (APP).¹

1. In tijden van toegenomen onzekerheid is het van essentieel belang dat liquiditeit tegen gunstige voorwaarden ter beschikking wordt gesteld van het financiële stelsel om liquiditeitsproblemen en druk op de liquiditeitsprijs te voorkomen, ook in tijden waarin het coronavirus operationele risico's kan vormen voor deelnemers aan het financiële systeem. De Raad van Bestuur besloot daarom om tijdelijk extra LTRO's uit te voeren om onmiddellijke liquiditeitssteun te bieden aan het financiële stelsel van het eurogebied. Hoewel de Raad van Bestuur geen wezenlijke tekenen ziet van spanningen op de geldmarkten of liquiditeitstekorten in het bankwezen, zullen deze transacties in geval van nood een efficiënt opvangmechanisme vormen. Deze transacties krijgen de vorm van vaste-rentetenders met volledige toewijzing. Ze zullen zeer gunstig geprijsd worden met een rentetarief dat gelijk is aan het gemiddelde rentetarief op de depositofaciliteit. Deze nieuwe LTRO's zullen liquiditeit verschaffen tegen gunstige voorwaarden om de periode tot de LTRO III-transactie in juni 2020 te overbruggen.
2. Nu de verspreiding van het coronavirus een weerslag heeft op de inkomsten en de geplande uitgaven van de huishoudens en bedrijven is het cruciaal om de bancaire kredietverlening te ondersteunen voor degenen die het meest worden getroffen door de economische gevolgen, in het bijzonder het midden- en kleinbedrijf. Bijgevolg besloot de Raad van Bestuur om aanzienlijk gunstigere voorwaarden toe te passen tijdens de periode van juni 2020 tot juni 2021 op alle lopende LTRO III-transacties in die periode. Gedurende deze periode zal het rentetarief op deze LTRO III-operaties 25 basispunten lager liggen dan het gemiddelde tarief op de basisherfinancieringstransacties van het Eurosysteem. Voor tegenpartijen die hun niveaus van kredietverlening aanhouden, zal het tarief dat op deze transacties wordt toegepast lager zijn en kan het gedurende de periode die afloopt in juni 2021 tot 25 basispunten lager liggen dan het gemiddelde rentetarief op de depositofaciliteit. Bovendien werd het maximumbedrag dat tegenpartijen voortaan mogen lenen in het kader van LTRO III-transacties verhoogd met 50% van de stand van hun in aanmerking komende leningen per 28 februari 2019. Daarmee neemt het volume dat binnen dit programma geleend kan worden met ruim € 1 biljoen toe tot in totaal bijna € 3 biljoen. Algemeen beschouwd zullen de nieuwe voorwaarden voor de

¹ Zie voor nadere gegevens Lane, P.R., "The Monetary Policy Package: An Analytical Framework", *The ECB Blog*, ECB, 13 maart 2020.

TLTRO helpen te zorgen voor een aanzienlijke versoepeling van de financieringsvooraarden die bepalend zijn voor de kredietverlening door banken aan bedrijven en huishoudens. Tegen die achtergrond gaf de Raad van Bestuur de comités van het Eurosysteem het mandaat om aanvullende versoepelingsmaatregelen te onderzoeken om ervoor te zorgen dat tegenpartijen de financieringsondersteuning van de ECB ten volle kunnen blijven benutten.

3. Het is van cruciaal belang om een voldoende accommoderende monetairbeleidskoers aan te houden, vooral in een klimaat van grote onzekerheid en verhoogde financiële volatiliteit. Tegen die achtergrond besloot de Raad van Bestuur ook tot een tijdelijke enveloppe van aanvullende netto activa-aankopen voor een bedrag van € 120 miljard tot het einde van het jaar, met een sterke bijdrage van de aankoopprogramma's van de private sector. De netto aankopen van activa zullen naar verwachting worden voortgezet zo lang als noodzakelijk is om de accommoderende invloed van de ECB-beleidstarieven te versterken, en worden beëindigd kort voordat de Raad van Bestuur aanvangt met de verhoging van de basisrentetarieven van de ECB. In combinatie met het bestaande APP zal deze tijdelijke enveloppe de financieringsvooraarden ruimer ondersteunen en daardoor ook de rentetarieven temperen die van belang zijn voor de reële economie. Bovendien zal het Eurosysteem door het hogere aankooptempo sterker aanwezig zijn op de markt in deze tijden van toegenomen volatiliteit, en zal het de flexibiliteit die het APP biedt ten volle benutten om te reageren op marktomstandigheden. Dit zou tijdelijke schommelingen in de verdeling van de aankoopstromen kunnen impliceren, zowel tussen activasoorten als tussen landen, in antwoord op de schokken door de vlucht naar veiliger en meer liquide activa. Dergelijke afwijkingen van de evenwichtige verdeling tussen landen vallen onder het programma, op voorwaarde dat de kapitaalsleutel het ankerpunt blijft voor de totale voorraad effecten van het Eurosysteem op lange termijn.
4. Bovendien besloot de Raad van Bestuur om de beleidsrentevoeten van de ECB ongewijzigd te laten. Ze zullen naar verwachting op hun huidige niveau of lager blijven totdat de inflatieverwachtingen binnen de projectieperiode krachtig convergeren naar een niveau dat voldoende dicht bij maar onder 2% ligt, en een dergelijke convergentie consequent in de onderliggende inflatiodynamiek tot uitdrukking komt.
5. Tot slot is de Raad van Bestuur voornemens de aflossingen op effecten die zijn aangekocht in het kader van het APP en die de vervaldatum hebben bereikt, volledig te blijven herinvesteren, en wel voor geruime tijd voorbij het moment waarop de Raad de basisrentetarieven van de ECB begint te verhogen, en in ieder geval zo lang als noodzakelijk is om gunstige liquiditeitsvooraarden en een ruime mate van monetaire accommodatie te handhaven.

Gezien de huidige ontwikkelingen zal de Raad van Bestuur de gevolgen van de verspreiding van het coronavirus nauwlettend blijven volgen voor de economie, de inflatie op middellange termijn en de transmissie van het monetaire beleid. De Raad staat klaar om al zijn instrumenten zo nodig aan te passen, om ervoor te zorgen dat

de inflatie zich op duurzame wijze ontwikkelt in de richting van de doelstelling en overeenkomstig het belang dat de Raad hecht aan symmetrie.

Tegelijkertijd is nu een ambitieuze en gecoördineerde begrotingskopers noodzakelijk gezien de zwakkere vooruitzichten en als bescherming voor het geval dat neerwaartse risico's verder werkelijkheid worden. De Raad van Bestuur juicht de maatregelen toe die diverse regeringen al hebben genomen om te zorgen voor voldoende middelen voor de gezondheidszorg en om getroffen bedrijven en werknemers te ondersteunen. Meer in het bijzonder zijn maatregelen nodig zoals kredietgaranties om de monetairbeleidsmaatregelen van de Raad van Bestuur aan te vullen en te versterken.

Addendum bij de beslissingen die de Raad van Bestuur nam op 18 maart

De coronaviruspandemie betekent een collectieve noodsituatie voor de volksgezondheid die zijn weerga nauwelijks kent in de moderne geschiedenis. Deze leidt ook tot een extreme economische schok, die vraagt om een ambitieuze, gecoördineerde en urgente beleidsreactie op alle fronten. Op 18 maart kondigde de Raad van Bestuur van de ECB een nieuw pandemie-noodaankoopprogramma (PEPP) aan om de ongekende situatie waarin het eurogebied zich bevindt het hoofd te bieden. Dit tijdelijke programma zal de ECB helpen de transmissie van monetair beleid te garanderen om uiteindelijk prijsstabiliteit te kunnen realiseren in het eurogebied. Vooral de ontwikkelingen op de financiële markten hadden geleid tot een verkrapping van de financieringsvoorwaarden, met name voor het langere eind van het looptijdenspectrum. De risicovrije curve had zich omhoog bewogen en de redementscurves van overheidsobligaties – die de sleutel vormen voor de tariefstelling van alle activa – waren overal gestegen en vertoonden een grotere spreiding. Binnen zijn mandaat heeft de Raad van Bestuur daarom de volgende beslissingen genomen:

1. Een nieuw tijdelijk programma voor de aankoop van obligaties van de private en overheidssector te lanceren om de ernstige risico's voor het transmissiemechanisme van het monetair beleid en de vooruitzichten voor het eurogebied als gevolg van de uitbraak en de escalerende verspreiding van het coronavirus, COVID-19, tegen te gaan.

Dit nieuwe pandemie-noodaankoopprogramma (pandemic emergency purchase programme – PEPP) zal over een bedrag van in totaal € 750 miljard beschikken. De aankopen zullen tot eind 2020 worden uitgevoerd en zullen alle activasoorten omvatten die in aanmerking komen voor het bestaande programma voor de aankoop van activa (asset purchase programme – APP).

De aankopen van overheidspapier zal blijven gebeuren volgens de kapitaalverdeelsleutel van de nationale centrale banken. Tegelijkertijd zullen aankopen in het kader van het nieuwe PEPP op flexibele wijze plaatsvinden. Dit maakt afwijkingen in de verdeling van de nettoaankopen in de tijd, over de activasoorten en tussen de landen mogelijk.

Voor aankopen in het kader van het PEPP zullen ook door de Griekse overheid uitgegeven effecten in aanmerking worden genomen.

De Raad van Bestuur zal de nettoaankopen van activa in het kader van het PEPP beëindigen zodra de Raad oordeelt dat de crisisfase met betrekking tot het coronavirus voorbij is, maar in ieder geval niet voor het einde van het jaar.

2. Het scala aan in aanmerking komende activa in het kader van het programma voor de aankoop van effecten van de bedrijfssector (corporate sector purchase programme – CSPP) uit te breiden tot niet-financieel handelspapier (commercial paper), waardoor alle handelspapieren van voldoende kredietkwaliteit in aanmerking komen voor aankoop in het kader van het CSPP.

3. De onderpandsvereisten te versoepelen door de belangrijkste risicoparameters van het onderpandskader aan te passen. In het bijzonder zullen wij het toepassingsgebied van de additionele kredietvorderingen (additional credit claims – ACC) uitbreiden tot vorderingen die verband houden met de financiering van de bedrijfssector. Dit zal ervoor zorgen dat tegenpartijen ten volle gebruik kunnen blijven maken van de herfinancieringstransacties van het Eurosysteem.

De Raad van Bestuur van de ECB is vastbesloten zijn rol te spelen bij het ondersteunen van alle burgers van het eurogebied in deze uiterst veeleisende tijd. Daartoe zal de ECB ervoor zorgen dat alle sectoren van de economie kunnen profiteren van ondersteunende financieringsvooraarden die hen in staat stellen deze schok op te vangen. Dit geldt evenzeer voor gezinnen, bedrijven, banken en overheden.

De Raad van Bestuur zal binnen zijn mandaat alles doen wat nodig is. De Raad van Bestuur is volledig bereid om de omvang van zijn programma's voor de aankoop van activa te vergroten en de samenstelling ervan aan te passen, zo veel als nodig is en zo lang als nodig is. De Raad zal alle opties en alle onvoorziene omstandigheden onderzoeken om de economie tijdens deze schok te ondersteunen.

Voor zover bepaalde zelf opgelegde zelf opgelegde limieten een belemmering zouden kunnen vormen voor de maatregelen die de ECB moet nemen om haar mandaat te vervullen, zal de Raad van Bestuur overwegen deze te herzien voor zover dat nodig is om zijn maatregelen in verhouding te brengen tot de risico's waarmee we worden geconfronteerd. De ECB zal geen risico's tolereren betreffende de soepele transmissie van haar monetair beleid in alle landen van het eurogebied.

1

Externe omgeving

De groeiende coronavirus-epidemie (COVID-19) heeft de vooruitzichten voor de mondiale economie die onderdeel zijn van de macro-economische projecties van ECB-medewerkers van maart 2020 verslechterd. Ontwikkelingen na de afsluitdatum voor de projecties wijzen erop dat het neerwaartse risico voor de mondiale bedrijvigheid die samenhangt met de uitbraak van COVID-19 voor een deel realiteit is geworden, wat impliceert dat de mondiale bedrijvigheid dit jaar zwakker zal uitvallen dan voorzien in de bovengenoemde macro-economische projecties. De wereldeconomie werd door de uitbraak getroffen toen er tekenen verschenen dat de bedrijvigheid en handel zich stabiliseerden en de ondertekening van het zogenoemde ‘Fase 1’-handelsakkoord tussen de Verenigde Staten en China, die gepaard ging met de verlaging van heffingen, de onzekerheid had verminderd. Als verder wordt gekeken dan dit jaar, is de verwachting dat de mondiale economische bedrijvigheid zal herstellen, maar slechts gematigd zal aantrekken. Dat zal afhangen van het herstel in een aantal nog steeds kwetsbare opkomende markteconomieën, terwijl de voorziene conjunctuurinzinking in ontwikkelde economieën en de structurele transitie naar een lager groeipad in China de vooruitzichten voor de middellange termijn zullen drukken. De risico’s voor de wereldeconomie zijn veranderd, maar blijven per saldo neerwaarts gericht. Momenteel hangt het meest acute neerwaartse risico samen met de mogelijk bredere en meer langdurige impact van de zich ontwikkelende COVID-19-uitbraak. De mondiale inflatielidtuk blijft beperkt.

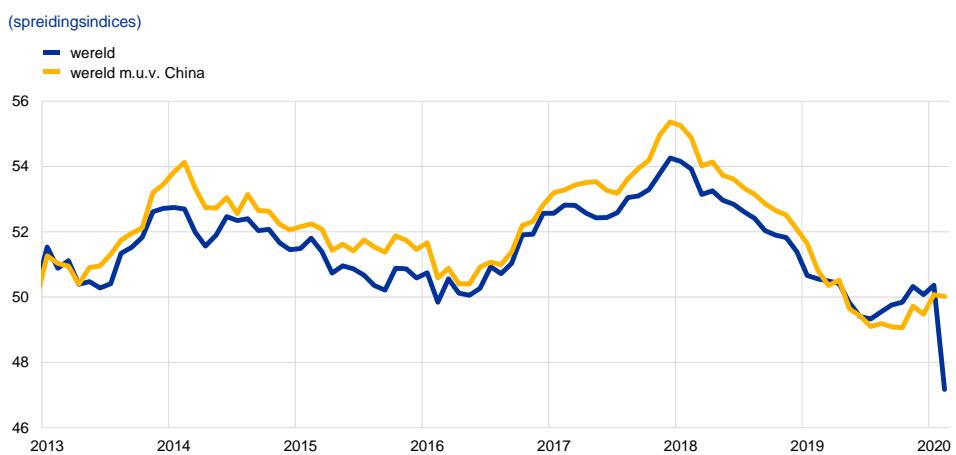
Mondiale economische bedrijvigheid en handel

De verspreiding van COVID-19 heeft de mondiale vooruitzichten vertroebeld. Aangezien de situatie zich nog dagelijks ontwikkelt, is het erg lastig om te schatten hoe lang verstoringen van de productie en handel zullen aanhouden en hoe consumenten wereldwijd zullen reageren op de daarmee samenhangende onzekerheid. Bovendien volgt de uitbraak op een periode van zwakke mondiale bedrijvigheid. Vorig jaar daalde de groei van het reële bbp mondiala (exclusief het eurogebied) naar 2,9%, het laagste tempo sinds de grote recessie. De vertraging was breder en meer uitgesproken dan in de meest recente gevallen, in 2012-2013 en 2015-2016. De voornaamste onderliggende factor was de herhaalde escalatie van handelsspanningen, die door toegenomen onzekerheid bedrijven ertoe bewoog om investeringen uit te stellen en consumenten ertoe aan te zetten de aanschaf van duurzame consumptiegoederen vooruit te schuiven. Dat leidde op zijn beurt tot een scherpe daling van de wereldwijde bedrijvigheid van de verwerkende industrie en handel. Daarnaast werden verschillende opkomende markteconomieën getroffen door idiosyncratische schokken, hetgeen de groeivertraging van de wereldwijde bedrijvigheid vorig jaar verder versterkte. Tegelijkertijd heeft een aantal belangrijke ontwikkelde en opkomende markteconomieën beleidsmaatregelen genomen om de vraag te stimuleren. Daardoor werden zowel het tempo als de omvang van de mondiale groeivertraging in 2019 beperkt.

De wereldeconomie werd door de uitbraak getroffen juist toen er tekenen verschenen dat de bedrijvigheid en handel zich stabiliseerden. De mondiale Purchasing Managers' Index (PMI) voor de totale productie (exclusief het eurogebied) steeg in januari, gesteund door betere indicatoren voor zowel de verwerkende industrie als de dienstensector. De verhoogde output van de verwerkende industrie wees erop dat er – na een lange periode van zwakte – sprake zou kunnen zijn van een ontluikend herstel. Die signalen waren vooral zichtbaar in opkomende markteconomieën, terwijl de ontwikkelingen in ontwikkelde economieën meer gemengd waren. Die trend werd recent onderbroken door de uitbraak van COVID-19, die de Chinese overheid probeerde te beperken door de vakantie in verband met het Chinese Nieuwjaar te verlengen en strenge quarantainemaatregelen te treffen in de provincie Hubei, het epicentrum van de uitbraak. Als gevolg van deze maatregelen daalde de bedrijvigheid van de verwerkende industrie in China in februari sterk en waren daar enige negatieve overloopeffecten van merkbaar in het Aziatisch-Pacifisch gebied, dat door toeleveringsketens intrinsiek met China verbonden is en daarnaast een van de meest populaire bestemmingen voor Chinese toeristen is. Toch was de kans op bredere mondiale overloopeffecten beperkt, gezien de relatieve stabiliteit van de mondiale PMI voor de verwerkende industrie exclusief China (zie Grafiek 1). Maar daar de productie in China slechts geleidelijk weer normaliseert en een groot aantal landen maatregelen hebben genomen om de verspreiding van het virus in te dammen, kan er op korte termijn een meer langdurige en bredere impact op de mondiale bedrijvigheid van de verwerkende industrie worden verwacht.

Grafiek 1

Mondiale Purchasing Managers' Index verwerkende industrie



Bronnen: Markit en Haver Analytics.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen februari 2020.

Na een periode van versoepeling zijn de mondiale financieringsvoorraarden recent merkbaar verkapt. De voorgaande periode van versoepeling volgde op de bekendmaking van het hierboven genoemde 'Fase 1'-handelsakkoord en leidde op zijn beurt tot een groei van de vraag naar risicovolle activa. Deze groei werd circa medio februari abrupt verstoord toen de mondiale aandelenbeurzen een sterke daling vertoonden doordat de uitbraak op de Chinese economie bleef drukken en zich naar andere landen verspreidde. Sinds de afsluitdatum voor de macro-

economische projecties van ECB-medewerkers van maart 2020 zijn de mondiale financieringsvooraarden zowel in ontwikkelde economieën als in opkomende markteconomieën aanzienlijk verkrapt doordat de impact van de sterke correctie op de aandelenmarkten en de stijging van het ecart op bedrijfsobligaties slechts voor een deel werd gecompenseerd door dalende risicotvarende rentes. In opkomende markteconomieën was de verkrapping minder uitgesproken in vergelijking met recente periodes van financiële stress, zoals in de zomer van 2018, doordat de wisselkoersen van opkomende markteconomieën min of meer stabiel bleven ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Dit laatste was hoofdzakelijk een gevolg van de daadwerkelijke en verwachte verruimende monetairbeleidsmaatregelen van de Federal Reserve, die de Amerikaanse dollar drukten en daarmee de opwaartse druk compenseerden die afkomstig was van de risicomijdende instroom richting Amerikaanse staatsobligaties.

Volgens de macro-economische projecties van ECB-medewerkers van maart 2020 zal het wereldwijde herstel gedurende de ramingsperiode gematigd zijn. Volgens de projecties zal de mondiale bedrijvigheid exclusief het eurogebied dit jaar 3,1% bereiken, iets hoger dan de schatting voor 2019 van 2,9%. Voor de middellange termijn wordt verwacht dat de mondiale groei in 2021 en 2022 licht zal stijgen tot respectievelijk 3,5% en 3,4%, onder het langetermijngemiddelde van 3,8%. Ten opzichte van de macro-economische projecties van medewerkers van het Eurosysteem van december 2019 zijn de projecties voor de mondiale groei voor 2020 min of meer ongewijzigd, doordat opwaartse bijstellingen in verband met lagere handelsheffingen worden gecompenseerd door neerwaartse bijstellingen voor het eerste kwartaal van 2020 in verband met de virusuitbraak in China. In de projecties van maart is het herstel in een aantal opkomende markteconomieën sterk bepalend voor de vooruitzichten voor de wereldeconomie voor de middellange termijn. Maar het herstelpad in deze landen wordt als fragiel beoordeeld als gevolg van externe tegenwind die, in combinatie met binnenvlandse politieke instabiliteit, de herstelvoortzichten zou kunnen verstoren. Ontwikkelingen na de afsluitdatum wijzen er inderdaad op dat een direct neerwaarts risico in verband met de impact van COVID-19 op de wereldeconomie deels werkelijkheid is geworden. Dat wijst er op zijn beurt op dat de mondiale bedrijvigheid dit jaar zeer waarschijnlijk zwakker zal zijn dan is voorzien in de macro-economische projecties van ECB-medewerkers van maart 2020.

In de Verenigde Staten zal de economische bedrijvigheid naar verwachting op korte termijn stabiel blijven. Op jaarrichting kwam de reële bbp-groei in het vierde kwartaal van 2019 uit op 2,1%, ongewijzigd ten opzichte van het voorgaande kwartaal. De consumptiegroei vertraagde meer dan verwacht en de bedrijfsinvesteringen in vaste activa daalden voor het derde opeenvolgende kwartaal. De staking van de productie van de Boeing 737 Max zal naar verwachting in het eerste kwartaal van 2020 op de bedrijvigheid van de verwerkende industrie blijven drukken. Op langere termijn zal de groei naar verwachting dalen tegen een achtergrond van een rijpere conjunctuurcyclus en de afnemende impact van de belastinghervorming van 2018. De totale consumentenprijsinflatie op jaarrichting daalde in februari licht, tot 2,3% in vergelijking met 2,5% in de maand daarvoor. Ongerekend voedingsmiddelen en energie steeg de inflatie op jaarrichting naar 2,4%

ten opzichte van 2,3% in de voorgaande vier maanden. De inflatie zal aan het einde van de projectieperiode naar verwachting geleidelijk zijn gestegen tot boven de doelstelling van 2% van de Fed. Op 3 maart verlaagde de Federal Reserve na spoedoverleg zijn beleidsrente met 50 basispunten naar 1-1,25%, daarbij verwijzend naar het risico dat de uitbraak betekent voor de economische bedrijvigheid. Er werden verdere maatregelen genomen, waaronder liquiditeitsverschaffing en extra begrotingsuitgaven, om het effect van de uitbraak op de economie het hoofd te bieden.

In China zal de bedrijvigheid naar verwachting in het eerste kwartaal

aanzienlijk afzwakken en daarna herstellen. Op de middellange termijn zal het reële bbp een geleidelijke vertraging vertonen. De bbp-groei op jaarbasis voor 2019 vertraagde tot 6,1% ten opzichte van 6,6% in 2018, doordat de investeringen en het uitvoersaldo minder ondersteunend waren. De effecten van de COVID-19-uitbraak zullen op korte termijn blijven domineren, terwijl lagere heffingen uit hoofde van het handelsakkoord met de Verenigde Staten naar verwachting de handel zullen steunen. Op de middellange termijn zal de voortgang met de implementatie van structurele hervormingen naar verwachting een ordelijke vertraging en enige verschuiving in het economisch evenwicht in China faciliteren. Gegevens uit China die na de afsluitdatum voor de projecties beschikbaar kwamen, duiden erop dat de vertraging in het eerste kwartaal sterker kan uitvallen dan verwacht. Daarnaast wijst een meer geleidelijke normalisering van de productie erop dat het herstel van de bedrijvigheid enigszins langer zou kunnen duren dan is voorzien in de macro-economische projecties van ECB-medewerkers van maart 2020. In China zijn sinds het begin van de virusuitbraak verschillende economische beleidsmaatregelen genomen, waaronder een verruiming van het monetair beleid en extra begrotingsuitgaven.

In Japan kromt de economische bedrijvigheid in het vierde kwartaal

aanzienlijk door een combinatie van negatieve schokken, waaronder een daling van de binnenlandse vraag als reactie op de verhoging van de consumptiebelasting, productieverstoringen als gevolg van zware tyfoons in oktober en een zwakke buitenlandse vraag. De negatieve overloopeffecten van de coronavirusuitbraak in China, waardoor de Japanse economie werd getroffen als gevolg van een significante daling van de bestedingen door bezoekende toeristen tijdens de vakantieperiode rondom het Chinese Nieuwjaar, zullen in combinatie met de eerste tekenen van potentiële verstoringen van aanvoerketens naar verwachting de bedrijvigheid gedurende het eerste kwartaal drukken. Daarnaast heeft de Japanse overheid een aantal maatregelen genomen om de COVID-19-uitbraak in het land in te dammen, die in combinatie met terughoudender consumentengedrag naar verwachting de economische bedrijvigheid zullen drukken. De Japanse regering heeft daarop gereageerd met twee budgettaire noodpakketten, inclusief maatregelen om het midden- en kleinbedrijf te steunen. De Bank of Japan heeft bekendgemaakt dat het de ontwikkelingen nauwlettend volgt en gereed staat om liquiditeit te verschaffen en de stabiliteit op de financiële markten te waarborgen. De eind 2019 door de Japanse overheid aangekondigde budgettaire stimuleringsmaatregelen zullen naar verwachting de groei in 2020-2021 ondersteunen.

In het Verenigd Koninkrijk was de verwachting dat de bedrijvigheid in het eerste kwartaal zou herstellen. De economische gevolgen van COVID-19 zullen echter waarschijnlijk leiden tot een hernieuwde vertraging in het tweede kwartaal. De reële bbp-groei was in het vierde kwartaal van 2019 vlak, als gevolg van een aanhoudende vertraging van de onderliggende dynamiek die eerder dat jaar werd waargenomen en een bredere vertraging sinds het referendum van 2016. De binnenlandse vraag was in de tweede helft van 2019 aanzienlijk vertraagd tegen een achtergrond van grote aan de brexit gerelateerde onzekerheid en een verkiezingscampagne in het laatste kwartaal van het jaar. Hoewel het sentiment aanzienlijk was verbeterd na de beslissende uitslag van de parlementsverkiezingen en het daaropvolgende akkoord over een ordelijke terugtrekking uit de Europese Unie eind januari, werd er ook voor de uitbraak geen sterke omslag in de bedrijvigheid in 2020 voorzien, gezien de aanhoudende onzekerheden over de toekomst van de handelsonderhandelingen tussen het Verenigd Koninkrijk en de EU. De Bank of England reageerde op de COVID-19-uitbraak met een verlaging van zijn beleidsrente met 50 basispunten naar 0,25% en de introductie van een gericht leningenprogramma voor het midden- en kleinbedrijf, terwijl de door de regering voorgestelde ontwerpbegroting een aantal budgettaire maatregelen bevat om de economische impact van de uitbraak het hoofd te bieden.

In Centraal- en Oost-Europese landen zal de economische bedrijvigheid na groeitempo's boven het potentieel te hebben vertoond naar verwachting matigen. Deze matiging is hoofdzakelijk toe te schrijven aan een tragere investeringsgroei tegen een achtergrond van een meer geavanceerde fase van de financieringscyclus van de EU, terwijl de consumentenuitgaven naar verwachting zullen worden gedragen door robuuste arbeidsmarkten.

De economische bedrijvigheid in grote grondstoffen exporterende landen zal naar verwachting dit jaar iets aantrekken. In Rusland verbeterde de economische bedrijvigheid in de loop van 2019 en zou deze naar verwachting verder versnellen als gevolg van extra sociale uitgaven waartoe de nieuwe regering had besloten. Er is echter sprake van grote neerwaartse risico's doordat de mondiale verspreiding van het COVID-19-virus, het recente falen van de OPEC+-overeenkomst en een sterke daling van de olieprijzen de vooruitzichten bijzonder onzeker maken. De vooruitzichten voor de middellange termijn worden vooral gevormd door onzekerheid omtrent aanvullende internationale sancties en de beleidsprioriteiten van de onlangs benoemde regering. Het bbp is voor de korte termijn opwaarts bijgesteld, met name vanwege hogere overheidsbestedingen. In Brazilië begon het economisch sentiment in het vierde kwartaal te verbeteren. De groei blijft echter gematigd als gevolg van een krappe begrotingssituatie (inclusief begrotingsbevriezingen) en een onzekere externe omgeving – een situatie die onlangs verslechterde door de toenemende verspreiding van het COVID-19-virus. De mate waarin noodzakelijke aanvullende begrotingshervormingen worden doorgevoerd zal van significante invloed zijn op de groeivooruitzichten voor de middellange termijn. Tegelijkertijd blijven begrotingsonevenwichtigheden een grote risicobron wanneer deze niet worden aangepakt. Derhalve zal de naleving van begrotingsregels zoals het uitgavenplafond omvangrijke budgettaire stimuleringsmaatregelen minder waarschijnlijk maken.

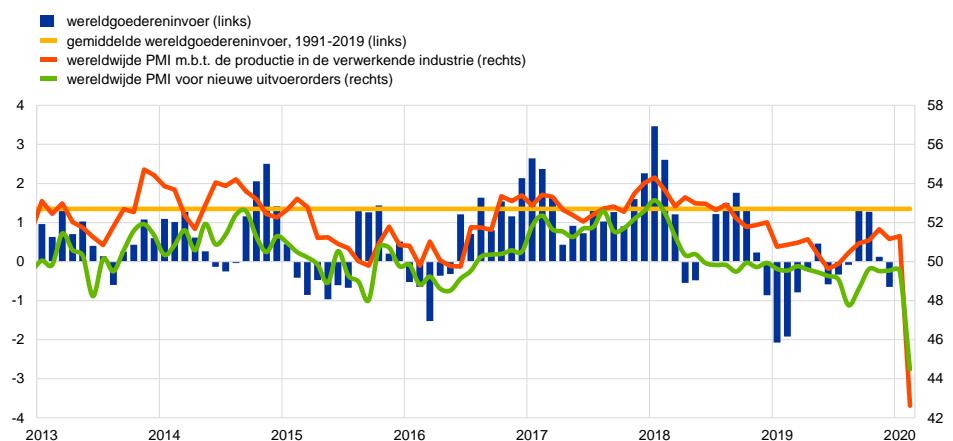
In Turkije blijft de bedrijvigheid zich sterk herstellen na de recente recessie als gevolg van de crisis. De reële bbp-groei op jaarbasis werd in het derde kwartaal positief en werd in het vierde kwartaal van 2019 nog sterker. Een expansief begrotingsbeleid en snelle kredietexpansie waren aandrijvers van de robuuste groei van de consumptie door huishoudens en het passeren van het dieptepunt door de investeringen door de particuliere sector. Beide aandrijvers zullen naar verwachting dit jaar groei blijven bevorderen. Desalniettemin blijven de groeitempo's naar historische maatstaven relatief laag als gevolg van het verzwakte potentieel van de economie.

Eind 2019 werden tekenen zichtbaar van stabilisering van de wereldhandel. De wereldwijde invoer bleek sterker te zijn, grotendeels als gevolg van veerkrachtige invoergroei in Turkije, China en andere opkomende markteconomieën. Daar staat tegenover dat de zwakker dan verwachte invoercijfers voor ontwikkelde economieën in het vierde kwartaal van 2019 waren beïnvloed door een aantal idiosyncratische schokken die naar verwachting op korte termijn zullen wegebben. In Japan hangen deze factoren samen met een krimp van de binnenlandse vraag volgend op de verhoging van de consumptiebelasting en de gevolgen van een zware tyfoon. In het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten weerspiegelen zij de afbouw van eerdere opgebouwde voorraden. De verschillen in ontwikkeling van de handel tussen ontwikkelde economieën en opkomende markteconomieën kwam ook tot uiting in cijfers over de buitenlandse goederenhandel. In totaal kromp de wereldgoedereninvoer in het vierde kwartaal van 2019 met 0,7% (zie Grafiek 2). Naar verwachting zal echter de COVID-19-uitbraak de stabilisatie van de wereldhandel vertragen, daarbij vooral op de mondiale verwerkende industrie drukkend, zoals blijkt uit de meest recente enquêtegegevens. Doordat het virus zich wereldwijd blijft verspreiden, zal de impact ervan op de handel significanter uitvallen dan voorzien in de macro-economische projecties van ECB-medewerkers van maart 2020.

Grafiek 2

Enquêtes en de wereldhandel in goederen (ongerekend het eurogebied)

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



Bronnen: Markit, CPB en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen februari 2020 voor de PMI's en december 2019 voor de wereldwijde goedereninvoer. De indices en gegevens verwijzen naar het mondiale aggregaat ongerekend het eurogebied.

De recente ondertekening van het zogenaamde ‘Fase 1’-handelsakkoord tussen de Verenigde Staten en China zorgt voor een verlichting van de handelsspanningen. Uit hoofde van dit akkoord hebben beide landen hun heffingen op bilaterale handel verlaagd en heeft China toegezegd de komende twee jaar een aanvullende USD 200 miljard aan goederen en diensten af te nemen bij de Verenigde Staten. Hoewel deze gedeeltelijke de-escalatie van het handelsconflict tussen de twee landen het herstel van de mondiale verwerkende industrie en wereldhandel ondersteunt, blijft de onzekerheid aangaande de toekomstige ontwikkeling van het mondiale handelsbeleid hoog.

De mondiale vooruitzichten voor de handel blijven naar historische maatstaven zwak, aangezien de inkomenselasticiteit van de handel naar verwachting lager blijft dan 1, het ‘nieuwe normaal’.² Dit is toe te schrijven aan een samenloop van factoren, waaronder bijvoorbeeld de hogere heffingen die tot nu toe zijn berekend en grotere beleidsonzekerheid. Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2020 neemt de wereldwijde invoergroei (ongerekend het eurogebied) naar verwachting geleidelijk toe van 0,3% vorig jaar naar 1,4% in 2020, waarna deze in 2021 en 2022 zal stijgen naar respectievelijk 2,6% en 2,7%. Verwacht wordt dat de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied dit jaar met 1,6% zal toenemen, en in 2021 en 2022 zal versnellen naar respectievelijk 2,5% en 2,6%. Hoewel de buitenlandse vraag binnen het eurogebied voor 2020 opwaarts is bijgesteld ten opzichte van de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van december 2019, houdt deze bijstelling hoofdzakelijk verband met onverwachte opwaartse effecten in de tweede helft van 2019 en meer bilaterale invoer tussen de Verenigde Staten en China als gevolg van de lagere heffingen uit hoofde van het ‘Fase 1’-akkoord. Aangezien deze laatste factor voornamelijk bilaterale handel tussen deze twee landen ondersteunt, dient deze niet te worden opgevat als een teken van meer buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied. Rekening houdend met deze factoren zal de buitenlandse vraag in het eurogebied in de projecties van maart naar verwachting min of meer in lijn zijn met de projecties van december voor dit en het volgende jaar. Ontwikkelingen na de afsluitdatum voor projecties wijzen erop dat de groeiende wereldwijde COVID-19-epidemie drukt op de wereldhandel en daarmee op de buitenlandse vraag in het eurogebied. Als hiermee rekening wordt gehouden, dan is de implicatie dat de wereldwijde invoer en de buitenlandse vraag in het eurogebied zwakker zullen uitvallen dan was voorzien in de macro-economische projecties van ECB-medewerkers van maart 2020.

De risico’s voor de vooruitzichten met betrekking tot de mondiale bedrijvigheid zijn veranderd, maar blijven neerwaarts gericht. Het nieuwe en momenteel meest acute neerwaartse risico hangt samen met de mogelijk bredere en meer langdurige impact van de COVID-19-uitbraak. De ontwikkelingen in de wereldconomie na de afsluitdatum voor de projecties wijzen erop dat dit neerwaartse risico al voor een

² Zie bijvoorbeeld IRC Trade Task Force, “[Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?](#)”, Occasional Paper Series, nr. 178, ECB, september 2016.

deel realiteit is geworden.³ De neerwaartse risico's die het gevolg zijn van handelsspanningen zijn enigszins afgenoem als gevolg van het 'Fase 1'-akkoord, maar de onzekerheid over de toekomstige ontwikkeling van het mondiale handelsbeleid blijft verhoogd. Het risico van een 'no-deal'-brexit is naar het einde van het jaar verschoven en zal afhankelijk zijn van de uitkomsten van de onderhandelingen tussen het Verenigd Koninkrijk en de EU over hun toekomstige relatie. Daarbij komt nog dat een sterkere terugval in China steeds lastiger te bestrijden zou kunnen zijn met een budgettaire stimuleringsmaatregel en een bedreiging zou kunnen vormen voor het lopende proces van de verschuiving van het economisch evenwicht. Een herwaardering van risico's door de financiële markten kan de mondiale bedrijvigheid drukken, met name in opkomende markteconomieën.

Mondiale prijsontwikkelingen

De olieprijzen daalden significant terwijl de bezorgdheid over de mondiale vraag toenam tegen de achtergrond van de groeiende epidemie. Onenigheid tussen de leden van de OPEC+-alliantie met betrekking tot productieverlaging versterkte deze daling nog eens. In eerste instantie werden de olieprijzen het hardst getroffen door nieuws over de uitbraak in China eind januari. Ze herstelden zich korte tijd enigszins, maar begonnen te dalen toen het coronavirus zich over de wereld verspreidde. Begin maart liep de OPEC+-alliantie tussen de OPEC en een aantal belangrijke niet-OPEC-landen stuk toen Rusland weigerde de olieproductie te verlagen. Saoedi-Arabië reageerde daarop door een productieverhoging aan te kondigen en olie tegen korting aan te bieden om marktaandeel te winnen. Het resultaat was een van de grootste dalingen van de olieprijzen die tot op heden zijn geregistreerd.

In de macro-economische projecties van ECB-medewerkers van maart 2020 werd verwacht dat de olieprijzen gedurende de ramingsperiode relatief stabiel zouden blijven. Als gevolg van dalende spotprijzen bewoog het korte eind van de oliefuturescurve verder neerwaarts dan het lange eind, met een afvlakking van de curve gedurende de projectieperiode als resultaat. Ten opzichte van de macro-economische projecties van medewerkers van het Eurosysteem van december 2019 waren de aannames met betrekking tot de olieprijzen voor 2020, 2021 en 2022 respectievelijk 5,5%, 3,2% en 2,5% lager. Sinds de afsluitdatum voor de projecties van maart is de olieprijs significant gedaald, naar USD 34,5 per vat ruwe Brentolie op 11 maart.

De wereldwijde inflatie blijft gematigd als gevolg van de groeidynamiek. In landen die zijn aangesloten bij de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) steeg de consumentenprijsinflatie op jaarbasis licht naar 2,1% in december 2019 ten opzichte van 1,8% de maand daarvoor (zie Grafiek 3). De inflatie van de energieprijzen op jaarbasis veerde in december terug na vier opeenvolgende maanden negatief te zijn geweest, terwijl de voedselprijzen relatief stabiel bleven. Het kerncijfer van de twaalfmaands CPI-inflatie (dat wil zeggen

³ Zie voor meer informatie over risicoscenario's Kader 3 in de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van maart 2020.

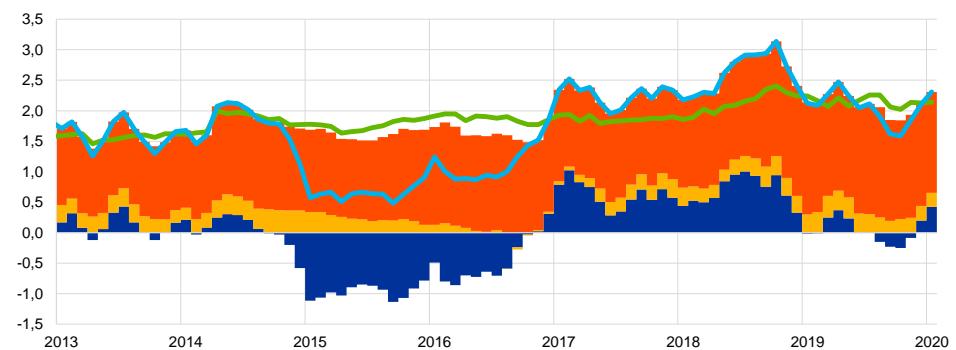
exclusief voedingsmiddelen en energie) bleef ondertussen met 2,1% onveranderd ten opzichte van de voorgaande maand.

Grafiek 3

CPI-inflatie in de OESO-landen

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)

- bijdrage energie
- bijdrage voedingsmiddelen
- bijdrage alle componenten m.u.v. voedingsmiddelen en energie
- inflatie m.u.v. voedingsmiddelen en energie
- Inflatie inclusief alle componenten



Bronnen: OESO en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen januari 2020.

2

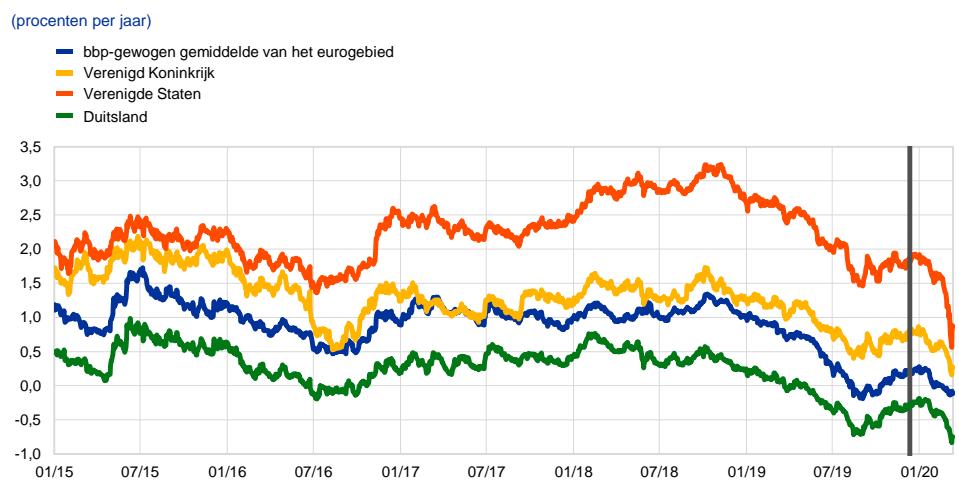
Financiële ontwikkelingen

Het mondiale risicosentiment is sterk verslechterd en de markvolatiliteit is sterk toegenomen als gevolg van de verspreiding van het coronavirus (COVID-19) over de wereld tegen het einde van de verslagperiode (12 december 2019 tot en met 11 maart 2020). De risicovrije lange rente in het eurogebied is flink gedaald, naar niveaus aanzienlijk lager dan aan het begin van de periode, terwijl de écarts tussen staatsobligaties in het eurogebied tegen het einde van de verslagperiode fors toenamen. De termijncurve van euro overnight index average (EONIA) verschoven sterk neerwaarts; de inversie ervan op korte tot middellange looptijden wijst op marktprijzen die aansluiten op verdere monetairbeleidsversoepeling. In lijn met de sterke toename van de mondiale risicoaversie zijn de aandelenprijzen in het eurogebied sterk gedaald, terwijl de écarts tussen staatsobligaties en bedrijfsobligaties toenamen. Op volatiele markten steeg de wisselkoers van de euro ten opzichte van de valuta's van 38 van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied aanzienlijk.

De rendementen op langlopende overheidsobligaties stegen in het gehele eurogebied en de rest van de wereld significant (zie Grafiek 4) te midden van hoge volatiliteit. De ontwikkeling van de gemiddelde rendementen op overheidsobligaties in het eurogebied kan worden opgedeeld in drie verschillende fasen. Tussen 12 december 2019 en medio januari 2020 stegen de rendementen licht tegen een achtergrond van verbeterd mondial risicosentiment en de perceptie dat een aantal macro-economisch indicatoren hun laagste punt hadden bereikt. Tijdens de tweede fase, die duurde tot en met 21 februari 2020, leidden nieuws over het coronavirus en tegenvallende macro-economische gegevens tot een verslechtering van het risicosentiment en begonnen de rendementen op staatsobligaties gemiddeld te dalen. In de meest recente fase vertoonden de rendementen op staatsobligaties een verdere significante daling doordat de verspreiding van het coronavirus door de wereld op gang kwam en bezorgdheid over de economische en maatschappelijke gevolgen hiervan de mondiale financiële markten begonnen te verontrusten. Tijdens de verslagperiode als geheel daalden de bbp-gewogen rendementen op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied met 33 basispunten en werden daarmee opnieuw negatief, namelijk -0,12%. De rendementen op tienjaars overheidsobligaties in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk daalden eveneens, naar respectievelijk 0,88% en 0,27% (een daling van 102 respectievelijk 54 basispunten), hoofdzakelijk als gevolg van mondiale bezorgdheid over het coronavirus en de verwachte monetairbeleidsreactie in combinatie met een vlucht naar veiligheid in risicovrije activa.

Grafiek 4

Rendementen op tienjaars overheidsobligaties



Bronnen: Thomson Reuters en berekeningen van de ECB.

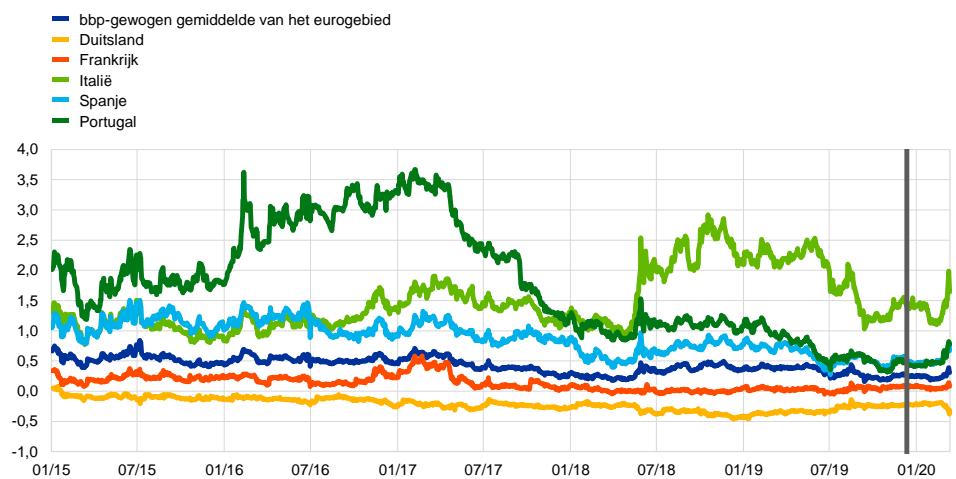
Toelichting: Daggegevens. De verticale grijze lijn geeft het begin van de nieuwe verslagperiode per 12 december 2019 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 11 maart 2020.

In overeenstemming met het veranderende risicosentiment zijn de ecarts op overheidsobligaties uit het eurogebied ten opzichte van de overnight index swap (OIS) voor een aantal landen toegenomen, waarbij Duitsland een opvallende uitzondering vormt (zie Grafiek 5). Meer in het bijzonder stegen de Griekse, Italiaanse, Portugese en Spaanse ecarts op tienjaars overheidsobligaties met respectievelijk 45, 25, 15 en 32 basispunten tot respectievelijk 1,87, 1,64, 0,77 en 0,67 procentpunten. In Duitsland daarentegen daalde het ecart met 10 basispunten tot -0,32 procentpunten, terwijl deze in Frankrijk min of meer stabiel bleef op 0,08 procentpunten. Het bbp-gewogen ecart op tienjaars overheidsobligaties voor het eurogebied nam met 5 basispunten toe naar 0,31 procentpunten.

Grafiek 5

Rendementsecarts tussen tienjaars overheidsobligaties en de OIS-rente

(in procentpunten)



Bronnen: Thomson Reuters en berekeningen van de ECB.

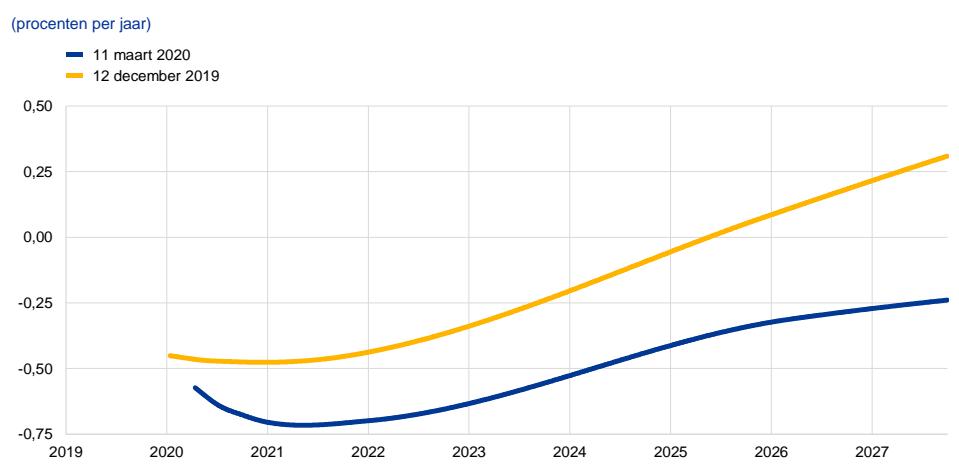
Toelichting: Het ecart wordt berekend door de tienjaars OIS-rente in mindering te brengen op het rendement op tienjaars overheidsobligaties. De verticale grijze lijn geeft het begin van de nieuwe verslagperiode per 12 december 2019 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 11 maart 2020.

De EONIA en de nieuwe benchmark, de euro short-term rate (€STR), daalden gedurende de verslagperiode met respectievelijk 45 en 54 basispunten.⁴ De overliquiditeit daalde tijdens de verslagperiode licht, met € 22 miljard, tot circa € 1.770 miljard. Deze verandering werd voornamelijk aangedreven door vrijwillige aflossingen in het kader van de tweede reeks gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO-II) en, in mindere mate, een stijging van de liquiditeitsverkrappende autonome factoren, die de toegenomen liquiditeit compenseerden die het gevolg was van de hervatting van de aankoop van activa door het Eurosysteem op 1 november 2019.

De termijncurve van de EONIA is neerwaarts verschoven en was tegen het einde van de verslagperiode voor de kortere tot middellange looptijden invers (zie Grafiek 6). Na voor de kortere tot middellange looptijden aanvankelijk vrijwel vlak te zijn geweest, bereikte de curve aan het einde van de verslagperiode -0,60% medio mei 2020 en een dieptepunt van -0,72% in april 2021. Ondanks deze afnamen blijft de EONIA-termijncurve boven de niveaus die in de zomer van 2019 werden waargenomen. Al met al verwachten marktpartijen nog steeds een langdurige periode met lage en negatieve rentetarieven.

⁴ De methode voor het berekenen van de EONIA is op 2 oktober 2019 gewijzigd; deze wordt nu berekend als de €STR plus een vast ecart van 8,5 basispunten.⁴ Zie het kader "Goodbye EONIA, welcome €STR!", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2019.

Grafiek 6
EONIA-termijnrente



Bronnen: Thomson Reuters en berekeningen van de ECB.

De aandelenkoersen in het eurogebied gingen eind februari sterk onderuit tegen de achtergrond van de oplopende risicopremies (zie Grafiek 7).

De aandelenkoersen in het eurogebied en wereldwijd zijn tijdens het eerste deel van de verslagperiode verder toegenomen en hebben in sommige marktsegmenten nieuwe recordhoogten bereikt. De aandelenmarkten daalden eind januari aanvankelijk kortstondig, toen de bezorgdheid over het coronavirus ging toenemen maar voornamelijk tot China beperkt was. Tot slot zijn de aandelenkoersen over de hele linie sterk gedaald, naarmate het coronavirus zich buiten China verspreidde en de risicoaversie en de onzekerheid eind februari parallel toenamen.

De aandelenkoersen van niet-financiële ondernemingen (non-financial corporations - NFC's) in het eurogebied zijn tussen 21 februari en 11 maart 2020 met 19% gedaald, terwijl die van de banken met 30% zijn gedaald. In de Verenigde Staten daalden de aandelenkoersen van NFC's en banken met respectievelijk 12% en 36%.

De impliciete volatiliteit op de aandelenmarkten steeg zowel in het eurogebied als mondial scherp.

Grafiek 7

Aandelenkoersindices eurogebied en VS

(index: 1 januari 2015 = 100)

- banken in het eurogebied
- niet-financiële ondernemingen in het eurogebied
- banken in de VS
- niet-financiële ondernemingen in de VS



Bronnen: Thomson Reuters en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het begin van de nieuwe verslagperiode per 12 december 2019 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 11 maart 2020.

Na nog enige tijd vrij stabiel te zijn gebleven, zijn de ecarts voor de financiële en niet-financiële bedrijfsobligaties in het eurogebied eind februari sterk toegenomen toen het coronavirus zich buiten China verspreidde (zie Grafiek 8). De ecarts op zowel door NFC's uitgegeven kredietwaardige bedrijfsobligaties en door de financiële sector uitgegeven obligaties stegen per 21 februari 2020 ten opzichte van de risicotvije rente met respectievelijk 42 en 53 basispunten, naar 104 respectievelijk 127 basispunten. Deze toename weerspiegelt de verslechtering van het risicosentiment die ook op de aandelenmarkt wordt waargenomen. Tegelijkertijd zijn de ratings en verwachte wanbetalingsfrequentie grotendeels onveranderd gebleven.

Grafiek 8

Rendementsecarts bedrijfsobligaties in het eurogebied

(basispunten)

- financiële ondernemingen
- niet-financiële ondernemingen



Bronnen: Markit iBoxx-indices en berekeningen van de ECB.

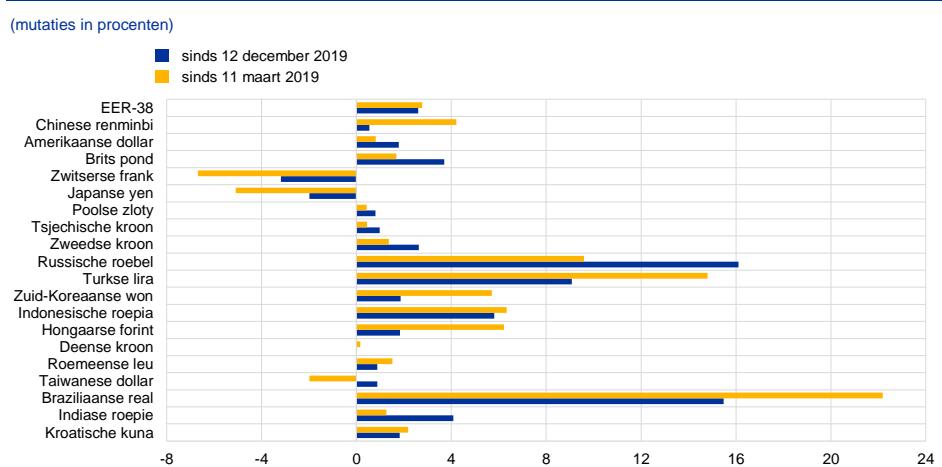
Toelichting: Ecarts worden berekend als het ecarts tussen 'asset swaps' en de risicotvije rente. De indices omvatten obligaties met verschillende looptijden (maar met minimaal één jaar resterend) met een investment grade rating. De verticale grijze lijn geeft het begin van de nieuwe verslagperiode per 12 december 2019 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 11 maart 2020.

Op de valutamarkten steeg de euro op handelsbasis sterk in waarde

(zie **Grafiek 9**) tegen een achtergrond van toegenomen volatiliteit. De nominale effectieve wisselkoers van de euro, afgemeten aan de valuta's van 38 van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied, daalde tijdens de verslagperiode met 2,6%. Wat betreft de bilaterale wisselkoersen is de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar sterk (met 1,8%) gestegen, zij het bij een sterke volatiliteit. De Amerikaanse dollar was in de eerste helft van februari in waarde gestegen, deels vanwege de grotere onzekerheid over de mondiale economische vooruitzichten. Eind februari begon de dollar echter te verzwakken onder invloed van verwachtingen rond een versoepeling van het monetaire beleid in de Verenigde Staten, een ontwikkeling die doorzette na de renteverlaging door de Fed begin maart en doordat de berichtgeving rond het coronavirus bleef verslechteren. Tegelijkertijd nam de euro sterk in waarde toe ten opzichte van het Britse pond (met 3,7%), evenals ten opzichte van de meeste andere valuta's, inclusief die van EU-lidstaten buiten het eurogebied en belangrijke opkomende economieën. De euro daalde sterk in waarde ten opzichte van de Zwitserse frank (met 3,2%) en de Japanse yen (met 2,0%), in overeenstemming met de afnemende risicobereidheid.

Grafiek 9

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



Bron: ECB.

Toelichting: EER-38 is de nominale effectieve wisselkoers van de euro ten opzichte van de valuta's van 38 van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied. Een positieve (negatieve) verandering komt overeen met een stijging (daling) van de waarde van de euro. Alle veranderingen zijn berekend op basis van de wisselkoersen van 11 maart 2020.

3

Economische bedrijvigheid

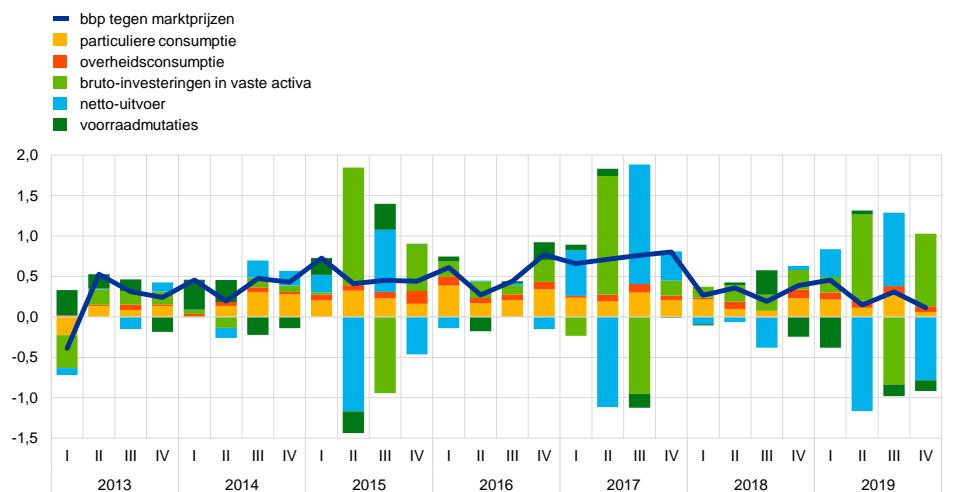
Op kwartaalbasis bleef de reële bbp-groei in het eurogebied in het vierde kwartaal van 2019 met 0,1% gematigd, na een groei van 0,3% in het voorgaande kwartaal, als gevolg van de aanhoudende zwakte in de verwerkende industrie en de vertragende investeringsgroei. De recente economische informatie en enquêteresultaten wijzen op een laag niveau van de groeidynamiek van het eurogebied, maar weerspiegelen nog niet volledig de ontwikkelingen in verband met het coronavirus (COVID-19), dat zich eind februari over Europa begon te verspreiden en de economische bedrijvigheid ongunstig beïnvloedde. Afgezien van de verstoringen als gevolg van de verspreiding van het coronavirus, wordt verwacht dat de groei in het eurogebied op middellange termijn weer zal aantrekken, ondersteund door gunstige financieringsvoorwaarden, de begrotingskoers in het eurogebied en de verwachte hervatting van de mondiale bedrijvigheid. Volgens de door medewerkers van de ECB opgestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van maart 2020 zal het reële bbp op jaarrichting stijgen met 0,8% in 2020, met 1,3% in 2021 en met 1,4% in 2022. Vergelijken met de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties van december 2019, werden de vooruitzichten voor de reële bbp-groei neerwaarts bijgesteld met 0,3 procentpunt voor 2020 en met 0,1 procentpunt voor 2021, voornamelijk als gevolg van de uitbraak van het coronavirus, hoewel de recente snelle verspreiding van het virus naar het eurogebied slechts gedeeltelijk wordt weerspiegeld. De risico's voor de groeivooruitzichten van het eurogebied blijven daarom duidelijk neerwaarts gericht. De verspreiding van het coronavirus vormt een nieuwe en aanzienlijke bron van neerwaarts risico voor de groeivooruitzichten, naast de risico's van geopolitieke factoren, het toenemende protectionisme en de kwetsbaarheden in opkomende markten.

De groei in het eurogebied matigde in het vierde kwartaal van 2019, als een weerspiegeling van de aanhoudende zwakte in de verwerkende industrie. Het reële bbp steeg in het vierde kwartaal van 2019 met 0,1% op kwartaalbasis, na een toename van 0,3% in het voorgaande kwartaal (zie Grafiek 10). De matige groei in het vierde kwartaal was toe te schrijven aan een sterke inkrimping in de verwerkende industrie, terwijl de diensten- en bouwsector een veerkrachtiger groeidynamiek bleven vertonen. De binnenlandse vraag droeg met 1,0 procentpunt positief bij tot de groei, terwijl de netto-uitvoer en voorraadwijzigingen negatief bijdroegen, met respectievelijk 0,8 en 0,1 procentpunt. Al met al leidde de productiegroei in het vierde kwartaal tot een jaar-op-jaar stijging van het bbp met 1,2% in 2019, tegen 1,9% in 2018.

Grafiek 10

Reëel bbp van het eurogebied en samenstelling

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



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

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

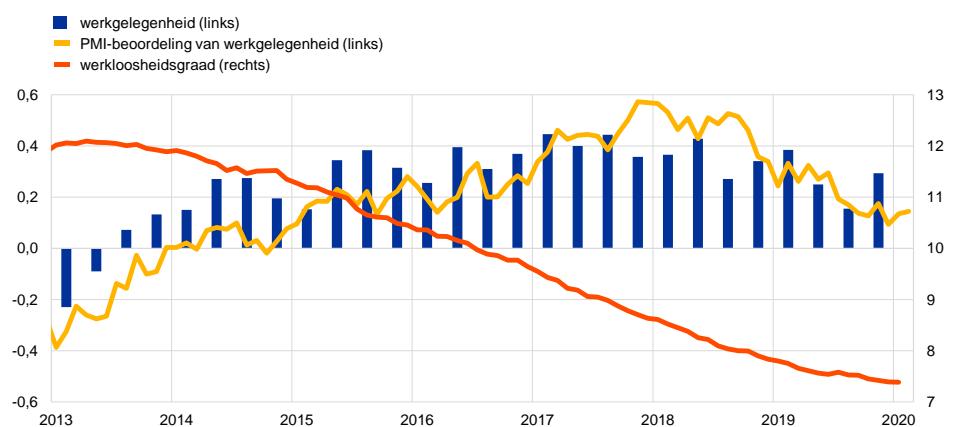
De werkgelegenheid nam tijdens het vierde kwartaal van 2019 verder toe, met 0,3% op kwartaalbasis (zie Grafiek 11). De werkgelegenheid groeide in de meeste eurolanden, vooral in de bouwsector en de dienstensector. Het werkgelegenheidsniveau ligt momenteel bijna 4,3% boven het piekniveau dat vóór de crisis in het eerste kwartaal van 2008 werd opgetekend. Rekening houdend met de laatste stijging, is er sprake van een cumulatieve groei van de werkgelegenheid in het eurogebied, met 12,0 miljoen meer werkende mensen dan tijdens het dieptepunt in het tweede kwartaal van 2013. De positieve ontwikkeling in de werkgelegenheidsgroei in het vierde kwartaal van 2019 staat in contrast met de achtergrond van een zwakkere reële bedrijvigheid, waarbij de arbeidsproductiviteit per werknemer afneemt met 0,2%. De sterker dan verwachte werkgelegenheidsgroei in het eurogebied kan ook stroken met de veerkracht van de meer arbeidsintensieve binnenlandse vraag, vergeleken met de zwakkere groei in de minder arbeidsintensieve buitenlandse handel.

Ondanks stabiele cijfers uit recente arbeidsmarktindicatoren op korte termijn tot dusver in het eerste kwartaal van 2020 blijft de dynamiek van de werkgelegenheid op korte termijn afhankelijk van de impact van het coronavirus. Het werkloosheidscijfer voor het eurogebied bedroeg in januari 2020 7,4%, net als in het vierde kwartaal van 2019, en blijft op zijn laagste peil sinds juli 2008. Enquête-indicatoren wijzen op een verdere stijging van de werkgelegenheid in het eerste kwartaal van 2020, waarbij de samengestelde indicator voor werkgelegenheid (Purchasing Manager's Index - PMI) in februari 2020 vrijwel stabiel op 51,4 blijft, tegen 51,4 in januari 2020 en 51,3 in het vierde kwartaal van 2019.

Grafiek 11

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

(mutaties in procenten op kwartaalbasis; spreidingsindex; percentages van de beroepsbevolking)



Bronnen: Eurostat, Markit en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De Purchasing Managers' Index (PMI) wordt uitgedrukt als een afwijking van 50 gedeeld door 10. De meest recente waarnemingen betreffen het vierde kwartaal van 2019 voor de werkgelegenheid, februari 2020 voor de PMI en januari 2020 voor het werkloosheidscijfer.

De particuliere consumptie bleef in het vierde kwartaal van 2019 groeien, zij het trager dan in het voorgaande kwartaal. De particuliere consumptie steeg in het vierde kwartaal van 2019 met 0,1% op kwartaalbasis, na een wat sterkere groei tijdens het derde kwartaal. De recente zwakte in de bestedingen van de huishoudens was gedeeltelijk het gevolg van kalendereffecten in december. De werkgelegenheidsgroei trok in het vierde kwartaal van 2019 aan tegen een achtergrond van robuuste loonstijgingen. Dat impliceert een gestage groei van het reëel beschikbaar inkomen van de huishoudens en draagt bij tot het consumentenvertrouwen en de consumptieve bestedingen. Terwijl de financieringsvooraarden zeer gunstig bleven, verbeterde bovendien het nettovermogen van de huishoudens in het derde kwartaal van 2019.

Beschikbare kortetermijnindicatoren wijzen op enige veerkracht van de particuliere consumptie in het begin van 2020, maar een en ander zal afhangen van de verspreiding van het coronavirus in Europa. Recente gegevens over de detailhandelsverkopen tonen een gematigde maar gestage groei van de consumptieve bestedingen, waarbij enige volatiliteit wordt opgetekend rond de jaarwisseling. Het volume van de detailhandelsverkopen nam in januari 2020 met 0,6% toe, na een daling met 1,1% in december 2019. Daarnaast nam het consumentenvertrouwen in februari 2020 voor een tweede opeenvolgende maand toe. De meest recente verbetering weerspiegelt de meer positieve kijk van de huishoudens op hun vroegere en toekomstige financiële situatie. Het consumentenvertrouwen blijft boven zijn historisch gemiddelde en is in overeenstemming met een aanhoudende gestage groei van de particuliere consumptie. Recente maatregelen om de verspreiding van het coronavirus in te dammen zullen echter allicht een aanzienlijke impact hebben op de toekomstige consumptie.

Het herstel op de huizenmarkten zal naar verwachting in een trager tempo dan in 2019 voortduren en zal negatief worden beïnvloed door de uitbraak van het coronavirus. De investeringen in woningen stegen in het vierde kwartaal van 2019 met 0,4% op kwartaalbasis, wat getuigde van een matiging van de groeidynamiek op de huizenmarkten van het eurogebied. Hoewel de groei in woninginvesteringen in 2019 voor het derde opeenvolgende jaar daalde, wijzen recente kortetermijnindicatoren en enquêteresultaten op een positieve maar vertraagde dynamiek. De productie in het segment gebouwen van de bouwnijverheid nam in het vierde kwartaal van 2019 af met 1,0% op kwartaalbasis, de derde opeenvolgende daling op kwartaalbasis. De vertrouwensindicatoren van de Europese Commissie voor de bouwnijverheid wijzen de afgelopen paar maanden op een positieve, zij het afzwakkende groeidynamiek in het vierde kwartaal van 2019 en begin 2020. De PMI-indicator voor de bedrijvigheid op de huizenmarkt bedroeg gemiddeld 50,6 in het vierde kwartaal van 2019 en 52,6 in januari en februari 2020.

De groei van de bedrijfsinvesteringen in het eurogebied was in 2019 bijzonder volatiel en verhulde een vertraging in de investeringen in machines en uitrustingsgoederen en grote schommelingen in de investeringen in immateriële vaste activa. De niet-bouwinvesteringen namen in het vierde kwartaal van 2019 toe met 8,0% op kwartaalbasis, als gevolg van een kwartaalgroei met 20% van de investeringen in intellectuele eigendomsproducten, voornamelijk met betrekking tot Ierland. De kwartaalgroei van investeringen in machines en uitrustingsgoederen vertraagde intussen in 2019 en kromp in het vierde kwartaal, een resultaat dat zich dat kwartaal weerspiegelde in de bijzonder zwakke industriële productie van kapitaalgoederen. De vertraging van het groeitempo is deels het gevolg van de resterende grote economische onzekerheid en de zwakkere vraagomstandigheden. Volgens informatie die vóór de uitbraak van het coronavirus in Europa werd verzameld, kon in januari en februari 2020 een zekere verbetering worden opgetekend van de beoordeling van de exportorderportefeuilles en van de productieverwachtingen in de kapitaalgoederensector. Wat de vertrouwensindicatoren voor de kapitaalgoederensector betreft, namen de PMI voor januari en de Economic Sentiment Indicator (ESI) voor februari toe ten opzichte van het vierde kwartaal van 2019, maar bleven ze onder hun historisch gemiddelde. Toekomstgerichte indicatoren zoals de onzekerheid in de productiesector namen in januari licht af, en de daling van de winstverwachtingen van beursgenoteerde bedrijven kwam in februari tot stilstand. Winstherstel, gunstige financieringsvoorraarden en ruime liquiditeitsbuffers van bedrijven zouden ook een geleidelijk herstel van de investeringsgroei moeten ondersteunen.

Terwijl de goederenuitvoer buiten het eurogebied in het vierde kwartaal van 2019 herstelde, dankzij verbeteringen ten opzichte van opkomende markteconomieën, zal dit herstel in het eerste kwartaal van 2020 waarschijnlijk ongedaan worden gemaakt als gevolg van de impact van het coronavirus.

De nominale goederenuitvoer buiten het eurogebied nam in het vierde kwartaal van 2019 toe met 1,3% op kwartaalbasis. Met name de uitvoer naar Turkije, Brazilië, China en de rest van Azië herstelde zich eind 2019. De goederenuitvoer naar de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk zwakte in diezelfde periode echter af, als gevolg van respectievelijk de geringere uitvoer van geneesmiddelen en de

afbouw van eerder opgebouwde voorraden in verband met de brexit. De handel binnen het eurogebied bleef lusteloos, als gevolg van de zwakke industriële productie en investeringen in het eurogebied. Voor de toekomst wijzen beschikbare voorlopende indicatoren op een daling van de uitvoer als gevolg van het coronavirus. De PMI voor nieuwe uitvoerorders van het eurogebied voor februari 2020 daalde sterk, en de laatst uitgegeven scheepvaartindicatoren (zoals de Baltic Dry Index) sloegen aanzienlijk om. Deze indicatoren houden nog geen rekening met de effecten van de uitbraak van het coronavirus in Italië en andere eurolanden. Er wordt verwacht dat de impact van het coronavirus op de handel van het eurogebied zich zal uiten in verstoringen van de toeleveringsketens binnen en buiten het eurogebied, een geringere buitenlandse vraag, een verslechterd vertrouwen en een sterke neergang van diensten zoals toerisme en transport.

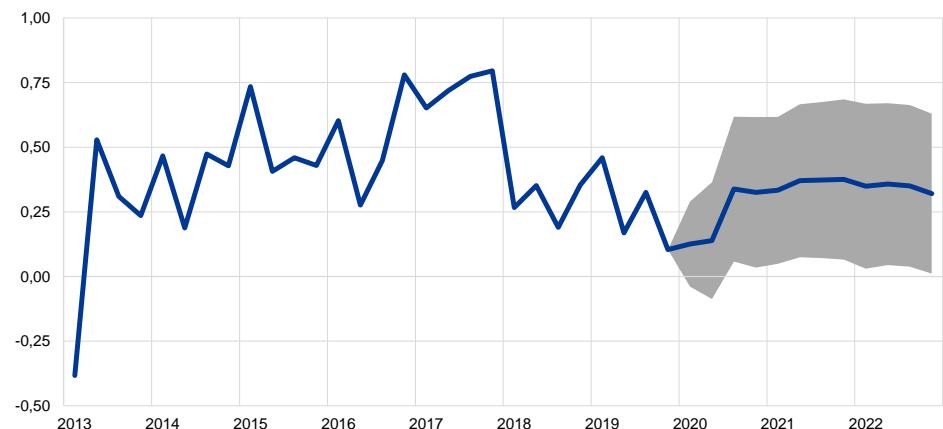
De recente economische informatie en enquêteresultaten wijzen op enige stabilisering van de groeidynamiek van het eurogebied, zij het op een laag niveau, maar weerspiegelen niet volledig de ontwikkelingen als gevolg van de uitbraak van het coronavirus in Europa. De samengestelde PMI voor de productie steeg in februari 2020, met verbeteringen in de industrie- en dienstencomponenten, waardoor het gemiddelde voor de eerste twee maanden van 2020 hoger ligt dan dat voor het vierde kwartaal van 2019 (51,4 ten opzichte van 50,7). De ESI van de Europese Commissie steeg in februari, tot boven het langetermijngemiddelde. Tot dusver bedroeg het gemiddelde in 2020 103,0, meer dus dan het gemiddelde van 100,6 in het laatste kwartaal van 2019. De ESI nam af voor de bouwsector en zwakte licht af voor de detailhandel, maar dit werd grotendeels gecompenseerd door een verbeterd sentiment in de industrie- en dienstensector en bij de huishoudens. Ondanks tekenen van stabilisering in de enquêteresultaten, wezen leverijken van leveranciers en bedrijfsverwachtingen in de enquêtes tot februari al op beperkingen op de bedrijvigheid in het eurogebied als gevolg van de impact van het coronavirus in China. Ontwikkelingen die verband houden met de verspreiding van het virus als gevolg van de uitbraak in Europa zouden tot verdere verstoringen in de aanbodketen kunnen leiden en zowel de consumptie als investeringen kunnen beïnvloeden, als gevolg van de zeer grote onzekerheid en de toegenomen volatiliteit van de financiële markten.

Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van maart 2020 zal het reële bbp op jaarrichting toenemen met 0,8% in 2020, met 1,3% in 2021 en met 1,4% in 2022 (zie Grafiek 12). Vergelijkt met de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties van december 2019, werden de vooruitzichten voor de reële bbp-groei neerwaarts bijgesteld met 0,3 procentpunt voor 2020 en met 0,1 procentpunt voor 2021, voornamelijk als gevolg van de uitbraak van het coronavirus, hoewel de recente snelle verspreiding van het virus naar het eurogebied slechts gedeeltelijk wordt weerspiegeld. De risico's voor de groeivooruitzichten van het eurogebied blijven daarom duidelijk neerwaarts gericht. De verspreiding van het coronavirus vormt een nieuwe en aanzienlijke bron van neerwaarts risico voor de groeivooruitzichten, naast de risico's van geopolitieke factoren, het toenemende protectionisme en de kwetsbaarheden in opkomende markten.

Grafiek 12

Reëel bbp in het eurogebied (inclusief projecties)

(mutaties in procenten op kwartaalbasis)



Bronnen: Eurostat en de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van maart 2020.

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

4

Prijzen en kosten

Volgens de flashraming van Eurostat is de HICP-inflatie in het eurogebied op jaarbasis afgenomen van 1,4% in januari tot 1,2% in februari 2020. Op basis van de recente scherpe daling van de huidige futuresprijzen voor olie, zal de totale inflatie de komende maanden wellicht fors teruglopen. Op de middellange termijn zal de inflatie ondersteund worden door de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB en het verwachte herstel van de groeidynamiek in het eurogebied. Die beoordeling is slechts gedeeltelijk terug te vinden in de in maart 2020 door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied, waarin een HICP-inflatie op jaarbasis wordt voorzien van 1,1% in 2020, 1,4% in 2021 en 1,6% in 2022, wat grotendeels ongewijzigd is ten opzichte van de projecties die in december 2019 werden samengesteld door medewerkers van het Eurosysteem. De implicaties van het coronavirus voor de inflatie zijn omgeven met grote onzekerheid, aangezien de neerwaartse druk als gevolg van de zwakkere vraag kan worden geneutraliseerd door de opwaartse druk als gevolg van aanbodverstoringen. De recente forse daling van de olieprijzen houdt grote neerwaartse risico's in voor de inflatievooruitzichten op korte termijn.

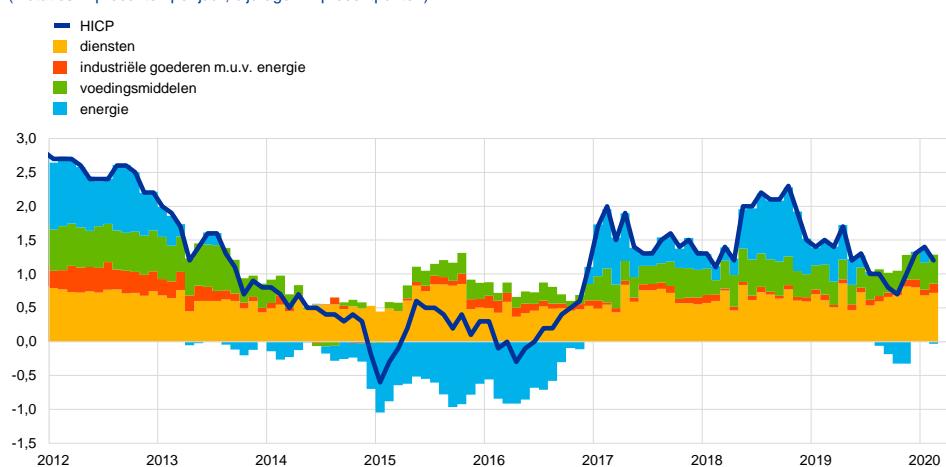
Volgens de flashraming van Eurostat is de HICP-inflatie in februari gedaald.

De daling van 1,4% in januari tot 1,2% in februari weerspiegelde een teruggang van de energie-inflatie, die de stijging van de inflatie voor voedingsmiddelen, diensten en industriële goederen ongerekend energie ruimschoots neutraliseerde. Terwijl de energie-inflatie de stuwend kracht bleef achter de totale-inflatiodynamiek, heeft de stijging van de voedingsmiddelenprijzen met meer dan 2% recentelijk in hoge mate bijgedragen tot het inflatienniveau.

Grafiek 13

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

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

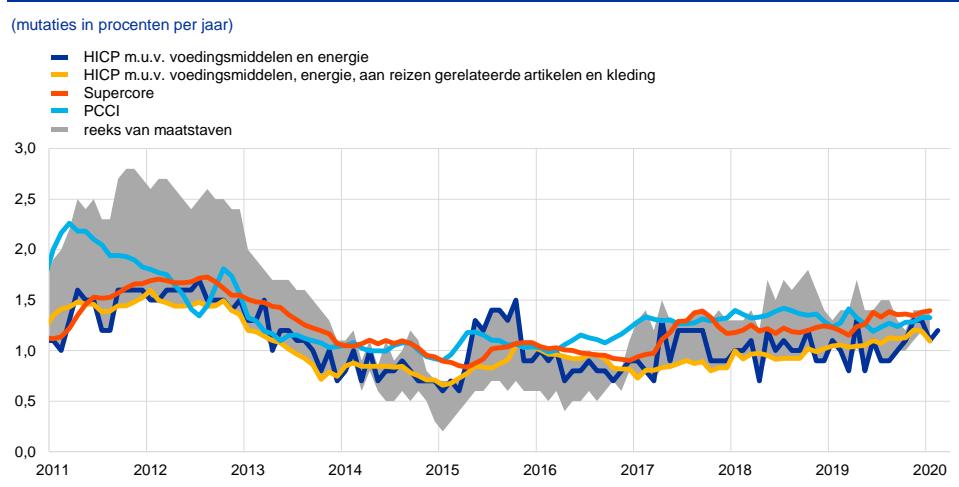
Toelichting: De meest recente gegevens betreffen februari 2020 (flashramingen). De groecijfers voor 2015 zijn opwaarts vertekend als gevolg van een methodologische wijziging (zie het Kader "Een nieuwe methode voor de prijsindex voor georganiseerde reizen in Duitsland en de invloed hiervan op de HICP-inflatie", *Economisch Bulletin*, Nummer 2, ECB, 2019).

De indicatoren van de onderliggende inflatie bleven over het algemeen gematigd. De HICP-inflatie ongerekend voedingsmiddelen en energie steeg in

februari tot 1,2%, na een zekere opwaartse beweging tot 1,3% in november en december en een neerwaartse beweging tot 1,1% in januari. De andere indicatoren van de onderliggende inflatie zijn de afgelopen maanden stabiever gebleven (gegevens slechts beschikbaar tot januari; zie Grafiek 14). De HICP-inflatie ongerekend energie, voedingsmiddelen, reisartikelen en kleding, de persistente en gemeenschappelijke inflatiecomponent (Persistent and Common Component of Inflation - PCCI) en de ‘supercore’ indicator⁵ wijzen allemaal op een voortzetting van de tijdens het afgelopen jaar opgetekende brede stabilisering.

Grafiek 14

Indicatoren van de onderliggende inflatie



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De meest recente gegevens betreffen februari 2020 voor de HICP ongerekend energie en voedingsmiddelen (flashraming) en januari 2020 voor alle andere indicatoren. De reeks indicatoren van de onderliggende inflatie omvat: de HICP ongerekend energie; de HICP ongerekend energie en onbewerkte voedingsmiddelen; de HICP ongerekend energie en voedingsmiddelen; de HICP ongerekend energie, voedingsmiddelen, reisartikelen en kleding; het getrimd gemiddelde 10% van de HICP; het getrimd gemiddelde 30% van de HICP; en de gewogen mediaan van de HICP. De groecijfers voor de HICP ongerekend energie en voedingsmiddelen voor 2015 zijn owaarts vertekend als gevolg van een methodologische wijziging (zie het Kader “Een nieuwe methode voor de prijsindex voor georganiseerde reizen in Duitsland en de invloed hiervan op de HICP-inflatie”, *Economisch Bulletin*, Nummer 2, ECB, 2019).

De prijsdruk in het productieproces voor de HICP industriële goederen ongerekend energie bleef in de latere stadia van de toeleveringsketen al met al stabiel. De producentenprijsinflatie voor de binnenlandse afzet van consumptiegoederen ongerekend voedingsmiddelen, die een indicator is voor de prijsdruk in de latere stadia van de toeleveringsketen, beliep in januari 0,7% op jaarbasis, onveranderd sinds oktober en boven haar historisch gemiddelde. Het overeenkomstige jaar-op-jaar cijfer voor de invoerprijsinflatie steeg van -0,1% in december tot 0,5% in januari. De indicatoren voor de prijsdruk in de eerdere stadia van de toeleveringsketen bleven zwak, maar lieten een lichte stijging optekenen, waarbij de jaar-op-jaar producentenprijsinflatie voor halffabricaten in januari toenam tot -1,0%, tegen -1,1% in december, en de invoerprijsinflatie voor halffabricaten steeg van -1,2% in december tot -0,4% in januari.

De loongroei vertraagde. De jaar-op-jaar groei van de loonsom per werknemer kwam in het vierde kwartaal van 2019 op 1,7% uit, tegen 2,1% in het derde kwartaal

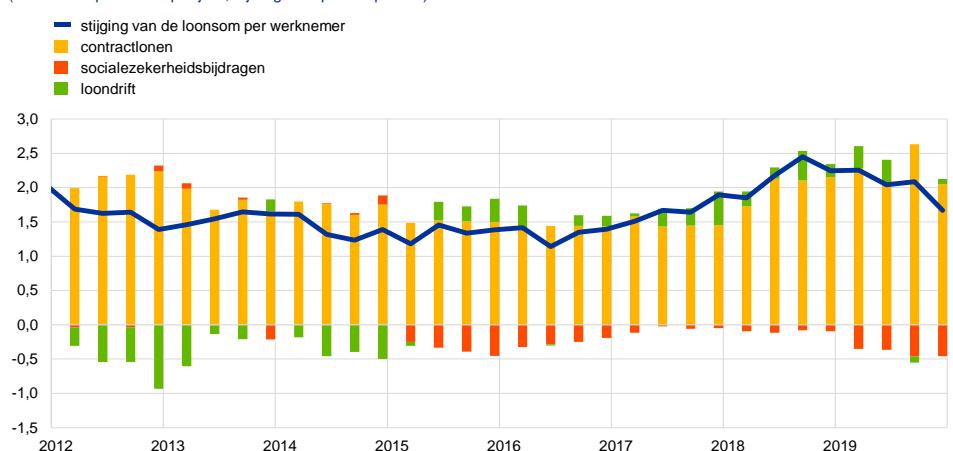
⁵ Voor meer informatie over deze indicatoren van de onderliggende inflatie, zie Kaders 2 en 3 in het artikel “Measures of underlying inflation for the euro area”, *Economisch Bulletin*, Nummer 4, ECB, 2018.

(zie Grafiek 15). Het gemiddelde voor 2019 bedroeg 2,0%, een lichte afname ten opzichte van de 2,2% in 2018. De cijfers voor 2019 werden beïnvloed door een aanzienlijke daling van de socialezekerheidsbijdragen in Frankrijk.⁶ De jaar-op-jaar groei van de lonen en salarissen per werknemer, waarin de socialezekerheidsbijdragen niet vervat zijn, beliep in het vierde kwartaal 2,1%, tegen 2,5% in het derde kwartaal, en gemiddeld 2,4% in 2019, vergeleken met gemiddeld 2,3% in 2018. De groei op jaarbasis van de contractlonen in het eurogebied kwam in het vierde kwartaal van 2019 op 2,0% uit, tegen 2,6% in het derde kwartaal. Die daling was voornamelijk het gevolg van eenmalige betalingen in de verwerkende industrie in Duitsland tijdens het derde kwartaal. Beschouwt men de verschillende indicatoren en laat men tijdelijke factoren buiten beschouwing, dan is de loongroei in de loop van 2019 lichtjes vertraagd, zij het tot percentages hetzij rond hetzij lichtjes boven zijn historisch gemiddelde.

Grafiek 15

Bijdragen van de componenten van de loonsom per werknemer

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente gegevens betreffen het vierde kwartaal van 2019.

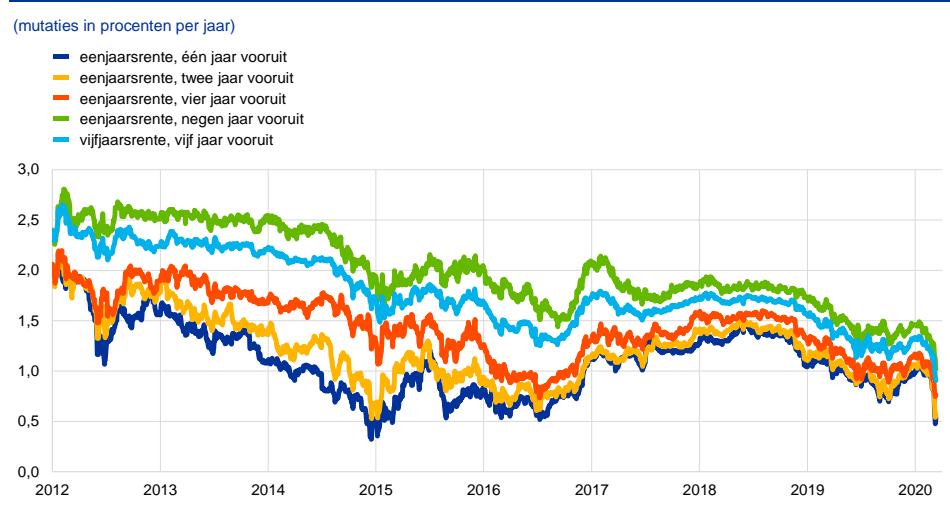
De marktindicatoren van de inflatieverwachtingen op langere termijn zijn begin maart gedaald tot hun laagste peil ooit, na een scherpe correctie als reactie op de wereldwijde verspreiding van het coronavirus. Deze recente afnames van de op de markt gebaseerde indicatoren van de inflatieverwachtingen volgden op een toename in het laatste kwartaal van 2019 tot aan de vergadering van de Raad van Bestuur van de ECB. Sinds medio januari daalde de vijfjaars toekomstige inflatieswaprente vijf jaar vooruit met 42 basispunten tot 0,91%. Terzelfder tijd steeg de marktgebaseerde (risiconeutrale) kans op deflatie (gebaseerd op een voor de volgende vijf jaar onder nul uitkomende gemiddelde inflatie) tot 22%. Het termijnprofiel van de marktindicatoren van de inflatieverwachtingen wijst nog steeds op een langdurige periode van lage inflatie. Volgens de Survey of Professional Forecasters van de ECB over het eerste kwartaal van 2020, uitgevoerd in de tweede week van januari 2020, en de meest recente enquêtes van Consensus Economics

⁶ Voor een besprekking, zie Kader 5 “Recente ontwikkelingen in de socialezekerheidspremies en minimumlonen in het eurogebied”, *Economisch Bulletin*, Nummer 8, ECB, 2019.

en de Euro Zone Barometer, waren de op enquêtes gebaseerde inflatieverwachtingen op de lange termijn in januari ook op een historisch laag niveau.

Grafiek 16

Marktgebaseerde indicatoren van de inflatieverwachtingen



Bronnen: Thomson Reuters en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente gegevens betreffen 11 maart 2020.

In de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2020 wordt een stijging van de onderliggende inflatie op middellange termijn verwacht. In deze projecties wordt ervan uitgegaan dat de totale HICP-inflatie in 2020 gemiddeld 1,1% zal belopen, in 2021 1,4% en in 2022 1,6%, grotendeels ongewijzigd ten opzichte van de projecties die in december 2019 werden samengesteld door medewerkers van het Eurosysteem (zie Grafiek 17). Het feit dat de totale inflatie in 2020 lager uitviel dan in 2019 weerspiegelt een beduidende daling van de HICP-energieprijzen als gevolg van het zwakke verloop van de olieprijzen (tot de afsluitingsdatum voor de technische hypothesen op 18 februari), deels vanwege het uitbreken van de coronacrisis. De HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen zal in de loop van 2020 vermoedelijk stabiel blijven op 1,2% en vervolgens gaandeweg oplopen tot 1,4% in 2021 en 1,5% in 2022, ondersteund door een geleidelijk activiteitsherstel, de relatief robuuste loongroei in een klimaat van krappe arbeidsmarkten, en de oplevende winstmarges. Behalve de impact op de olieprijs, zijn de implicaties van de verspreiding van COVID-19 voor de inflatie omgeven met veel onzekerheid. In de projecties wordt ervan uitgegaan dat de neerwaartse druk op de prijzen in verband met de zwakkere vraag in 2020 grotendeels teniet wordt gedaan door de opwaartse effecten van verstoringen van toeleveringen. Deze inschatting is echter aan duidelijke neerwaartse risico's onderhevig.

Grafiek 17

HICP-inflatie van het eurogebied (inclusief projecties)

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en het artikel “Door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied, maart 2020”, gepubliceerd op de website van de ECB op 12 maart 2020.

Toelichting: De meest recente gegevens betreffen het vierde kwartaal van 2019 (gegevens) en het vierde kwartaal van 2022 (projectie). De marges rond de centrale projecties zijn gebaseerd op de verschillen tussen de werkelijke uitkomsten en eerdere projecties die over een periode van enkele jaren werden uitgevoerd. De bandbreedte bedraagt tweemaal de gemiddelde absolute waarde van deze verschillen. De methode die wordt gebruikt om de marges te berekenen, met een correctie voor uitzonderlijke gebeurtenissen, wordt toegelicht in de “New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges”, ECB, december 2009. De afsluitingsdatum voor de projectiegegevens was 18 februari 2020.

5

Geld en krediet

De monetaire dynamiek is ten opzichte van het redelijke niveau aan het einde van de zomer van 2019 afgezwakt. De ontwikkelingen van de kredietverlening aan de private sector bleven in alle kredietcategorieën uiteenlopen. Terwijl de kredietverlening aan huishoudens veerkrachtig bleef, werden er minder kredieten aan bedrijven verstrekt. De gunstige financierings- en kredietvoorraarden van banken ondersteunden nog steeds de kredietverstrekking en daardoor de economische groei. De totale netto externe financiering van de bedrijven in het eurogebied stabiliseerde zich, dankzij de gunstige kosten van schuldfinanciering. De recente toename van het ‘risk-off’-sentiment zou de niet-bancaire financieringsvoorraarden voor niet-financiële ondernemingen evenwel kunnen verslechteren.

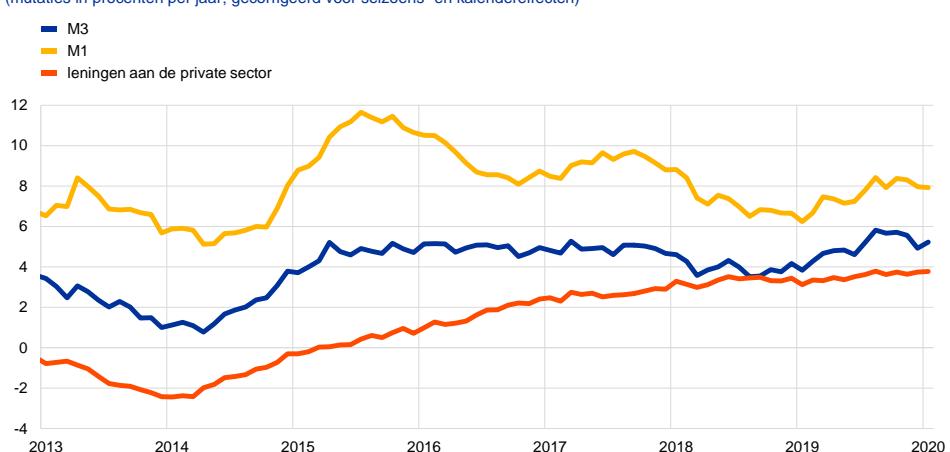
De monetaire dynamiek is sinds het einde van de zomer van 2019 afgezwakt.

De groei op jaarbasis van M3 steeg van 4,9% in december tot 5,2% in januari (zie Grafiek 18), vooral wegens een met verhandelbare instrumenten samenhangend positief basiseffect, dat de aanhoudende matiging van de monetaire dynamiek op kortere termijn verhulde. De groei van het ruime monetaire aggregaat werd geschraagd door de zeer lage alternatieve kosten voor het aanhouden van monetaire instrumenten. De vertraging van de economische groei had daarentegen een remmend effect op de M3-groei. Net als in de voorgaande kwartalen was de M3-groei vooral toe te schrijven aan de toename van het eng gedefinieerde monetaire aggregaat M1, dat bestaat uit onmiddellijk opvraagbare deposito's en de chartale geldomloop. Het groeitempo op jaarbasis van M1 bedroeg 7,9% in januari, tegen 8,0% in december.

Grafiek 18

M3, M1 en leningen aan de private sector

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



Bron: ECB.

Toelichting: De leningen zijn gecorrigeerd voor verkopen en securitisaties van leningen en saldochcompensatie (notional cash pooling). De meest recente waarneming betreft januari 2020.

Onmiddellijk opvraagbare deposito's bleven de belangrijkste motor achter de groei van de geldhoeveelheid. De groei op jaarbasis van de onmiddellijk opvraagbare deposito's bleef in januari nagenoeg stabiel op 8,4%, na 8,5% in

december, terwijl de bijdrage ervan tot de M3-groei op jaarbasis enigszins is gedaald sinds het najaar van 2019; uit sectoraal oogpunt droegen de onmiddellijk opvraagbare deposito's van bedrijven en van huishoudens tot die daling bij. De groei op jaarbasis van de chartale geldomloop schommelde in januari nog altijd rond 5% en wees niet op een versnelde omzetting van deposito's in contant geld in de huidige lagerenteomgeving. De geringe stijging van de M3-groei op jaarbasis in januari was hoofdzakelijk toe te schrijven aan de verhandelbare instrumenten (M3 min M2), die positief bijdroegen aan de maandelijkse M3-cijfers.

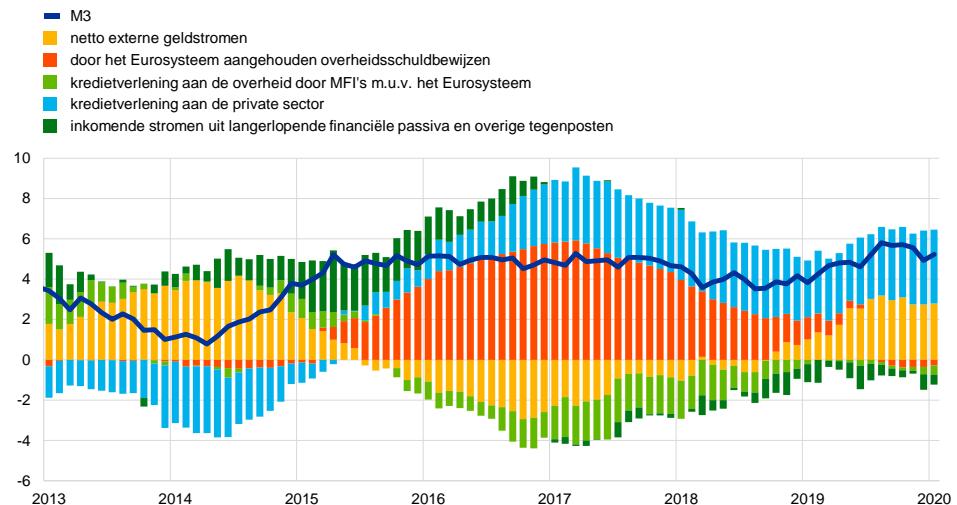
Dit compenseerde het temperende effect van de verhandelbare instrumenten op M3 in december, dat te wijten was aan de sterk negatieve netto-uitgifte van schuldbewijzen gedurende die maand, mogelijk ten gevolge van eindejaarseffecten.

De kredietverlening aan de private sector bleef de belangrijkste bron van groei van het ruime monetaire aggregaat. De kredietverlening aan de private sector bleef in januari een stabiele en aanzienlijke bijdrage leveren tot de groei van het ruime monetaire aggregaat (zie het blauwe gedeelte van de staven in Grafiek 19). De jaarlijkse bijdrage van de kredietverlening aan de private sector tot januari 2020 was grotendeels het gevolg van de krachtige groei op jaarbasis van de kredietverlening. Externe geldstromen waren de tweede belangrijke bron van geldcreatie; ze leverden een grotendeels stabiele bijdrage aan M3 sinds november 2019 en weerspiegelden de voorkeur van beleggers voor activa van het eurogebied (zie het gele gedeelte van de staven in Grafiek 19). De hervatting van de nettoaankopen van activa door de ECB in het kader van het programma voor de aankoop van activa (APP) in november had tijdens de eerste drie maanden maar een beperkte directe invloed op M3; dit komt mogelijk doordat banken en niet-ingezetenen tot de belangrijkste verkopers van obligaties aan het Eurosysteem behoren. De hervatting van de nettoaankopen van activa compenseerde evenmin de remmende invloed op de M3-groei van vervallen, niet met het APP samenhangende schuldbewijzen (zie het rode gedeelte van de staven in Grafiek 19). Het remmende effect van langerlopende financiële passiva bleef gering (zie het donkergrone gedeelte van de staven in Grafiek 19).

Grafiek 19

M3 en tegenposten

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



Bron: ECB.

Toelichting: De kredietverlening aan de private sector omvat leningen van monetaire financiële instellingen (MFI's) aan de private sector en door MFI's aangehouden schuldbewijzen die zijn uitgegeven door de private niet-MFI-sector in het eurogebied. De door het Eurosysteem in het kader van het aankoopprogramma voor bedrijfsobligaties (corporate sector purchase programme – CSPP) aangekochte schuldbewijzen van niet-MFI's vallen er derhalve ook onder. De meest recente waarneming betreft januari 2020.

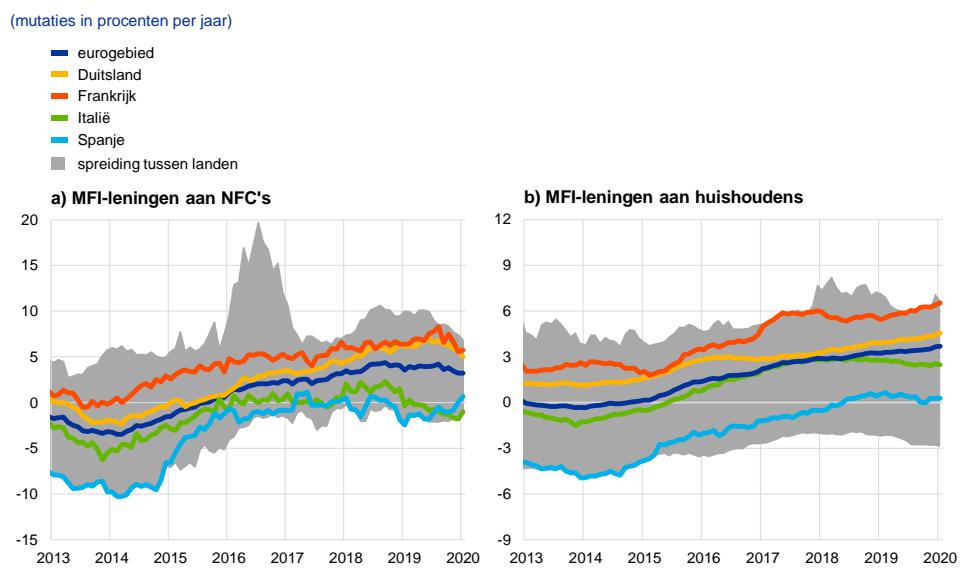
Het groeitempo op jaarbasis van de kredietverlening aan de private sector bleef al met al grotendeels stabiel, maar de ontwikkelingen in de sectoren liepen uiteen. De groei op jaarbasis van de MFI-leningen aan de private sector – gecorrigeerd voor verkopen en securitisaties van leningen en saldocompensatie (notional cash pooling) – beliep in januari 3,8%, vergeleken met 3,7% in december (zie Grafiek 18). Terwijl de groei op jaarbasis van de leningen aan huishoudens een licht opwaartse trend bleef volgen (3,7% in januari, na 3,6% in december), stabiliseerde de groei op jaarbasis van de kredieten aan bedrijven zich op 3,2%, wat de matiging ervan sinds september 2018 bevestigt. De zeer heterogene groei van de kredietverlening in de landen weerspiegelt, onder meer, verschillen in economische groei tussen de landen, verschillen in de beschikbaarheid van andere financieringsbronnen, de schuldenlast van de huishoudens en de bedrijven en de heterogeniteit van het verloop van de huizenprijzen in de landen (zie Grafiek 20).

De matiging van de groei van de kredietverlening aan bedrijven strookt met het feit dat het cyclisch patroon ervan achterloopt op de reële economische bedrijvigheid. De matiging van de bancaire kredietverlening aan bedrijven blijft vooral merkbaar in de verwerkende industrie en de handel, die bijzonder worden getroffen door de aanhoudende vertraging van de mondiale bedrijvigheid. Daarentegen zijn er, tot dusver, weinig aanwijzingen voor overloopeffecten naar de dienstensector (inclusief bedrijven die aan vastgoed gerelateerde diensten verstrekken), die het grootste aandeel heeft in de groei van de kredietverlening aan niet-financiële ondernemingen. Te oordelen naar de resultaten van de enquête naar de bancaire kredietverlening (bank lending survey - BLS) in het eurogebied lijkt de tragere groei van de kredietverlening aan bedrijven voornamelijk vraaggedreven, bijvoorbeeld als gevolg van lagere financieringsbehoeften voor investeringen in vaste activa. De eigenschappen van de BLS als voorlopende indicator wijzen ook op

enige verdere matiging in de groei van de kredietverlening aan bedrijven tijdens de eerste helft van 2020. De criteria voor kredietverlening bleven, tot nu toe, grotendeels onveranderd, tegen de achtergrond van een licht negatieve herziening van het kredietrisico van de bedrijven, met name voor kleine en middelgrote ondernemingen, die doorgaans bijzonder conjunctuurgevoelig zijn.

Grafiek 20

MFI-leningen in specifieke eurolanden



Bron: ECB.

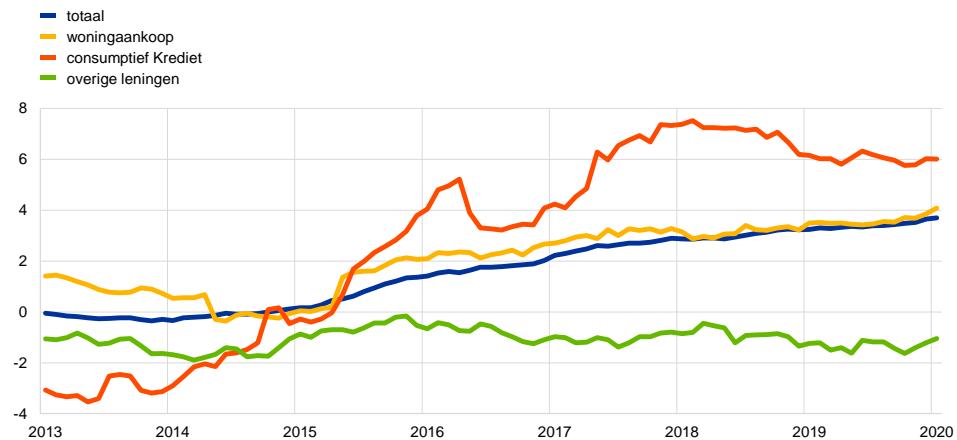
Toelichting: De leningen zijn gecorrigeerd voor verkopen en securitisaties van leningen; voor niet-financiële ondernemingen worden de leningen ook gecorrigeerd voor saldocompensatie (notional cash pooling). De spreiding tussen landen wordt berekend op basis van de minimum- en maximumwaarden bij een vaste steekproef van twaalf eurolanden. De meest recente waarneming betreft januari 2020.

De kredietverlening aan huishoudens voor de aankoop van een woning zette haar gestage opwaartse trend voort, terwijl de stijging van de consumptieve kredietverlening zich stabiliseerde. De groei op jaarbasis van hypotheekleningen aan huishoudens steeg van 3,9% in december tot 4,1% in januari, en bleef aldus de gestage opwaartse trend sinds 2015 volgen (zie Grafiek 21). De twaalfmaands groei van het consumptief krediet bleef in het eurogebied robuust en bedroeg 6% in januari, onveranderd ten opzichte van december. Hij was enigszins lager dan de groeicijfers van boven 7% van begin 2018. In tegenstelling tot de krachtige groei van de hypotheekleningen en het consumptief krediet, bleef de groei op jaarbasis van de overige kredietverstrekking aan huishoudens gematigd, met -1,0% in januari, tegen -1,2% in december. De zwakke cijfers voor dit type leningen kunnen grotendeels worden toegeschreven aan de kredietverstrekking aan kleine ondernemingen (eenmansbedrijven en vennootschappen zonder rechtspersoonlijkheid), die in de sector huishoudens zijn opgenomen. Die entiteiten werden mogelijk sterk beïnvloed door de vertraging van de economische bedrijvigheid en zouden ook kunnen steunen op niet-bancaire financieringsbronnen, waaronder interne middelen, om hun financieringsbehoeften te dekken.

Grafiek 21

MFI-leningen aan huishoudens naar gebruiksdool

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



Bron: ECB.

Toelichting: De reeks voor de totale kredietverlening aan huishoudens is gecorrigeerd voor verkopen en securitisaties van leningen. De meest recente waarneming betreft januari 2020.

De bruto schuldenlast van huishoudens stabiliseerde zich de afgelopen kwartalen voor het eurogebied dichtbij het niveau van eind 2007.⁷ De stabilisatie op het niveau van het eurogebied doet zich voor tegen de achtergrond van uiteenlopende ontwikkelingen van de huishoudschuld in de verschillende landen. Tegelijkertijd bereiken de rente- en aflossingsverplichtingen van de huishoudens een nieuw historisch dieptepunt, wat de houdbaarheid van de schuld ondersteunt.

De financieringsvooraarden voor banken bleven gunstig. De samengestelde kosten van schuldfinanciering voor de banken van het eurogebied, die sinds begin 2019 terugliepen in overeenstemming met de marktrente, bleven in het vierde kwartaal van 2019 en in januari 2020 zeer laag (zie Grafiek 22). Dit weerspiegelt een aanzienlijke daling van de rendementen op bankobligaties tot historisch lage niveaus in de loop van 2019, terwijl ze daarna weer toenamen, vooral als reactie op de verspreiding van het coronavirus (COVID-19) sinds eind februari. De depositorentes van de banken in het eurogebied, die het leeuwendeel van de bancaire financiering vormen en waarvoor gegevens beschikbaar zijn tot januari 2020, bleven historisch laag, zodat ze bijdroegen tot de gunstige financieringsvooraarden voor banken. De financieringsvooraarden voor banken profiteren ook van de TLTRO-III-transacties, zoals door de banken werd meegedeeld in de BLS, alsook van de hervatting van de nettoaankopen van activa door de ECB in november 2019.

De verschillen tussen de krediet- en de depositorentevoeten van de banken in het eurogebied bleven in januari grotendeels stabiel. Terwijl de verschillen tussen de krediet- en de depositorentevoeten voor nieuwe contracten sinds 2014 afnamen, omdat de kredietrentes sterker daalden dan de depositorentes, werden de gevolgen van die afname voor de winstgevendheid geneutraliseerd door de

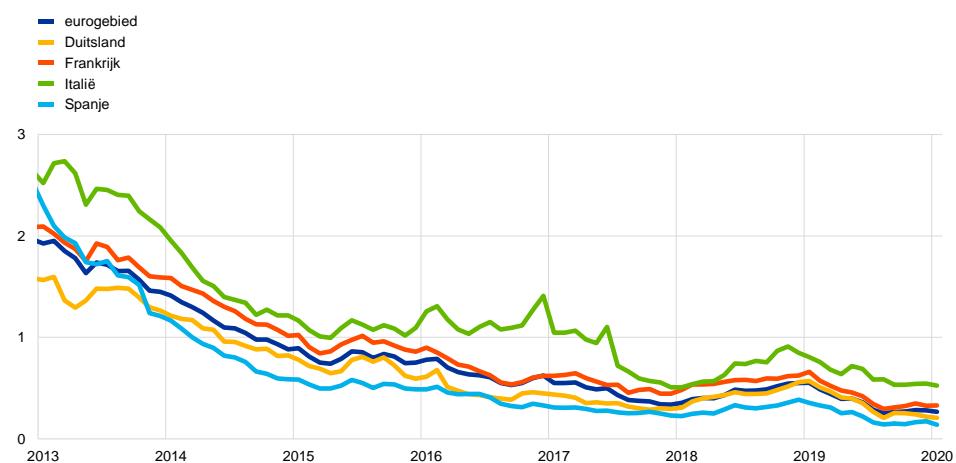
⁷ Zie "Households and non-financial corporations in the euro area: third quarter of 2019", Europese Centrale Bank, januari 2020.

toenemende kredietverstrekkingsvolumes. Het totale effect op het nettorente-inkomen (als het product van de kredietmarges en de kredietverleningsvolumes) was tijdens die periode licht positief. Sinds de verlaging van de rente op de depositofaciliteit door de ECB in september 2019, is het aandeel van de door bedrijven aangehouden deposito's die worden vergoed tegen een negatieve rente, verder gestegen; dit ondersteunde het verschil tussen de krediet- en de depositorentevoeten van de banken, dat 1,34% beliep in januari 2020. De banken konden ook hun balans verder verbeteren, bijvoorbeeld door niet-renderende leningen terug te dringen. De winstgevendheid van de banken in het eurogebied blijft naar historische maatstaven nochtans laag, ook wegens de felle concurrentie in het bankwezen en van niet-banken, en door de nood aan een grotere kostenefficiëntie in de sector.⁸

Grafiek 22

Samengestelde kosten van schuldfinanciering voor banken

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



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

Toelichting: De samengestelde kosten van deposito's worden berekend als het gemiddelde van de rentetarieven op nieuwe contracten van onmiddellijk opvraagbare deposito's, deposito's met een vaste looptijd en deposito's met een opzegtermijn, gewogen naar de respectieve uitstaande bedragen. De meest recente waarneming betreft januari 2020.

De gunstige krediettarieven blijven de economische groei ondersteunen.

De samengestelde rentetarieven voor bankkredieten aan bedrijven en voor hypotheekleningen aan huishoudens bleven tijdens de drie maanden tot en met januari 2020 nagenoeg stabiel (zie Grafiek 23). Dat strookt met de geringe veranderingen van de korte marktrentes, ondanks de volatiliteit van de marktrentes op langere termijn. In januari 2020 beliep de samengestelde rente voor bankkredieten aan bedrijven 1,55%, een onveranderd peil ten opzichte van december en maar zeer licht boven het historische dieptepunt in augustus 2019. De samengestelde rente die de banken toepassen voor hypotheekleningen bleef, met 1,44%, nagenoeg stabiel in vergelijking met het historische laagtepunt van 1,41% in december 2019. De concurrentiedruk, de gunstige financieringskosten van banken en de doorwerking van de verlaging van de rente op de depositofaciliteit door de ECB in september 2019 hielden de rentetarieven voor leningen aan bedrijven en huishoudens in het eurogebied rond hun historische dieptepunt. Al met al zijn de

⁸ Zie "Financial Integration and Structure in the Euro Area", Europese Centrale Bank, maart 2020.

samengestelde rentetarieven voor bankkredieten aan bedrijven en huishoudens sinds de aankondiging van de kredietverruimende maatregelen van de ECB in juni 2014 aanzienlijk gedaald. Tussen mei 2014 en januari 2020 liepen de samengestelde rentetarieven voor kredieten aan bedrijven en huishoudens voor woningaankopen terug met respectievelijk ongeveer 140 en 150 basispunten.

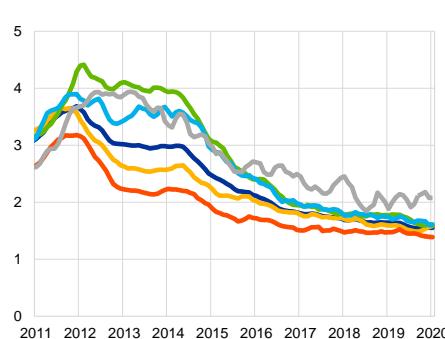
Grafiek 23

Samengestelde rentetarieven voor bankkredieten in specifieke eurolanden

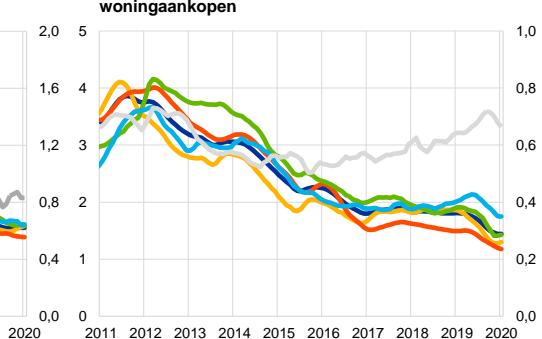
(procenten per jaar, driemaands voortschrijdende gemiddelden)

- eurogebied
- Duitsland
- Frankrijk
- Italië
- Spanje
- standaardafwijking tussen landen (rechts)

a) Rentes op leningen aan NFC's



b) Rentes op leningen aan huishoudens voor woningaankopen



Bron: ECB.

Toelichting: De indicator voor de totale kosten van bankkrediet wordt berekend door de korte- en langetermijnrentes te aggregeren aan de hand van een 24-maands voortschrijdend gemiddelde van de volumes van nieuwe contracten. De standaardafwijking tussen landen wordt berekend aan de hand van een vaste steekproef van twaalf eurolanden. De meest recente waarneming betreft januari 2020.

De totale externe financiering op jaarbasis aan niet-financiële ondernemingen in het eurogebied stabiliseerde zich in het vierde kwartaal van 2019 op een solide niveau (zie paneel (a) van Grafiek 24). De schuldfinancieringsstromen naar niet-financiële ondernemingen zijn sinds het vierde kwartaal van 2018 gedaald, naast de vertraging in de economische bedrijvigheid. De neerwaartse trend van de externe financieringsstromen kwam in het laatste kwartaal van 2019 echter tot stilstand. In 2019 was de netto-uitgifte van obligaties al met al vergelijkbaar met die in 2016-17, terwijl ze ruim boven het niveau van 2018 uitkwam. Tegelijkertijd vertraagde de opneming van bankkrediet door de bedrijven tegen eind 2019, als gevolg van de afgenomen financieringsbehoeften van de bedrijven die samenhangen met de vertraagde effecten van de matiging van de economische bedrijvigheid sinds medio 2018 en ondanks de voordelijke relatieve kosten van schuldfinanciering. De leningen van niet-banken (niet-MFI's) werden in het derde kwartaal van 2019 minder negatief, alvorens ze weer licht positief werden in het vierde kwartaal, wat wijst op een bescheiden toename van de uitgifte van bedrijfsobligaties via financieringsvehikels van niet-financiële ondernemingen. Uit recente cijfers blijkt dat de netto-uitgifte van schuldbewijzen sterk was in januari en februari 2020. De netto-uitgifte van beursgenoteerde aandelen werd in het vierde kwartaal van 2019 negatiever op jaarbasis, ten gevolge van de aanhoudend zwakke uitgiftebedrijvigheid, een verschuiving van beursgenoteerde aandelen naar niet-genoteerde aandelen tijdens het tweede kwartaal van 2019 en een aanzienlijk

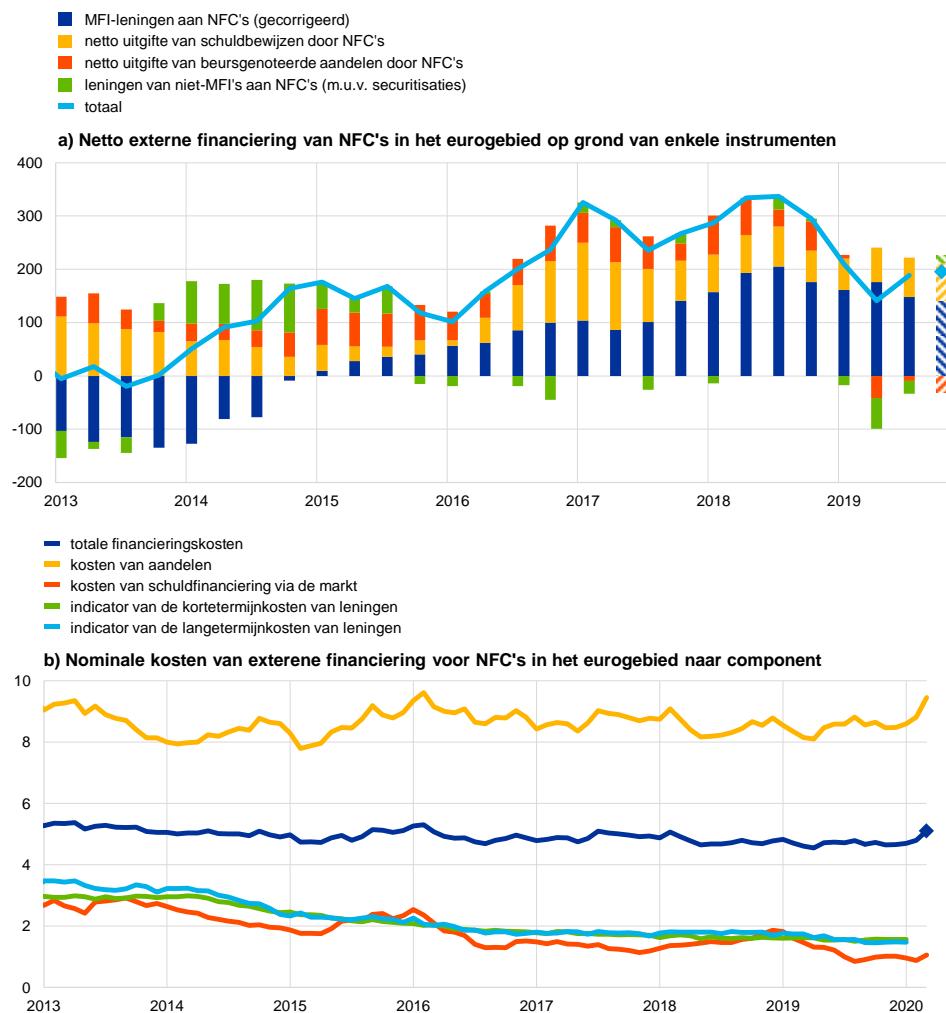
basiseffect. Daarnaast wordt het gebruik van genoteerde aandelen als financieringsinstrument getemperd doordat de kosten van genoteerde aandelen aanhoudend hoger liggen dan de kosten van schuldfinanciering voor bedrijven.

In januari 2020 lagen de financieringskosten voor niet-financiële ondernemingen dichtbij het niveau van september 2019 maar ze zouden sindsdien fors zijn gestegen (zie paneel (b) van Grafiek 24). In januari 2020 kwamen de totale nominale kosten van de externe financiering voor niet-financiële ondernemingen, bestaande uit bankkrediet, de uitgifte van schuldbewijzen via de markt en financiering met eigen vermogen, op 4,7% uit. Als dusdanig lagen de financieringskosten in januari 2020 slechts 14 basispunten hoger dan in april 2019, toen ze historisch laag waren. Sindsdien en tot het einde van de referentieperiode (11 maart 2020) zouden de totale financieringskosten evenwel scherp zijn toegenomen tot 5,1%. Dit weerspiegelt een stijging van zowel de kosten van het eigen vermogen als de kosten van schuldfinanciering via de markt met respectievelijk 85 en 10 basispunten. De ontwikkelingen van beide kostenindicatoren kunnen worden toegeschreven aan de snelle en scherpe verslechtering van het risicosentiment als gevolg van de verspreiding van het coronavirus, die leidde tot hogere risicopremies op aandelen en ruimere rendementsecarts op bedrijfsobligaties (zie Paragraaf 2).

Grafiek 24

Externe financiering van niet-financiële ondernemingen in het eurogebied

(stromen op jaarbasis in EUR miljard – paneel (a); procenten per jaar – paneel (b))



Bronnen: Eurostat, Dealogic, ECB, Merrill Lynch, Bloomberg, Thomson Reuters en ramingen van de ECB.

Toelichting: Paneel (a): De netto externe financiering is gelijk aan de som van de MFI-leningen, de netto-uitgifte van schuldbewijzen, de netto-uitgifte van genoteerde aandelen en de leningen van niet-MFI's. De MFI-leningen zijn gecorrigeerd voor verkopen, securitisaties en saldocompensatie. De door niet-MFI's verstrekte leningen omvatten leningen verstrekt door overige financiële instellingen, verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen ontgekend gesecuritiseerde leningen. Het gearceerde staafje verwijst naar de nowcast voor het vierde kwartaal van 2019. Paneel (b): De totale financieringskosten voor niet-financiële ondernemingen worden berekend als een gewogen gemiddelde van de kosten van bankkrediet, van schuldfinanciering via de markt en van aandelen, op grond van hun respectieve uitstaande bedragen. Het blauwe ruitje verwijst naar de nowcast voor maart 2020 voor de totale financieringskosten, in de veronderstelling dat de bancaire krediettarieven onveranderd blijven op hun peil van januari 2020. De meest recente waarneming voor paneel (a) betreft het derde kwartaal van 2019 voor gegevens over de rekeningen in het eurogebied – de ramingen voor het vierde kwartaal van 2019 zijn gebaseerd op de BSI- en SEC-gegevens van de ECB en op Dealogic. De meest recente waarneming voor paneel (b) betreft 11 maart 2020 voor de kosten van het eigen vermogen en de kosten van schuldfinanciering via de markt, en januari 2020 voor de kosten van kredietverlening.

6

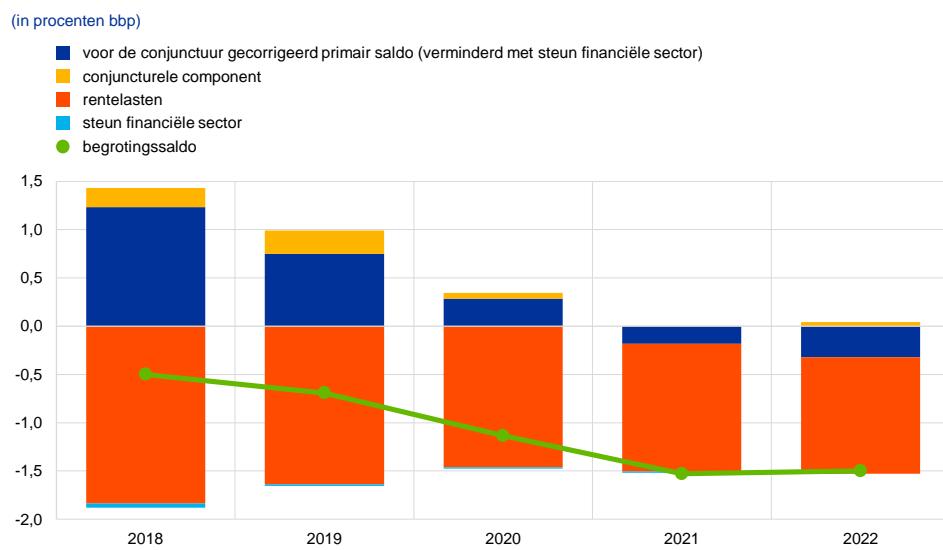
Begrotingsontwikkelingen

Het begrotingssaldo van de overheid in het eurogebied zal volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2020 naar verwachting in 2020 en 2021 dalen en in 2022 stabiliseren. Deze daling is hoofdzakelijk toe te schrijven aan lagere primaire overschotten. Deze ontwikkelingen worden ook weerspiegeld in de begrotingskoers, die volgens de projecties in zowel 2020 als 2021 expansief is en over het algemeen neutraal in 2022. Ondanks de betrekkelijk expansieve begrotingskoers zal de schuldquote van de overheid van het eurogebied naar verwachting geleidelijk blijven dalen als gevolg van een gunstig rente-groei-ecart en een licht positief primair saldo gedurende de gehele periode. De ontwikkelingen ten aanzien van de verspreiding van het coronavirus (COVID-19) na de afronding van de projecties wijzen echter op een verdere expansie van de begrotingskoers. In dit licht moet de inzet van de Eurogroep voor gezamenlijke en gecoördineerde beleidsmaatregelen sterk worden ondersteund.

Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2020 zal het begrotingssaldo van de overheid in het eurogebied zal naar verwachting in 2020 en 2021 dalen en in 2022 stabiliseren.⁹ Op basis van de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2020 wordt voorzien dat het overheidstekort in het eurogebied oploopt van naar schatting 0,7% bbp in 2019 tot 1,1% bbp in 2020, en dan vervolgens tot 1,5% in zowel 2021 als 2022 (zie Grafiek 25). De daling van het begrotingssaldo in 2020 en 2021 is hoofdzakelijk toe te schrijven aan een lager conjunctuurgezuiverd primair saldo. Dit wordt voor een deel gecompenseerd door lagere rentebetalingen, terwijl de conjunctuurcomponent tijdens de ramingsperiode marginaal afneemt.

⁹ Zie de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van maart 2020.

Grafiek 25
Begrotingssaldo en componenten



Bronnen: ECB en de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2020.
Toelichting: De gegevens betreffen het aggregaat van de totale overheid in het eurogebied.

Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2020 laten de vooruitzichten voor de overheidsbegrotingen in het eurogebied voor de periode 2020-2022 een merkbaar meer ondersteunend begrotingsbeleid zien dan de projecties van medewerkers van het Eurosysteem van december 2019. Het begrotingssaldo van de overheid in het eurogebied als percentage van het bbp is voor 2020 neerwaarts bijgesteld met 0,2 procentpunten en voor zowel 2021 als 2022 met 0,4 procentpunten. Deze bijstellingen zijn het gevolg van een lager primair saldo en een zwakker dan verwachte conjunctuurcomponent, terwijl de component rentebetalingen onveranderd blijft.

Voorzien wordt dat de algehele begrotingskoers binnen het eurogebied in 2020 en 2021 expansief en in 2022 in grote lijnen neutraal zal zijn.¹⁰ De begrotingskoers is naar schatting in 2019 licht expansief geweest en zal naar verwachting in 2020 en 2021 nog ruimer worden en de economische bedrijvigheid steunen. Dit is hoofdzakelijk toe te rekenen aan hogere uitgaven, met name voor overdrachten, in Duitsland, Spanje en Italië, en verlagingen van zowel directe belastingen als socialezekerheidspremies in Frankrijk en Nederland. Voor 2022 wordt een min of meer neutrale begrotingskoers verwacht.

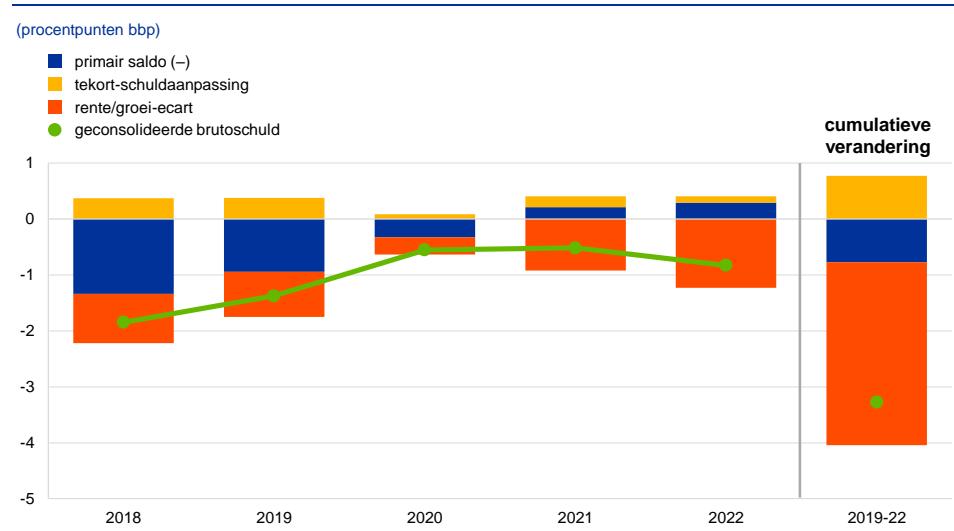
Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2020 houdt de geleidelijke daling van de algehele schuldquote van de overheid in het eurogebied aan. De projecties

¹⁰ De begrotingskoers weerspiegelt de richting en omvang van de stimulans voor de economie die uitgaat van het begrotingsbeleid, en niet slechts de automatische reactie van de overheidsfinanciën op de conjunctuur. De begrotingskoers wordt hier gemeten als de wijziging van het voor de conjunctuur gecorrigeerde primaire saldo verminderd met de overheidssteun aan de financiële sector. Voor een bespreking van het begrip 'begrotingskoers binnen het eurogebied' wordt verwezen naar het artikel "The euro area fiscal stance", *Economisch Bulletin*, nr. 4, ECB, 2016.

voorzien dat de algehele overheidsschuldquote in het eurogebied daalt van 84,5% bbp in 2019 naar 82,6% bbp in 2022. Deze daling wordt ondersteund door een gunstig rente-groei-ecart¹¹ terwijl de opgebouwde bijdrage van het primaire saldo over projectieperiode vrijwel nihil is (zie Grafiek 26). In vergelijking met de projecties van december 2019 zal de schuldquote naar verwachting langzamer dalen, als gevolg van lagere geprojecteerde primaire overschotten en een minder gunstige conjunctuurcomponent. De snellere verspreiding van de coronavirus sinds de afronding van de projecties van maart 2020 wijzen erop dat het verloop van de overheidsschuldquote naar verwachting slechter is dan in de projecties is voorzien.

Grafiek 26

Bepalende factoren voor mutaties in overheidsschulden



Bronnen: ECB en de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2020.
Toelichting: De gegevens betreffen het aggregaat van de totale overheid in het eurogebied.

De verspreiding van het coronavirus heeft een grote schok toegebracht aan de mondiale economie en de economie van het eurogebied, waardoor een ambitieuze en gecoördineerde begrotingsbeleidsrepons noodzakelijk is. Momenteel is er behoefte aan tijdige en gerichte steun aan zowel de zorgsector als aan getroffen bedrijven en huishoudens om dit volksgezondheidsprobleem het hoofd te bieden door de verspreiding van het coronavirus te beperken en de economische impact ervan te beperken. De inzet van de Eurogroep voor gezamenlijke en gecoördineerde beleidsmaatregelen wordt dan ook sterk ondersteund.

¹¹ Zie voor nadere informatie het kader “[Het rente/groei-ecart en de dynamiek van de overheidsschulden](#)”, *Economisch Bulletin*, nummer 2, ECB, 2019.

Kaders

1 Het gebruik van informative uit krantenartikelen als indicator van de reële economische bedrijvigheid

Door Massimo Ferrari en Helena Le Mezo

In de economische literatuur is uitvoerig gebruikgemaakt van methodes voor tekstanalyse om het macro-economische risico en de macro-economische onzekerheid te meten.¹² Er is echter maar weinig bewijs voor de hoeveelheid informatie over de reële economische bedrijvigheid die aan dergelijke bronnen kan worden ontleend. In dit Kader wordt een indicator voor de reële economische bedrijvigheid in de Verenigde Staten gepresenteerd die is gebaseerd op tekstanalyse van krantenartikelen. De indicator is geconstrueerd aan de hand van gegevens uit de Factiva-databank, waarin voor een grote groep landen alle artikelen worden verzameld die door de belangrijkste kranten zijn gepubliceerd. Uit deze databank zijn in de Verenigde Staten gepubliceerde krantenartikelen opgevraagd en gebruikt om een op tekst gebaseerde bedrijvigheidsindicator te construeren.¹³ Voor elke dag sinds januari 1970 meet deze indicator het aantal artikelen waarin wordt gesproken van een vertraging (of recessie) van de Amerikaanse economie ten opzichte van het totale aantal in de Verenigde Staten gepubliceerde artikelen. Intuïtief moet de geconstrueerde index gelijk met de conjunctuur bewegen naarmate kranten meer ruimte inruimen voor een vertraging van de economie als nieuwsonderwerp. Bovendien zou de indicator sneller moeten reageren op ontwikkelingen in de conjunctuurcyclus die pas later zichtbaar worden in geaggregeerde macro-variabelen en vaak met vertraging worden gepubliceerd. Ten slotte kan deze index gemakkelijk met een hoge frequentie (dagelijks) worden bijgewerkt en kan deze worden toegepast op een groot aantal ontwikkelde en opkomende marktconomieën.

De geconstrueerde index kan worden gebruikt om in ‘real time’ de reële economische bedrijvigheid in de Verenigde Staten te volgen. Grafiek A laat zien dat de indicator goed is gecorreleerd met perioden van economische groeivertraging in de Verenigde Staten, wanneer deze worden gemeten in termen van dalingen van de industriële productie of van de recessiedata die zijn vastgesteld door het National Bureau of Economic Research (NBER). Deze correlatie wijst erop dat de op tekst gebaseerde index kan worden gebruikt als real-time indicator om de economische

¹² Recente voorbeelden zijn Caldara, D. en Iacoviello, M., “Measuring Geopolitical Risk” *International Finance Discussion Papers*, nr. 1222, Board of Governors of the Federal Reserve System (Verenigde Staten), 2018; Baker, R.S., Bloom, N. en Davis, S.J., “Measuring Economic Policy Uncertainty”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131(4), Oxford University Press, 2016, blz. 1593-1636; zie voor een recente benadering op basis van tekstanalyse toegepast op het eurogebied Azqueta-Gavalón, A., Hirschiöhl, D., Onorante, L. en Saiz, L., “Sources of economic policy uncertainty in the euro area: a machine learning approach”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, Frankfurt am Main, november 2019.

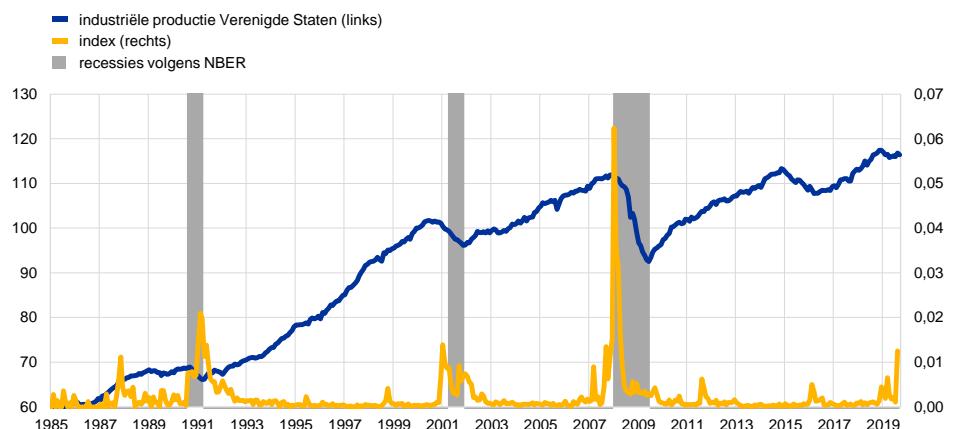
¹³ Met gebruikmaking van dezelfde methodologie als die gehanteerd door Caldara, D. en Iacoviello, M., “Measuring Geopolitical Risk”, *International Finance Discussion Papers*, nr. 1222, Board of Governors of the Federal Reserve System (Verenigde Staten), 2018.

ontwikkelingen met een hoge frequentie te volgen, aangezien deze relevante informatie bevat over de conjunctuurcyclus.

Grafiek A

Op tekst gebaseerde index en Amerikaanse recessies

(op tekst gebaseerde vertragingsindicator; recessies en industriële productie in de VS, index (2010=100))



Bronnen: Factiva, Haver Analytics en berekeningen van de auteurs.

Toelichting: De op tekst gebaseerde indicator is geconstrueerd op basis van de verhouding tussen het aantal in de Verenigde Staten gepubliceerde artikelen waarin een vertraging van de Amerikaanse economie wordt besproken en het totale aantal artikelen dat dagelijks in de Verenigde Staten wordt gepubliceerd. Deze gegevens worden vervolgens maandelijks geaggregeerd. De meest recente waarneming betreft januari 2020.

De index heeft ook voorspellende inhoud voor de toekomstige economische bedrijvigheid. Deze aanname kan formeel worden getoetst door de op tekst gebaseerde indicator toe te voegen aan een standaardmodel voor de waarschijnlijkheid van een recessie.¹⁴ De volgende vergelijking wordt geschat:

$$P(Crisis)_{t+k} = \alpha + \beta^1[yield_t^{3-months} - yield_t^{10-year}] + \beta^2 Index_t + \varepsilon_{t+k} \quad (1)$$

waarbij de waarschijnlijkheid van een recessie in de toekomstige periode ($t + k$) wordt voorspeld door de helling van de rentestructuur in de huidige periode (het verschil tussen de rendementen op korte en op lange termijn), wat een standaardvoorspeller van een recessie is, en de op tekst gebaseerde indicator.¹⁵ De index geeft aanvullende informatie over de helling van de rentestructuur voor de Verenigde Staten. De aanpassingskwaliteit van modellen voor de waarschijnlijkheid van een recessie wordt samengevat door de zogenoemde ‘receiver operator curve’ (ROC), die kan worden beschouwd als een maatstaf van de juistheid van de voorspellingen die met het model worden gedaan.¹⁶ Het ROC-cijfer wordt

¹⁴ Gebaseerd op Wright, J.H., “The yield curve and predicting recessions”, *Finance and Economics Discussion Series*, 2006-2007, Divisions of Research and Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington D.C., februari 2006.

¹⁵ In het kader van de programma’s voor de aankoop van activa van grote centrale banken zijn de rentestructuurmodellen onlangs herzien. Zie het kader “US yield curve inversion and financial market signals of recession”, *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, Frankfurt am Main, 2020.

¹⁶ De ROC vergelijkt de ‘true positive’, d.w.z. de vaststelling dat er een recessie is wanneer er daadwerkelijk sprake is van een recessie, met ‘false positives’, d.w.z. vaststellingen dat er een recessie is wanneer daar geen sprake van is. Hoe dichter het geschatte ROC-cijfer bij de verticale as ligt, hoe groter het voorspellend vermogen van het model. Bovendien is het mogelijk de ROC-grafiek samen te vatten door het gebied te berekenen dat zich bevindt onder de ROC-curve maar boven de 45-gradenlijn (die duidt op willekeurige toekenningen). Hoe groter het gebied onder de curve, hoe nauwkeuriger het model.

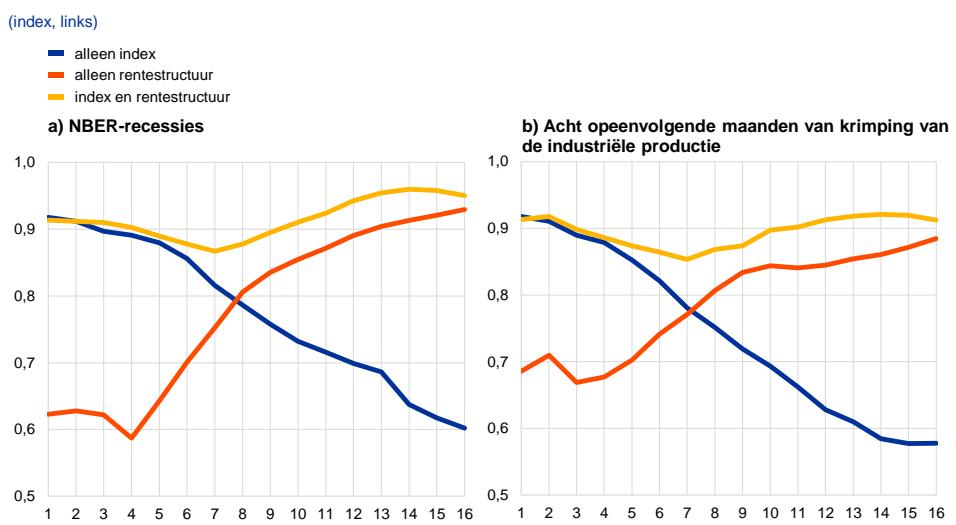
weergegeven in Grafiek B en laat zien dat de specificatie waarbij de index op basis van krantenartikelen wordt toegepast voor de nabije toekomst superieur is aan de eenvoudige rentestruktuur. De opname van gegevens uit krantenartikelen in de schatting levert een significante verbetering van de prestaties van het model op. Deze beoordeling is robuust bij een andere definitie van ‘recessie’ dan die welke door de NBER wordt gehanteerd (waarbij een recessie wordt gedefinieerd als acht opeenvolgende maanden van krimp van de industriële productie) en bij uitsluiting van de periode van de wereldwijde financiële crisis.

Uit het in dit Kader gepresenteerde bewijsmateriaal blijkt dat informatie afkomstig uit krantenartikelen nuttig is voor het volgen van de economische ontwikkelingen en een aanvulling vormt op macro-economische gegevens.

Krantenartikelen bevatten veel informatie over de conjunctuurcyclus die niet onmiddellijk zichtbaar is in macro-economische tijdreeksen. Het feit dat dit type op tekst gebaseerde indicator beschikbaar is en dagelijks kan worden bijgewerkt maakt deze nuttig en relevant voor het volgen en voorspellen van economische ontwikkelingen, met name voor de nabije toekomst.

Grafiek B

Statistieken over de aanpassingskwaliteit van modellen voor de waarschijnlijkheid van een recessie bij verschillende voorspeltermijnen van één maand vooruit



Bronnen: Factiva, Haver Analytics en berekeningen van de auteurs.

Toelichting: De aanpassingskwaliteit is gebaseerd op het ROC-cijfer dat is afgeleid van het model voor de waarschijnlijkheid van een recessie geschat met gebruikmaking van: i) alleen de rentestruktuur; ii) alleen de op de tekst gebaseerde index; iii) zowel de op tekst gebaseerde index als de rentestruktuur bij elke voorspeltermijn. Dit cijfer wordt berekend als de genormaliseerde afstand tussen de correcte voorspellingen van het model en een willekeurige toekenning (d.w.z. een constante waarschijnlijkheid van krimp van 50%); hoe groter de afstand, hoe hoger de waarde van het ROC-cijfer. De meest recente waarneming betreft januari 2020.

2

De rol van multinationale belasting bij de eerste omslag van de stromen van buitenlandse directe investeringen in het eurogebied

Door Virginia Di Nino en Andrejs Semjonovs

In dit Kader wordt de invloed verklaard van de belastingheffing van multinationale ondernemingen na de recente hervorming van de vennootschapsbelasting in de Verenigde Staten op de stromen van directe buitenlandse investeringen (foreign direct investment – FDI) naar en vanuit het eurogebied.¹⁷ Net als in andere ontwikkelde economieën overtreffen in het eurogebied de investeringen van in het eurogebied gevestigde ondernemingen in het buitenland normaal gesproken de investeringen van buitenlandse ondernemingen in het eurogebied. In de loop van 2018 sloegen de netto FDI-uitstromen (die ook kunnen worden aangeduid als de netto FDI-vorderingen van het eurogebied – in het algemeen de investeringen van binnenlandse ondernemingen in buitenlandse dochterondernemingen) om in instromen, terwijl de netto FDI-instromen (ofwel nettoverplichtingen, d.w.z. de netto-investeringen van buitenlandse ondernemingen in het eurogebied) omsloegen in uitstromen. Deze kapitaalbewegingen hielden in aanzienlijke mate verband met bepaalde maatregelen in het kader van de hervorming van de vennootschapsbelasting in de Verenigde Staten die begin 2018 in werking zijn getreden.¹⁸

De omslag in de FDI-stromen in het eurogebied was volledig te wijten aan stromen van en naar (i) de Verenigde Staten en (ii) offshorecentra (zie Grafiek A). Amerikaanse multinationals zijn in 2017 begonnen met desinvesteren in het eurogebied (waarbij in bilaterale termen netto FDI-uitstromen werden gecreëerd), d.w.z. in de aanloop naar de hervorming van de vennootschapsbelasting, maar de totale FDI-stromen in het eurogebied lieten in de tweede helft van 2018 een ommekeer zien, toen ook offshorecentra begonnen met desinvesteren in het eurogebied.

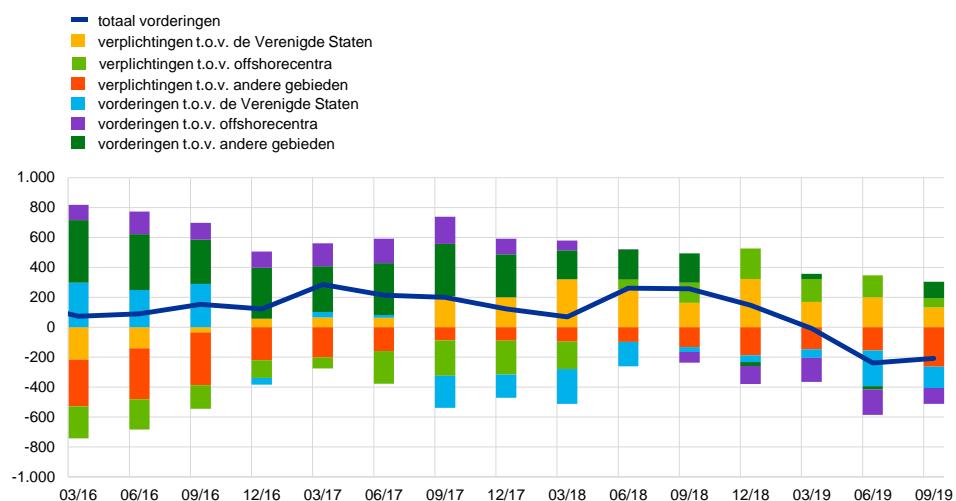
¹⁷ Zie ook het kader “Euro area foreign direct investment since 2018: the role of special purpose entities”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2019.

¹⁸ Zie ook het artikel “Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective” in dit nummer van het Economisch Bulletin.

Grafiek A

FDI-stromen in het eurogebied (netto vorderingen en netto verplichtingen) per regio van herkomst of ontvangst

(vierkwartaals voortschrijdende totalen van transacties; EUR miljard; niet voor seisoen gecorrigeerd)



Bron: Eurostat.

Toelichting: Bij vorderingen betreft een positief (negatief) getal de netto aankopen (verkopen) van externe effecten door beleggers uit het eurogebied. Bij verplichtingen betreft een positief (negatief) getal de netto aankopen (verkopen) van interne effecten door beleggers buiten het eurogebied. Offshorecentra zijn: Andorra, Antigua en Barbuda, Anguilla, Aruba, Barbados, Bahrein, Bermuda, de Bahama's, Belize, de Cookeilanden, Curaçao, Dominica, Grenada, Guernsey, Gibraltar, SAR Hongkong, het eiland Man, Jersey, Saint Kitts en Nevis, de Caymaneilanden, Libanon, Saint Lucia, Liechtenstein, Liberia, de Marshalleilanden, Montserrat, Mauritius, Nauru, Niue, Panama, de Filipijnen, de Seychellen, Singapore, Sint Maarten, de Turks- en Caicoseilanden, Saint Vincent en de Grenadines, de Britse Maagdeneilanden, de Amerikaanse Maagdeneilanden, en Vanuatu en Samoa. De meest recente waarnemingen betreffen het derde kwartaal van 2019.

De omslag in netto FDI-stromen deed zich alleen voor in bepaalde financiële centra van het eurogebied, d.w.z. landen die grote financiële stromen noteren, en vond plaats door transacties van special purpose entity's (zie Grafiek B). In andere economieën van het eurogebied bleven de stromen gematigd en kon geen significante geografische herschikking van FDI-transacties worden vastgesteld. Daarnaast weerspiegelt de dubbele omslag (vorderingen en verplichtingen) de hoge mate van samenhang tussen de stromen van vorderingen en verplichtingen in landen waarin round-tripping- en pass-through-praktijken van multinationals plaatsvinden.¹⁹ In Ierland betrof de afname van bruto FDI-instromen en -uitstromen in de eerste plaats transacties met andere financiële centra in het eurogebied (en niet de Verenigde Staten) en deed deze zich al eerder voor, namelijk vanaf het vierde kwartaal van 2017.²⁰ Gezien de complexe structuur van het mondiale FDI-netwerk is een mogelijke verklaring die in overeenstemming is met dit feit dat enige repatriëring van winsten uit Ierland kan hebben plaatsgevonden via andere financiële centra van het eurogebied.

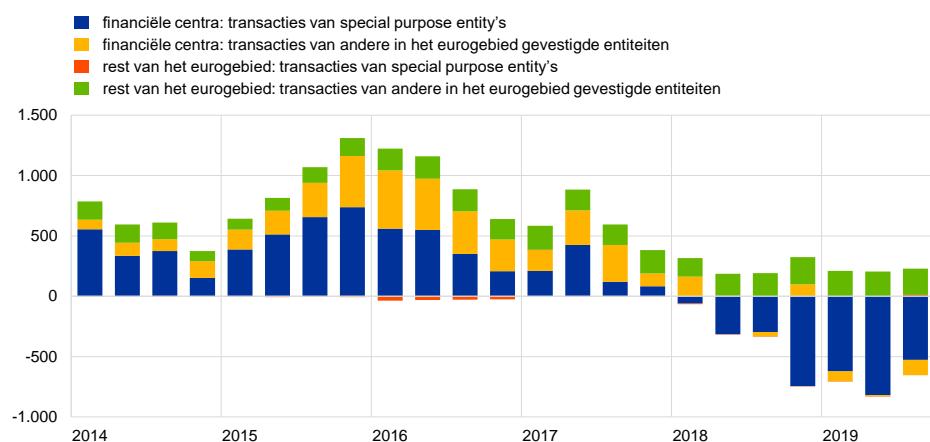
¹⁹ Round-tripping wil zeggen de verkoop van activa door een bedrijf aan een ander bedrijf (of bedrijven) dat zich in het algemeen in een ander rechtsgebied bevindt, met de afspraak om dezelfde soortgelijke activa tegen min of meer dezelfde prijs terug te kopen. Dergelijke transacties verhogen de opbrengsten en de kosten, zonder dat dit gevolgen heeft voor de winst. Ze hangen vaak samen met pass-through-praktijken, waarbij het andere bedrijf belasting betaalt over rendement op de activa en het oorspronkelijke bedrijf een vrijstelling verkrijgt.

²⁰ Zie Emter L., Kennedy, B. en McQuade, P., "US profit repatriations and Ireland's Balance of Payments statistics", *Quarterly Bulletin*, Central Bank of Ireland, 2019-II.

Grafiek B

FDI-passivatransacties in het eurogebied: special purpose entity's tegenover andere in het eurogebied gevestigde dochterondernemingen

(vierkwartaals voortschrijdende totalen van transacties; EUR miljard; niet voor seisoen gecorrigerd)



Bronnen: OESO en Eurostat.

Toelichting: Blauwe en rode vlakken geven de netto inkomende investeringen aan in operationele eenheden die special purpose entity's zijn. Gele en groene vlakken geven de netto inkomende FDI aan in alle andere in het eurogebied gevestigde entiteiten die dochterondernemingen van buitenlandse bedrijven zijn. Financiële centra zijn: België, Luxemburg en Nederland. De rest van het eurogebied omvat alle andere lidstaten, met uitzondering van Spanje, Cyprus, Letland en Malta, die wegens onvoldoende beschikbare gegevens niet zijn meegenomen. De meest recente waarnemingen betreffen het derde kwartaal van 2019.

De uitsplitsing van de bruto FDI-stromen naar soort instrument laat zien dat de omslag hoofdzakelijk betrekking had op eigen vermogen, maar zonder de component geherinvesteerde winsten (zie Grafiek C).

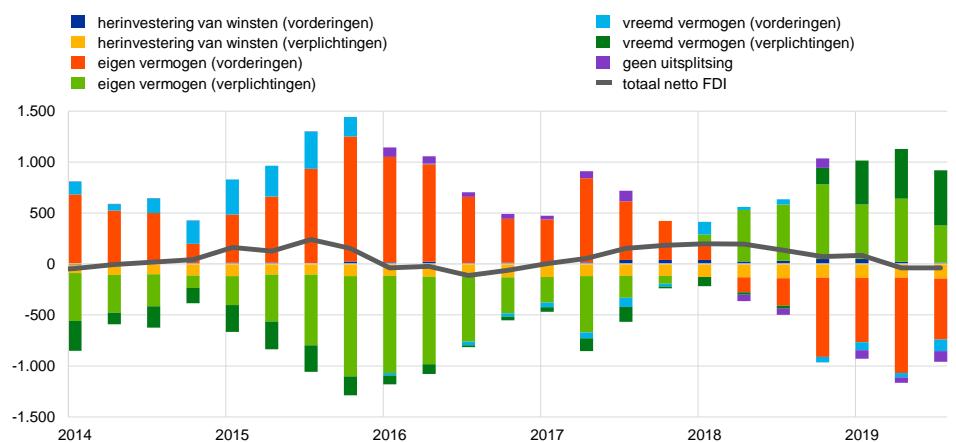
Wat dat betreft onderstreept de omslagperiode het feit dat FDI-investeringsbeslissingen in de eerste plaats worden gebaseerd op fiscale overwegingen. De omslag leidde niet tot een herschikking of verplaatsing van eigen en vreemd FDI-vermogen naar andere economieën van het eurogebied. Bovendien werden geherinvesteerde winsten in principe niet beïnvloed, aangezien de winsten uit het verleden die werden gerepatrieerd tegen het eenmalige preferentiële belastingtarief dat voor de Amerikaanse vennootschapsbelasting werd toegepast niet werden geregistreerd als inkomensverdeling ("superdividenden" – of grote, uitzonderlijke dividenden – worden in de betalingsbalans opgenomen onder FDI-eigenvermogentransacties). Als gevolg hiervan, en tegen de achtergrond van stabiele netto FDI in Ierland en de zetelverplaatsing naar Ierland van een aantal grote Amerikaanse multinationals, bleven de inkomsten vanuit de vennootschapsbelasting in Ierland in 2018 groeien.²¹

²¹ In het verleden lijken Amerikaanse kortingen op de vennootschapsbelasting te hebben geleid tot een toename van de werkgelegenheid en de groei in Ierland als gevolg van investeringen in extern gefinancierde sectoren. Deze keer bestaat echter mogelijk het risico van een kapitaaluitstroom als gevolg van veranderingen in de activiteiten van multinationals in dat land. Zie Clancy, D., "US corporate tax rate cuts: Spillovers to the Irish economy", *Working Paper Series*, nr. 38, Europees Stabiliteitsmechanisme, 2019.

Grafiek C

Netto FDI-stromen in financiële centra van het eurogebied (vorderingen en verplichtingen) per type financieel instrument

(vierkwartaals voortschrijdende totalen van transacties; EUR miljard; niet voor seisoen gecorrigerd)



Bron: OESO.

Toelichting: De gegevens voor Ierland zijn voor sommige kwartalen niet vrijgegeven voor de componenten vreemd vermogen, eigen vermogen en herinvestering van winsten. Voor Malta en Cyprus zijn geen gegevens beschikbaar. Netto verplichtingen worden volgens een omgekeerde schaal gerapporteerd op het negatieve deel (indien positief) van de verticale as. De meest recente waarnemingen betreffen het derde kwartaal van 2019.

Hoewel sommige bepalingen in de Amerikaanse belastinghervorming naar verwachting tijdelijke effecten zullen hebben op FDI-transacties, behelsde de hervorming ook maatregelen tegen de uitholling van de belastinggrondslag, die op lange termijn van invloed kunnen zijn op de bruto en netto FDI-stromen.

De hervorming voorzag in een eenmalige verlaging van de belasting op niet-gerepatrieerde winsten uit het verleden; de volledige belastingvrijstelling die nu geldt voor buitenlandse inkomsten in de vorm van dividenden is daarentegen algemeen van toepassing, ongeacht of deze inkomsten worden gerepatrieerd of in het buitenland worden gehouden. Dit verzwakt de prikkel voor Amerikaanse multinationals om inkomsten te herinvesteren in het buitenland. Daarnaast behelst de hervorming maatregelen tegen de uitholling van de belastinggrondslag, die op lange termijn van invloed kunnen zijn op de bruto en netto FDI-stromen. Dit vermindert de prikkels voor Amerikaanse bedrijven om hun immateriële activa naar offshorecentra te verplaatsen, doordat er een belastingaftrek van maximaal 37,5% voor buitenlandse afgeleide immateriële inkomsten is toegestaan. De omslag in de bruto FDI-stromen in het eurogebied kan dus een overgangsfase vormen naar een nieuw evenwicht in de buitenlandse investeringen. Het is nog vroeg voor een beoordeling, maar de desinvesteringen werden in 2019 voortgezet en beïnvloedden in de financiële centra van het eurogebied niet alleen de aandelenverplichtingen, maar ook de schuldcomponent van FDI (zie Grafiek C). De maandelijkse ramingen voor het laatste kwartaal van 2019 wijzen erop dat de omslag mogelijk tot stilstand is gekomen, en dat er wellicht een normalisering van de omstandigheden plaatsvindt, maar de stromen zijn historisch gezien redelijk gematigd gebleven.

3

Liquiditeitsverhoudingen en monetairbeleidstransacties van 30 oktober 2019 tot en met 28 januari 2020

Door Pamina Karl en Marco Weißler

In dit Kader wordt een beschrijving gegeven van de monetairbeleidstransacties van de ECB in de zevende en achtste reserveaanhoudingsperiodes van 2019, respectievelijk van 30 oktober tot en met 17 december 2019 en van 18 december 2019 tot en met 28 januari 2020.

Tijdens de verslagperiode ging het tweeledige systeem voor de vergoeding van aangehouden overliquiditeit van start. Met ingang van de zevende reserveaanhoudingsperiode, die begon op 30 oktober 2019, wordt een deel van de door een kredietinstelling aangehouden overliquiditeit (d.w.z. aangehouden reserves boven de reserveverplichtingen) vrijgesteld van negatieve vergoeding tegen het tarief dat van toepassing is op de depositofaciliteit.²² In plaats daarvan wordt deze aangehouden overliquiditeit momenteel tegen 0% op jaarbasis vergoed. Andere recente veranderingen betreffen de nettoterugbetalingen van liquiditeit die is verschaft via gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO's) en de hervatting van de aankoop van activa.

Liquiditeitsbehoefte

Tijdens de verslagperiode bedroeg de gemiddelde dagelijkse liquiditeitsbehoefte van het bankwezen (gedefinieerd als de som van netto autonome factoren en de reserveverplichtingen) € 1.505,7 miljard. Dit was € 53,7 miljard lager dan in de vorige verslagperiode (de vijfde en zesde reserveaanhoudingsperiodes van 2019; zie Tabel A.) De netto autonome factoren zijn met € 55,4 miljard gedaald, terwijl de minimumreserveverplichtingen met € 1,7 miljard zijn toegenomen tot € 134,3 miljard.

De daling van de netto autonome factoren was voornamelijk het gevolg van een stijging aan de actiefzijde van de balans van het Eurosysteem (netto buitenlandse activa en in euro luidende nettoactiva). De autonome factoren aan de actiefzijde stegen met € 55,1 miljard naar € 1.009,1 miljard, door enerzijds een stijging van de netto buitenlandse activa met € 33,2 miljard, die vergelijkbaar was met de groei in de vorige verslagperiode, en anderzijds een stijging van € 21,9 miljard in de in euro luidende nettoactiva naar € 238,0 miljard. Autonome factoren aan de passiefzijde bleven vrijwel ongewijzigd op geaggregaat niveau (deze daalden met € 0,4 miljard). Hoewel andere autonome factoren en bankbiljetten in omloop met respectievelijk € 42,3 miljard en € 20,0 miljard zijn gestegen, werden deze stijgingen volledig gecompenseerd door lagere overheidsdeposito's, die in de verslagperiode gemiddeld € 219,8 miljard bedroegen, na in de zesde

²² De omvang van de in aanmerking komende aangehouden reserves van financiële instellingen wordt berekend op basis van de gemiddelde einddagstanden van de rekening-courant van de instelling gedurende de aanhoudingsperiode. De vrijstelling van negatieve rentetarieven geldt voor overliquiditeit in de rekening-courant tot een bepaald veelvoud van de minimumreserveverplichtingen van de instelling. De Raad van Bestuur heeft de eerste vermenigvuldigingsfactor vastgesteld op zes.

reserveaanhoudingsperiode een historisch hoogtepunt van € 298,6 miljard te hebben bereikt. Over het algemeen zijn de netto autonome factoren – gedefinieerd als liquiditeitsverkappende autonome factoren aan de passiefzijde minus liquiditeitsverschaffende autonome factoren aan de actiefzijde – gedaald naar € 1.371,4 miljard.

Tabel A
Liquiditeitsverhoudingen Eurosysteem

Passief (gemiddelden; EUR miljard)	Huidige verslagperiode: 30 oktober 2019 tot en met 28 januari 2020				Vorige verslagperiode: 31 juli 2019 tot en met 29 oktober 2019
	Zevende en achtste aanhoudings- periode: 30 oktober tot en met 17 december	Zevende aanhoudings- periode: 30 oktober tot en met 17 december	Achtste aanhoudings- periode: 18 december tot en met 28 januari	Vijfde en zesde aanhoudings- periode	
Autonome liquiditeitsfactoren	2.380,2 (-0,4)	2.384,8 (-37,1)	2.375,0 (-9,8)	2.380,6 (+87,3)	
Bankbiljetten in omloop	1.271,8 (+20,0)	1.262,9 (+10,1)	1.282,2 (+19,3)	1.251,8 (+17,8)	
Overheidsdeposito's	219,8 (-62,7)	226,6 (-72,1)	211,8 (-14,7)	282,4 (+11,9)	
Overige autonome factoren ¹	888,7 (+42,3)	895,3 (+24,8)	880,9 (-14,4)	846,4 (+57,6)	
Rekeningen-courant boven minimumreserveverplichtingen	1.510,1 (+284,9)	1.528,0 (+272,7)	1.489,2 (-38,8)	1.225,2 (-17,2)	
Minimumreserveverplichtingen	134,3 (+1,7)	134,1 (+0,9)	134,5 (+0,3)	132,6 (+2,5)	
Depositofaciliteit	256,4 (-253,6)	257,9 (-198,7)	254,6 (-3,3)	510,0 (-77,4)	
Liquiditeitsverkappende 'fine-tuning'- transacties	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	

Bron: ECB.

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

1) Berekend als de som van de herwaarderingsrekeningen, overige vorderingen en verplichtingen van ingezetenen van het eurogebied, en kapitaal en reserves.

Actief

(gemiddelden; EUR miljard)

	Huidige verslagperiode: 30 oktober 2019 tot en met 28 januari 2020				Vorige verslagperiode: 31 juli 2019 tot en met 29 oktober 2019	
	Zevende en achtste aanhoudings- periode	Zevende aanhoudings- periode: 30 oktober tot en met 17 december	Achtste aanhoudings- periode: 18 december tot en met 28 januari	Vijfde en zesde aanhoudings- periode		
Autonome liquiditeitsfactoren	1.009,1	(+55,1)	1.020,9	(+32,7)	995,4	(-25,5)
Netto buitenlandse activa	771,1	(+33,2)	773,3	(+14,8)	768,6	(-4,7)
In euro's luidende nettoactiva	238,0	(+21,9)	247,6	(+17,9)	226,9	(-20,7)
Monetairbeleidsinstrumenten	3.272,2	(-22,4)	3.284,3	(+5,1)	3.258,1	(-26,2)
Openmarktransacties	3.272,2	(-22,4)	3.284,3	(+5,1)	3.258,1	(-26,2)
Tendertransacties	644,0	(-39,9)	665,5	(-5,0)	619,0	(-46,5)
MRO's	2,3	(-0,2)	1,8	(-0,2)	2,9	(+1,1)
Driemaands LTRO's	3,4	(+0,5)	2,7	(-0,1)	4,3	(+1,6)
TLTRO-II-transacties	589,8	(-87,3)	657,6	(-5,3)	510,8	(-146,8)
TLTRO-III-transacties	48,5	(+47,2)	3,4	(+0,6)	101,1	(+97,7)
Rechtstreeks effectenverkeer	2.628,2	(+17,5)	2.618,8	(+10,1)	2.639,1	(+20,3)
Eerste programma voor de aankoop van gedekte obligaties	2,0	(-0,8)	2,3	(-0,5)	1,7	(-0,5)
Tweede programma voor de aankoop van gedekte obligaties	2,9	(-0,3)	2,9	(-0,1)	2,9	(-0,0)
Derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties	263,8	(+2,8)	262,9	(+2,3)	264,8	(+1,9)
Programma voor de effectenmarkten	47,9	(-4,9)	47,8	(-3,6)	47,9	(+0,0)
Programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa	28,2	(+2,1)	27,9	(+1,7)	28,6	(+0,7)
Aankoopprogramma voor staatsobligaties	2.099,9	(+12,3)	2.093,4	(+6,0)	2.107,6	(+14,3)
Aankoopprogramma voor bedrijfsobligaties	183,5	(+6,2)	181,6	(+4,2)	185,6	(+4,0)
Marginale beleningsfaciliteit	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)
					0,0	(-0,2)

Bron: ECB.

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

Overige liquiditeitsgegevens

(gemiddelden; EUR miljard)

	Huidige verslagperiode: 30 oktober 2019 tot en met 28 januari 2020				Vorige verslagperiode: 31 juli 2019 tot en met 29 oktober 2019	
	Zevende en achtste aanhoudings- periode	Zevende aanhoudings- periode: 30 oktober tot en met 17 december	Achtste aanhoudings- periode: 18 december tot en met 28 januari	Vijfde en zesde aanhoudings- periode		
Totale liquiditeitsbehoefte ¹	1.505,7	(-53,7)	1.498,4	(-69,0)	1.514,3	(+15,9)
Netto autonome factoren ²	1.371,4	(-55,4)	1.364,3	(-69,9)	1.379,8	(+15,6)
Overliquiditeit ³	1.766,5	(+31,3)	1.785,9	(+74,0)	1.743,8	(-42,0)

Bron: ECB.

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

1) Berekend als de som van de netto autonome factoren en de minimumreserveverplichtingen.

2) Berekend als het verschil tussen de autonome liquiditeitsfactoren aan de passiefzijde en de autonome liquiditeitsfactoren aan de actiefzijde. In deze tabel omvatten de netto autonome factoren ook 'vereveningsposten'.

3) Berekend als de som van rekeningen-courant boven minimumreserveverplichtingen en het beroep op de depositofaciliteit minus het beroep op de marginale beleningsfaciliteit.

Renteontwikkelingen

(gemiddelden; procenten)

	Huidige verslagperiode: 30 oktober 2019 tot en met 28 januari 2020				Vorige verslagperiode: 31 juli 2019 tot en met 29 oktober 2019	
	Zevende en achtste aanhoudings- periode	Zevende aanhoudings- periode: 30 oktober tot en met 17 december	Achtste aanhoudings- periode: 18 december tot en met 28 januari	Vijfde en zesde aanhoudings- periode		
MRO	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Marginale beleningsfaciliteit	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Depositofaciliteit	-0,50	(-0,05)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
EONIA ¹	-0,454	(-0,05)	-0,454	(+0,01)	-0,454	(+0,00)
€STR ²	-0,539	(-0,04)	-0,539	(+0,00)	-0,540	(-0,00)

Bron: ECB.

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

1) Vanaf 1 oktober 2019 berekend als de euro short-term rate (€STR) plus 8,5 basispunten. Verschillen tussen de veranderingen weergegeven voor de euro overnight index average (EONIA) en voor de €STR zijn het gevolg van afronding.

2) Pre-€STR-cijfers zijn meegenomen in de berekening van gemiddelden vóór 30 september 2019.

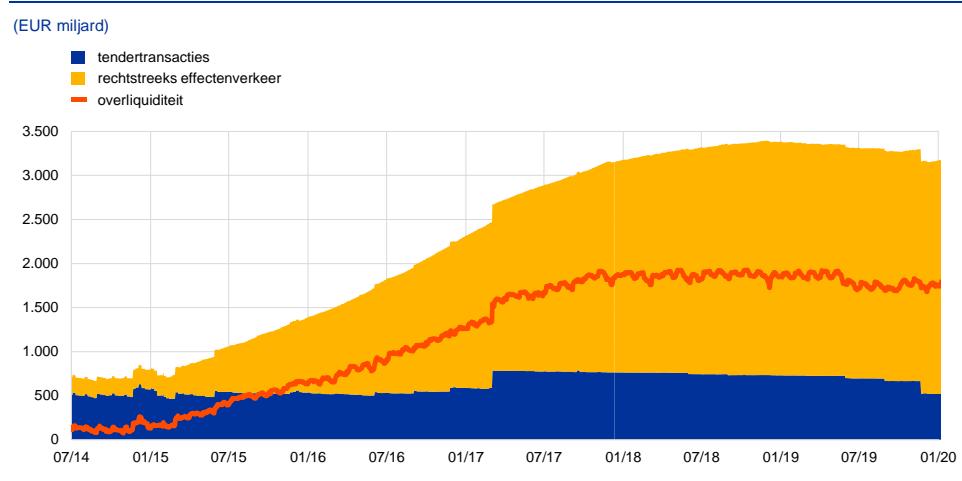
Liquiditeitsverschaffing door monetairbeleidsinstrumenten

Het gemiddelde bedrag van de liquiditeit die werd verschaft via openmarkttransacties – tendertransacties en APP-aankopen – daalde met € 22,4 miljard naar € 3.272,2 miljard (zie grafiek A). Evenals in de voorgaande twee aanhoudingsperiodes was deze daling voornamelijk het gevolg van geringere vraag bij tendertransacties. In tegenstelling tot eerdere verslagperiodes in 2019 nam de liquiditeit die via monetaire beleidsportefeuilles werd verschaft toe als gevolg van

de hervatting van netto aankopen in het kader van het programma voor de aankoop van activa (asset purchase programme – APP) in november 2019.

Grafiek A

Ontwikkeling liquiditeit die werd verschafft via openmarktransacties en overliquiditeit



Bron: ECB.

Toelichting: De meest recente waarneming betreft 28 januari 2020.

Het gemiddelde bedrag aan liquiditeit dat met tendertransacties werd verschafft is tijdens de verslagperiode gedaald, net als tijdens de voorgaande verslagperiode.

De daling met € 39,9 miljard naar € 644,0 miljard was voornamelijk het gevolg van minder via TLTRO's verstrekte liquiditeit. Financiële instellingen in het eurogebied hebben gedurende de twee aanhoudingsperiodes op vrijwillige basis gemiddeld € 87,3 miljard aan TLTRO-II-financiering afgelost. Dit was meer dan de opname aan nieuwe TLTRO III-financiering, die gedurende de verslagperiode met € 47,2 miljard steeg naar gemiddeld € 48,5 miljard. Daarnaast is de liquiditeitsverschaffing via basisherfinancieringstransacties (main refinancing operations – MRO's) licht gedaald, van € 2,5 miljard naar € 2,3 miljard. De waargenomen gemiddelde daling zou zelfs groter zijn geweest zonder de basisherfinancieringstransactie aan het einde van het jaar, waarbij € 7,9 miljard werd toegewezen. Het uitstaande bedrag van de driemaands langerlopende herfinancieringstransacties (LTRO's) is licht gestegen, met € 0,5 miljard.

Liquiditeitsverschaffing via de monetairbeleidsportefeuilles van het Eurosysteem steeg door de APP-aankopen gemiddeld met € 17,5 miljard naar € 2.628,2 miljard. De gemiddelde aanhoudingen stegen met € 12,3 miljard naar € 2.099,9 miljard in het programma voor de aankoop van door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen (PSPP) en met € 6,2 miljard naar € 183,5 miljard in het aankoopprogramma voor bedrijfsobligaties (CSPP). Daarnaast namen de aanhoudingen in het kader van het derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties (CBPP3) en het programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa (ABSPP) respectievelijk € 2,8 miljard en € 2,1 miljard toe.²³ De aflossing

²³ Vanwege operationele redenen kunnen er ook bij volledige herinvestering op beperkte schaal tijdelijke afwijkingen in de grootte en samenstelling van de APP-portefeuille voorkomen. Zie het artikel “[Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases](#)”, *Economisch Bulletin*, nummer 2, ECB, 2019.

van obligaties aangehouden in het kader van het Securities Markets Programme (SMP) bedroeg tijdens de verslagperiode in totaal € 4,9 miljard.

Overliquiditeit

Als gevolg van de daling van de totale liquiditeitsbehoefte is de gemiddelde overliquiditeit gestegen ten opzichte van de voorgaande verslagperiode, namelijk met € 31,3 miljard naar € 1.766,5 miljard (zie Grafiek A). Ondanks de lagere liquiditeitsverschaffing door middel van tendertransacties nam de overtollige liquiditeit in het eurogebied toe als gevolg van de daling van de netto autonome factoren en de hervatting van de aankoop van activa.

Daarnaast werd de samenstelling van de overliquiditeit beïnvloed door de start van het tweeledige systeem voor de vergoeding van aangehouden overliquiditeit in het eurogebied vanaf de zevende aanhoudingsperiode. Dit is een gevolg van het feit dat alleen saldi op de rekeningen-courant van financiële instellingen tot aan hun maximale vrijstellingsruimte zijn vrijgesteld van negatieve vergoeding tegen de rente die van toepassing is op de depositofaciliteit. Dit leidde tot een omboeking van de middelen aangehouden door financiële instellingen van de depositofaciliteit, die met € 253,6 miljard daalde, naar hun rekeningen-courant, die met € 284,9 miljard stegen.

Renteontwikkelingen

De €STR is in de loop van de zevende en achtste aanhoudingsperiode min of meer stabiel gebleven. De rente op de depositofaciliteit van de ECB en de rentes van de MRO en de marginale beleningsfaciliteit bleven tijdens de verslagperiode ongewijzigd. Bijgevolg bleef de €STR in de zevende en achtste aanhoudingsperiode stabiel op respectievelijk -53,9 en -54,0 basispunten. De invoering van het tweeledige vergoedingssysteem had geen significante invloed op het niveau van de €STR. De EONIA, die sinds oktober 2019 wordt berekend als de €STR plus een vaste spread, liep parallel aan de €STR.

4

De effecten van begrotingsmaatregelen tegen klimaatverandering

Door Steffen Osterloh

In dit Kader wordt het effect beoordeeld van begrotingsmaatregelen die zijn bedoeld om de emissie van broeikasgassen te verminderen op de groei en inflatie in de periode van de projecties van de medewerkers van de ECB van maart 2020. De huidige EU-brede emissiereductiedoelstellingen en beleidsdoelstellingen voor de periode 2021-2030 zijn gebaseerd op het klimaat- en energiekader 2030, dat in 2014 door de Europese Raad is vastgesteld. Dat kader stelt bindende doelstellingen voor het terugdringen van de emissie van broeikasgassen tot niveaus lager dan in 1990, te weten een emissiereductie van 20% in 2020 en van ten minste 40% in 2030. Het beleid gericht op emissiereductie in de Europese Unie omvat: (a) het Europese emissiehandelsysteem (EU Emissions Trading System – EU ETS), dat betrekking heeft op circa 45% van de broeikasgasemissie van de EU en met name emissie beperkt door sectoren die zwaar gebruikmaken van energie binnen de Europese Unie plus IJsland, Liechtenstein en Noorwegen, zoals energiecentrales, energie-intensieve industrie en vluchten tussen luchthavens in de Europese Economische Ruimte (EER); en (b) nationale maatregelen die niet onder het ETS vallen, zoals op het gebied van transport, verwarming en landbouw.

Het EU ETS biedt zekerheid wat betreft emissiereductie op jaarbasis in de betrokken sectoren, maar geeft geen totale zekerheid met betrekking tot de prijsontwikkeling van emissierechten. Het EU ETS functioneert volgens het “cap and trade”-principe, waarbij een maximum wordt gesteld aan de totale hoeveelheid aan bepaalde broeikasgassen die kunnen worden uitgestoten door installaties waarop het systeem van toepassing is en waarbij bedrijven hun emissierechten kunnen verhandelen. Het maximum wordt in de loop van de tijd verlaagd, zodat de totale emissie daalt. Het aandeel verhandelde rechten, d.w.z. rechten die niet kosteloos aan bedrijven worden verleend, is in de loop van de tijd gegroeid en bereikte in de handelsperiode 2013-2020 een niveau van 57%. De prijs die bedrijven moeten betalen voor het verhandelde aandeel in de rechten heeft een effect dat vergelijkbaar is met een belasting op het koolstofgehalte van de inputs van een bedrijf, aangezien de productiekosten hier direct door stijgen. Uit de empirische literatuur blijkt dat kostenstijgingen als gevolg van eerdere prijsstijgingen van ETS-rechten grotendeels werden doorberekend in de consumentenprijzen.²⁴

De ontwikkeling van de rechtenprijzen in het EU ETS heeft de afgelopen twee jaar mogelijk enige lichte inflatielidruk veroorzaakt, maar de markten verwachten op zijn hoogst verdere bescheiden stijgingen gedurende de ramingsperiode. De ETS-prijs lag tussen 2012 en 2017 relatief laag en stabiel op circa €6 per ton CO₂, maar steeg in 2018 en 2019 significant en kwam in 2019 op ongeveer €25 per ton. Deze stijging vertaalde zich tevens in een sterke stijging van

²⁴ Zie bijvoorbeeld Martin, R. et al., “The Impact of the European Union Emissions Trading Scheme on Regulated Firms: What Is the Evidence after Ten Years?”, *Review of Environmental Economics and Policy*, Vol. 10, nr. 1, 2016, blz. 129-148.

de overheidsinkomsten afkomstig uit de verhandelde rechten en extra kosten voor bedrijven. Dit impliceert een positief effect op de inflatie in het eurogebied in 2018 en 2019 en een negatief maar slechts zeer gering effect op de bbp-groei. Maar ondanks de aanhoudende rantsoenering van emissierechten duiden ETS-futures momenteel niet op een verdere sterke prijsstijging, wat erop wijst dat er de komende jaren geen sterk effect op de consumentenprijzen wordt verwacht. Toch blijven volatiele emissierechtenprijzen een risicofactor voor de HICP vormen.

De emissiereductie in de resterende (niet-ETS)-sectoren is vastgelegd in de verordening betreffende bindende reducties. Deze wetgeving voorziet in bindende jaarlijkse doelstellingen voor vermindering van broeikasgasemissie door de EU-lidstaten voor de periodes 2013-2020 en 2021-2030. Gezamenlijk beogen de nationale doelstellingen een totale reductie ten opzichte van 2005 van circa 10% in 2020 en 30% in 2030. In tegenstelling tot bij ETS-sectoren hebben lidstaten de verantwoordelijkheid om beleid op te stellen opdat niet-ETS-sectoren nationale doelstellingen behalen.

In Duitsland is onlangs een nationaal systeem voor koolstofbeprijzing overeengekomen voor sectoren die niet onder het EU ETS vallen, dat naar verwachting positieve effecten zal hebben op de inflatie. In het kader van het ‘klimaatpakket’ dat in december 2019 werd overeengekomen zal in 2021 een nationaal systeem voor koolstofbeprijzing voor de sectoren transport en gebouwverwarming worden geïntroduceerd. Omdat dit koolstofbeprijzingssysteem begint met een vastgestelde prijs die tot 2025 geleidelijk zal stijgen, lijkt dit in eerste instantie op een koolstofbelasting. De ramingen van december 2019 weerspiegelden de oorspronkelijk door de coalitie overeengekomen startprijs van €10 per ton CO₂ voor 2021. Er werd een positief effect op de HICP tussen 2021 en 2022 voorspeld, terwijl het effect op het bbp naar verwachting klein zou zijn.²⁵ De effecten op prijzen en het bbp zullen naar verwachting gematigd zijn, aangezien een groot deel van de inkomsten uit de verkoop van emissierechten zal worden gebruikt om het bedrijfsleven en consumenten te compenseren, met name door lagere elektriciteitsprijzen die het gevolg zijn van een verlaging van de heffing in het kader van de Duitse wet hernieuwbare energie (*Erneuerbare-Energien-Gesetz* – EEG) in lijn met stijgende CO₂-prijzen. Bovendien zullen de klimaatgerelateerde bestedingen worden verhoogd. In de raming van maart 2020 is het herziene pakket meegenomen, dat uitgaat van een veel hogere prijs van €25 per ton CO₂ in 2021, die zal stijgen naar €55 per ton in 2025. De macro-economische effecten van deze herziening zullen naar verwachting echter gering zijn, daar de effecten van de hogere CO₂-prijs zullen worden beperkt, zoals blijkt uit de bekendmaking dat de extra inkomsten geheel zullen worden gebruikt om de elektriciteitsprijzen verder te verlagen door verlaging van de EEG-heffing.

De komende jaren worden er weinig verhogingen van de koolstofbelasting verwacht. Samen met “cap and trade”-regelingen voor koolstof worden koolstofbelastingen, die worden geheven over de koolstof in brandstoffen, beschouwd als het meest kostenefficiënte instrument om koolstofemissie te

²⁵ Zie voor een kwantificering “The impact of the Climate Package on economic growth and inflation”, *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main, december 2019.

verminderen. Een automatische geleidelijke verhoging van de koolstofprijzen om de nationale emissiereductiedoelstellingen te bereiken zou huishoudens en bedrijven gelegenheid geven zich aan te passen, maar geen van de acht eurolanden met een koolstofbelasting hanteert momenteel een dergelijk automatisch mechanisme. In Ierland is wetgeving aangenomen om de koolstofbelasting voor 2020 te verhogen met zeer geringe fiscale gevolgen voor het eurogebied als geheel en heeft de regering aangegeven de belasting tot 2030 lineair te verhogen. Portugal hanteert een mechanisme dat de koolstofbelasting koppelt aan de prijs van EU ETS-emissierechten van het voorgaande jaar, wat recent tot enige verhogingen heeft geleid. De overige landen voorzien momenteel geen verhoging van hun koolstofbelastingen.

Verschillende landen zijn voornemens om gedurende de ramingsperiode milieubelastingverhogingen door te voeren, maar de totale omvang daarvan is ten opzichte van het eurogebied als geheel beperkt. Meer dan de helft van de eurolanden is voornemens om gedurende de komende twee jaar andere milieubelastingen dan koolstofbelasting te verhogen. Deze verhogingen betreffen voornamelijk accijnzen op energie en brandstof, maar ook belastingen op voertuigen en vliegtickets. De grootste verhoging van dergelijke belastingen wordt voorzien in Nederland, hoewel het macro-economische effect hiervan grotendeels zal worden gecompenseerd door verlagingen van energiebelastingen. In de andere landen zijn deze maatregelen veelal klein (in vrijwel alle gevallen ligt de verhoging op jaarbasis beneden 0,1% van het bbp) en voor het eurogebied als geheel is de omvang ervan marginaal. Daarnaast zullen in sommige gevallen indirecte belastingmaatregelen met een expansief effect worden genomen, zoals belastingverlagingen om het gebruik van openbaar vervoer, e-mobiliteit of lpg te stimuleren. Tot slot wordt er erg weinig gebruikgemaakt van directe belastingmaatregelen om de groene transitie te ondersteunen.

Al met al zal het effect van klimaatmaatregelen op het bbp van het eurogebied en de prijzen in 2020-2022 naar verwachting klein zijn, maar op de middellange termijn kan het aanscherpen van emissiereductiedoelstellingen een opwaarts risico voor de inflatievooruitzichten vormen. Hoewel van het Duitse pakket wel enig effect op de inflatie in het eurogebied in 2021 en 2022 wordt verwacht, heeft geen enkele andere grote lidstaat momenteel concrete plannen voor een vergelijkbaar systeem voor koolstofbeprijzing. Daarnaast worden er geen substantiële effecten verwacht in andere landen die al koolstofbelasting heffen. Verschillende landen overwegen een verhoging van de milieubelastingen, maar de effecten daarvan op de groei en prijzen gedurende de ramingsperiode zullen volgens de prognose voor het eurogebied als geheel klein zijn. Op de middellange termijn kunnen de effecten van klimaatmaatregelen op de prijzen echter toenemen, als gevolg van een eventuele verdere aanscherping van de emissiereductiedoelstellingen in het kader van de Europese Green Deal, die de Europese Commissie in december 2019 heeft aangekondigd. Ambitieuze doelstellingen kunnen een positief effect hebben op de prijzen van EU ETS-emissierechten en nieuwe nationale maatregelen met een positief effect op het algemene prijsniveau noodzakelijk maken, zoals bijvoorbeeld een nationaal ETS of koolstofbelastingen.

Artikelen

1 Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective

Prepared by Virginia Di Nino, Maurizio Michael Habib and Martin Schmitz

This article analyses how the operations of large multinational enterprises (MNEs) affect the external account of the euro area and, in general, financial centres. The increased ease of moving intangible assets, profits and headquarters across borders poses challenges to the current framework of international statistics and economic analysis. First, the article shows how MNE operations are recorded in cross-border statistics, as well as the challenges in measuring such data. Second, the article highlights evidence of the impact that MNEs have on the external account of the euro area – this is most evident in current account balances and foreign direct investment in euro area financial centres, often involving special-purpose entities (SPEs). Third, the article looks at the tendency of financial centres to report current account surpluses that may be tentatively attributed, in part, to the activity of MNEs. Multilateral initiatives could help to improve the transparency of MNE operations and ensure an exchange of information across borders for statistical and tax purposes.

1 Introduction

The rise of large, profitable, global firms and the mobility of intangible assets²⁶ have increased the relevance of firms' profit-shifting activities, posing challenges to the current framework of international statistics. The balance sheets of large multinational enterprises (MNEs)²⁷ have become very sizeable. The assets of the largest listed companies in major advanced economies, amounting to a value of several hundred billions of US dollars, are roughly equal to the gross domestic product of many small open economies. In order to reduce their tax burden, MNEs carry out a range of activities: these include shifting profits to low-tax jurisdictions by manipulating transfer pricing²⁸ and shifting intra-company positions – often this involves complex financial structures and the creation of SPEs in low-tax, or no-tax, jurisdictions. These activities are extremely difficult to track. The novelty of

²⁶ Intangible assets include non-physical items such as goodwill items, brand recognition products and intellectual property products (IPPs). IPPs, such as licenses and patents, result from varying combinations of research, development, investigation and innovation that lead to knowledge; using this knowledge is restricted by laws or other means of protection (see [European system of accounts - ESA 2010](#)). Research and development leading to assets of intellectual property are recorded as gross fixed capital formation.

²⁷ Multinational enterprises are enterprises producing goods or delivering services in more than one country. MNE headquarters are rarely located in more than one country (the home country). However they operate in a number of other countries (the host countries).

²⁸ Transfer pricing refers to the rules and methods for pricing transactions within and between enterprises under common ownership or control.

some activities – in particular the growth in intellectual property products and improved opportunities to strategically choose their location – poses significant challenges for the existing framework of national and international statistics, which is based on the concept of residence²⁹.

International tax avoidance by MNEs is not a novel phenomenon but its rapid growth increasingly attracts the attention of academics and policy makers.³⁰

Global firms respond to tax incentives when recording worldwide income among affiliates. A recent survey of this literature finds that a decrease by one percentage point in the statutory corporate tax rate translates into a 1% expansion of before-tax income for global firms.³¹ Importantly, this study shows that the estimated impact appears to be increasing over time. Transfer pricing and licensing seem to be the main channels of tax avoidance – these appear to be more important than financial planning.³² International taxation may also alter the geography of foreign direct investment (FDI): a higher statutory tax rate in a target investment country discourages the acquisition of firms in that country, while lower tax burdens may attract FDI related to profit-shifting activities.³³ Another area of research focuses on the implications of these tax-avoidance activities for the measurement of the external wealth of nations and the diminished ability of governments when it comes to taxing the corporate profits of global firms.³⁴

A number of policy initiatives at the international level have been launched to counteract the intensification of tax avoidance. The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) estimates that 240 billion US dollars in tax revenues are lost globally every year as a result of tax avoidance by MNEs. As a result, the OECD and the G20 sponsored the Base Erosion and Profit Shifting (BEPS) Project, including an action plan that identifies 15 actions intended to limit international tax avoidance.³⁵ This initiative currently involves over 135 countries, including the European Union (EU) Member States. The EU built on the BEPS Project's recommendations by adopting two Anti-Tax Avoidance Directives, which entered into force between 2019 and 2020. The EU reform package includes concrete measures to reduce tax avoidance, boost tax transparency and move

²⁹ See Avdjiev, S., Everett, M., Lane, P.R. and Shin, H.S., “Tracking the international footprints of global firms”, *BIS Quarterly Review*, March 2018.

³⁰ See, for example, Tørsløv, L., Wier, L. and Zucman, G., “The Missing Profits of Nations”, *NBER working paper*, No 24701, August 2018.

³¹ See Beer, S. de Mooij, R and Liu, L., “International corporate tax avoidance: A review of the channels, magnitudes, and blind spots”, *Journal of Economic Surveys*, Special issue, January 2019, pp. 1-29.

³² See Heckemeyer, J. H., Overesch, M., “Multinationals’ profit response to tax differentials: Effect size and shifting channels”, *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d’économique*, Vol. 50, No 4, 2017.

³³ See Arulampalam, W., Devereux, M.P. and Liberini, F., “Taxes and the location of targets, *Journal of Public Economics*, Vol. 176, 2019, pp. 161-178.

³⁴ See Zucman, G., “Taxing across Borders: Tracking Personal Wealth and Corporate Profits”, *Journal of Economic Perspectives*, fall, Vol. 28, No 4, 2014, pp. 121-148.

³⁵ See *OECD BEPS 2015 Final Reports*.

towards a level playing field for all businesses in the EU, but also new requirements for MNE financial reporting (see Box 1).³⁶

Box 1

Tax avoidance and transparency: policy initiatives at the international and EU level

Prepared by Maurizio Michael Habib and Martin Schmitz

At the international level, the OECD, with the support of the G20, championed work on limiting tax avoidance. The OECD/G20 BEPS Project, finalised in 2015, proposes measures to reduce tax avoidance; it also includes new requirements for MNE financial reporting, in particular for country-by-country reporting by 2025. Many of the recommendations of the OECD/G20 BEPS Project have been transposed at the EU level via the European Commission's broad Anti-Tax Avoidance Package.³⁷ This package also includes the revision of the Administrative Cooperation Directive, proposing country-by-country reporting between Member States' tax authorities on key tax-related information concerning multinationals operating in the EU.

Statistical compilers need to closely cooperate internationally to ensure that MNE activities are recorded consistently from country to country. This means that they have to share confidential data on MNEs and their subsidiaries across borders. The GNI pilot project, launched by the European Statistical System Committee in 2018, takes steps in this direction; it aims to jointly assess the consistency of statistical recording among national statistical authorities, using a sample of 25 MNEs in Europe.

Moreover, some national statistical authorities have set up large case units to monitor the activities of MNEs nationally. However, no formal coordination exists yet at the international level. Further development of legal entity identifiers and business registers would also be instrumental in improving national accounts and b.o.p. statistics.³⁸

The traces of MNE operations are particularly apparent in the external statistics of financial centres. Since the euro area hosts some significant financial centres, this article discusses the dynamics of their external accounts. We adopt a standard operational definition of financial centres on the basis of the size of their stock of foreign liabilities relative to GDP. These are therefore economies where financial activities tend to dominate domestic economic activity. In particular, financial centres are defined as the ten advanced economies with the largest ratios of foreign liabilities to GDP in a large sample of more than 60 countries. These ten financial centres include six euro area economies (Belgium, Cyprus, Ireland, Luxembourg, Malta and the Netherlands) and four non-euro area economies (Hong Kong SAR,

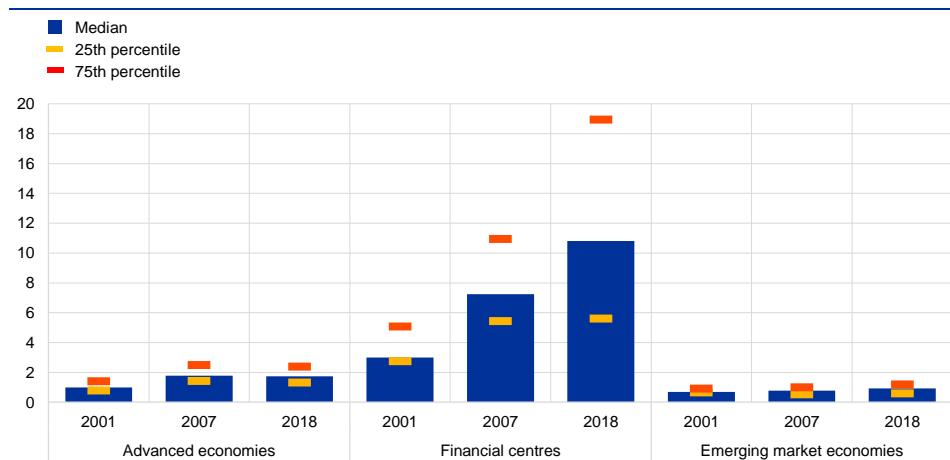
³⁶ See Directive (EU) 2016/1164 of 12 July 2016 laying down rules against tax avoidance practices that directly affect the functioning of the internal market (OJ L 193, 19.7.2016, p. 1) and Directive (EU) 2017/952 of 29 May 2017 amending Directive (EU) 2016/1164 as regards hybrid mismatches with third countries (OJ L 144, 7.6.2017, p. 1).

³⁷ See the European Commission's [Anti-Tax Avoidance Package](#).

³⁸ Initiatives in this field include the LEI (Legal Entity Identifier), the Register of Institutions and Affiliates Database (RIAD) – which is a business register, operated by the European System of Central Banks (ESCB) – and the Eurogroup's Register (EGR), which is used for statistical purposes on MNEs in the EU and operated by the European Statistical System.

Singapore, Switzerland and the United Kingdom).³⁹ Chart 1 shows the ratio of foreign liabilities to GDP for three groups of countries: advanced economies (excluding financial centres), financial centres and emerging market economies. In contrast to the effect it had on other advanced economies, the global financial crisis in 2008 does not appear to have dented the rise in the international financial integration of financial centres. In financial centres the median value of foreign liabilities increased, from around seven times GDP before the global financial crisis, to almost 11 times GDP at the end of 2018; the dispersion of the distribution of this statistic – foreign liability to GDP – markedly increased over the same period.

Chart 1
Ratio of total foreign liabilities to GDP



Sources: IMF Balance of Payments Statistics and ECB staff calculations.

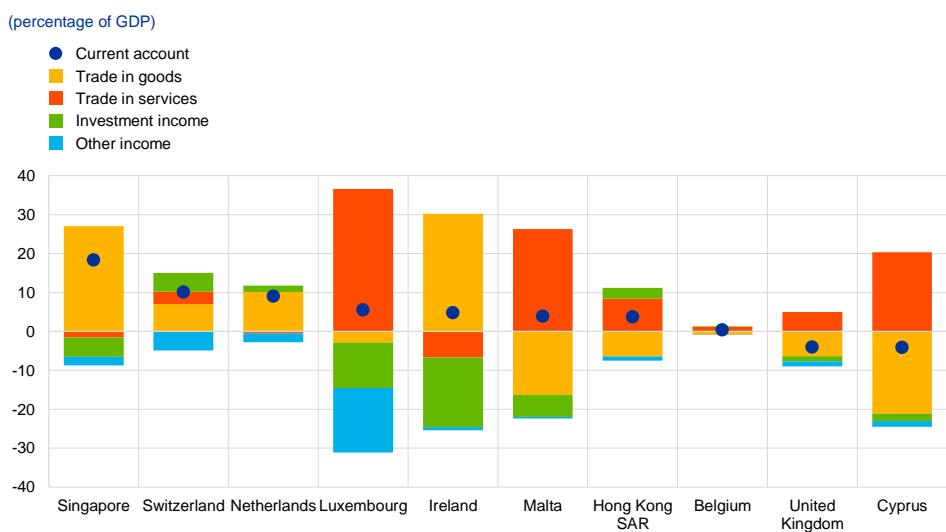
The importance of MNEs within the global economy has increased over time – as has the role of financial centres. It is worth considering whether this has an impact on current account imbalances, particularly on those of large financial centres. Financial centres tend to record large current account surpluses: eight out of the ten financial centres, as defined in this article, had a current account surplus over the past two decades on average. However, each one has its own business model, which is reflected in the diverse composition of their current accounts. Chart 2 shows the breakdown of the current accounts of these economies into their main subcomponents since 2010, when the stock of FDI liabilities started to grow rapidly. For the first group of economies – Singapore, Switzerland, the Netherlands and Ireland – the current account surplus is mainly the outcome of a large surplus in the balance of goods. As explained in Section 2 and Section 3, the activities of MNEs

³⁹ These economies (with the exception of the United Kingdom) are also the largest hubs in terms of the stock of foreign direct investment (FDI) to GDP. FDI is a component of the balance of payments (b.o.p.) and international investment position (i.i.p.) that is closely related to the activities of MNEs. In this article, to identify financial centres and exclude oil producing countries that tend to report large gross foreign asset positions, we focus on gross foreign liabilities instead of the sum of assets and liabilities, using IMF Balance of Payments Statistics. The activities of small off-shore financial centres fall outside the scope of this article. This is because detailed b.o.p. statistics are not always available. Moreover, the huge size of the external balance sheet of offshore centres relative to their GDP would distort some of the results shown in the article. It should be noted that advanced economies classed as financial centres are not necessarily considered to be tax havens for corporate taxation purposes. In general, these financial centres have relatively low corporate tax rates, but this is not necessarily always the case. For instance, the statutory corporate tax rates of Belgium, the Netherlands and Malta are above the average rate of all other economies in our sample.

(such as merchanting and contract manufacturing) may boost the goods balance of financial centres. For a second group of economies – Luxembourg, Malta and Hong Kong – the surplus is mostly due to the service balance, in turn driven by the financial services sector.

Chart 2

Average current account balances of financial centres between 2010 and 2018



Sources: IMF Balance of Payments Statistics and ECB staff calculations.

The correct measurement of external statistics, such as those discussed in this article, is important for central banks. Large external imbalances may raise concerns about the sustainability of economic growth and about financial stability, which can affect monetary policy and macroprudential policies. For instance, central banks monitor external accounts to assess the equilibrium value of exchange rates, while noting potential misalignments – this is because abrupt and significant corrections in exchange rates may influence inflation developments. A distorted representation of aggregate current account imbalances could provide flawed signals to policy makers.

This article is structured as follows. Section 2 explains how typical operations by MNEs are recorded in balance of payments (b.o.p.) and international investment position (i.i.p.) statistics; it also highlights relevant challenges faced when measuring these statistics. Section 3 aims to gauge the quantitative relevance of MNE operations for the external accounts of euro area countries, in particular distinguishing financial centres from other euro area economies, and focusing on aspects of trade and the composition of euro area FDI. Section 4 summarises and concludes the article.

2 Recording multinational enterprise operations in balance of payments statistics

2.1 The origins of measurement challenges

The operations of large MNEs affect national accounts statistics and, in particular, external accounts, thus creating challenges for statistical compilation and economic analysis.⁴⁰ This section reviews how typical MNE operations are captured in b.o.p. and i.i.p. statistics; it also highlights some of the associated measurement challenges. MNE tax planning strategies mainly affect b.o.p. data in three ways: (i) by shifting profits to affiliates in low-tax jurisdictions, which can involve moving IPPs or manipulation of transfer prices on intra-firm trade; (ii) by shifting intra-firm debt obligations and capital linkages; (iii) by redomiciling headquarters and legal incorporations to financial centres with favourable tax arrangements. This section also shows why these activities have different implications for the current account and i.i.p. of countries hosting MNEs and their affiliates.

Measurement challenges are caused by friction between residence-based national statistics methodologies and the global activities and ownership structures of large MNEs. B.o.p. and national accounts statistics, and their associated data collection processes, are based on the residency concept, according to which each institutional unit⁴¹ is resident of one economic territory: the place where they have their centre of predominant economic interest. However, MNEs tend to organise their production chains and corporate structures across the globe involving numerous legal entities, including SPEs (see Box 2).⁴² Data on these entities are recorded in the national b.o.p. statistics for the economy of the country where they reside. Consequently these data are not consolidated across borders with the home country of their parent MNE.⁴³

⁴⁰ See Stapel-Weber, S. et al., "Meaningful Information for Domestic Economies in the Light of Globalization - Will Additional Macroeconomic Indicators and Different Presentations Shed Light?", *NBER Working Paper*, No 24859, 2018.

⁴¹ The following qualify as institutional units: households, corporations, non-profit institutions, government units and legal or social entities recognised by law or society, or other entities that may own or control them.

⁴² The UNCTAD World Investment Report 2015 shows that larger MNEs are associated with a greater complexity of their internal ownership structures. The top 100 MNEs in UNCTAD's Transnationality Index have on average more than 500 affiliates across more than 50 countries, with seven hierarchical levels, involving 20 holding companies.

⁴³ The BIS provides accounts for international banking groups consolidated to their home country (in the locational banking statistics by nationality). In a similar vein, Tissot 2016 ("Globalisation and financial stability risks: is the residency-based approach of the national accounts old-fashioned?" *BIS Working Papers*, No 587, 2016) argues that large MNE groups should be consolidated with the home country. This would require the sharing of confidential data across borders, as statistical data collection is also organised according to the residency principle.

Box 2

Towards a recording of special-purpose entities in cross-border statistics

Prepared by Martin Schmitz

The use of SPEs by MNEs has increased rapidly in recent years.⁴⁴ According to a recent Task Force of the Balance of Payments Committee (BOPCOM) at the International Monetary Fund (IMF), an SPE is: (i) a formally registered or incorporated legal entity that is resident in an economy and recognised as an institutional unit with little or no employment (up to a maximum of five employees), little or no physical presence, and little or no physical production activities in the host economy; (ii) directly or indirectly controlled by non-residents; (iii) established to obtain specific advantages provided by the host jurisdiction; (iv) transacting almost entirely with non-residents with large parts of the financial balance of a cross-border nature.⁴⁵ The IMF BOPCOM Task Force proposed this internationally agreed definition of SPEs with the aim of collecting comparable cross-country data that separately identify SPEs in cross-border statistics. This is because the size of SPE-related cross-border financial flows and positions often tends to be outsized relative to a country's domestic economy, blurring the analysis of macroeconomic statistics in the affected countries.

There is a high presence of SPEs in a number of euro area countries. This group of countries includes Cyprus, Ireland, Luxembourg, Malta and the Netherlands, which are all part of the financial centres group shown in Chart 1. In these economies SPEs have a significant impact on the i.i.p. and cross-border transactions, mainly affecting FDI but also portfolio and other investment. Moreover, in some cases, SPEs have non-financial assets (such as IPPs) on their balance sheet.

EU economies with SPE presence tend to have a well-developed legal, financial and consulting services sector.⁴⁶ MNEs may set up SPEs to organise their internal financing arrangement, which requires the availability of highly specialised service providers such as lawyers, tax consultants and financial sector experts in the economies that are hosting SPEs. Tax-avoidance strategies, for instance, often involve the establishment of complex corporate structures involving SPEs across several EU countries.

The IMF BOPCOM Task Force's definition of SPEs would be helpful in ensuring the availability of internationally consistent external sector statistics with a separate breakdown for SPEs.

The IMF BOPCOM aims to publish data that separately identify SPEs in cross-border statistics by the end of 2021. Achieving this goal would require further practical guidance on the application of the definition of SPEs in the light of their heterogeneous nature and their cross-border activities.

Measurement challenges are exacerbated by digitalisation and the increasing importance of IPPs, which are particularly relevant for financial centres. Over time the corporate structures of MNEs have become increasingly dynamic as a result of the redomiciling of headquarters and the increased relevance of intangible assets (such as patents and copyrights), which can be moved across borders with greater

⁴⁴ See Lane, P.R. and Milesi-Ferretti, G.M., "International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis", *IMF Economic Review*, 66, 2018, pp. 189–222.

⁴⁵ See the IMF Committee on Balance of Payments Statistics (BOPCOM)'s [Final Report of the Task Force on Special Purpose Entities](#), 2018.

⁴⁶ See Jellema, T., Pastoriza, F. and Picon-Aguilar, C., "A European perspective to observing and reporting on SPEs", *ISI World Statistics Congress*, 2019, and Galstyan, V., Maqui, E., McQuade, P., "International debt and Special Purpose Entities: evidence from Ireland", *ECB Working Paper Series*, No 2301, ECB, Frankfurt am Main, July 2019.

ease than physical assets, such as factories. These phenomena can have large effects in terms of magnitude and volatility of statistical indicators, which become especially visible in those economies where MNE transactions and balance sheets are large relative to the size of the domestic economy.

2.2 MNEs and current account balances

To trace the impact that MNE operations have on external accounts, various components of the b.o.p. need to be looked at separately.⁴⁷ According to the b.o.p. identity, it holds that

$$CA + KA + EO = FA \quad (1)$$

where *CA* stands for the current account balance, *KA* for the capital account balance (comprising mainly transfers of capital and non-produced non-financial assets), *EO* for errors and omissions (capturing any statistical discrepancy), and *FA* for the financial account balance.⁴⁸

MNE operations affect various items of a country's current account balance, the key variable measuring trade, and income and transfer flows vis-à-vis non-residents. The current account consists of the trade balances in goods and services as well as cross-border factor income (*primary income*) and transfers (*secondary income*), with the first three being directly affected by the actions of MNEs:

$$CA = Goods + Services + Primary Income + Secondary Income \quad (2)$$

Cross-border production arrangements and merchanting activities related to MNEs can affect the trade-in-goods component of the current account. This might involve foreign subsidiaries of MNEs (in what is known as offshoring) or an unrelated foreign company (i.e. outsourcing). B.o.p. statistics are based on the concept of change in economic ownership. Which means, in contrast to international trade statistics that measure all goods crossing a country's border, trade in goods recorded in b.o.p. statistics also includes *contract manufacturing* and *merchanting*. In *contract manufacturing*, an MNE hires a foreign company to produce a good. During the production process, the ownership of the inputs remains with the MNE and hence no trade flows are recorded in the b.o.p. (with the exception of an import by the MNE of manufacturing services from the foreign company that is producing the good). However, the b.o.p. does include the sale of the final products to third countries, which is consistent with the change in ownership principle. *Merchanting* is the process whereby a company purchases a good from an entity resident abroad, and subsequently sells it to a buyer in a third country without the good crossing the

⁴⁷ Lane, P.R., "Risk Exposures in International and Sectoral Balance Sheet Data", *World Economics*, Vol. 16, Issue 4, 2015, pp. 55-76.

⁴⁸ The financial account balance is defined in terms of net financial outflows, i.e. the net purchases of foreign assets by domestic residents minus the net incurrence of liabilities by domestic residents vis-à-vis foreign residents.

border of the country where the merchant is based.⁴⁹ If such transactions involve foreign entities belonging to the same group, their pricing has a decisive impact on the amount and location of profits booked, which is in line with the well-established concept of transfer pricing.⁵⁰

MNE business operations affect trade in services, reflecting the rise of the knowledge economy and digitalisation. As IPPs can often be easily moved across borders within an MNE group, possibly involving SPEs, they affect exports and imports.⁵¹ IPPs are hard to value at market prices and, therefore, MNEs may use them to avoid taxation. For example, one entity of an MNE might own the group's IPP assets, while other entities in the same group pay licence fees and royalties for its use.

The primary income balance, which is dominated by investment income flows, is another component of the current account affected by MNE operations.⁵²

Investment income reflects the receipts and payments generated by an economy's external assets and liabilities (such as dividends and interest), and can be further decomposed into functional categories of the b.o.p. (FDI, portfolio investment, other investment and reserve assets).

MNE operations are particularly visible in FDI income.⁵³ Income on FDI comes from its equity and debt components. Equity income can be further decomposed into dividends (profits distributed to the direct investor) and reinvested earnings (profits retained in the foreign affiliate). Crucially, the direct investor's decision to reinvest earnings (i.e. to keep them in a foreign subsidiary) is recorded twice in offsetting ways in the b.o.p. – once as income on FDI, and once as a reinvestment of equal size in the financial account. In practice, MNEs can use complex corporate structures to optimise their tax burden – for example, by concentrating reinvested earnings in certain jurisdictions and by organising intragroup debt obligations. Apart from FDI, the cross-border ownership of MNEs may also affect portfolio investment in equity. In portfolio investment equity, only dividend payments are recorded in the income account, while non-distributed profits are not included.⁵⁴

⁴⁹ The difference between revenues from the sale and purchase of the good (net of any expenses incurred to finance, insure, store and transport the good) is recorded as net exports of merchandising in the goods balance of the country where the company resides.

⁵⁰ In many countries tax authorities apply what is known as the arms-length principle to transfer pricing (i.e. the rules for pricing intra-group transactions). According to this principle, intra-group transactions need to be priced in the same way as transactions with unrelated firms.

⁵¹ Trade in IPPs is included in the other business services category of the b.o.p., while the royalties and fees for use of these assets are recorded as charges for the use of intellectual property. Non-produced intangible assets are recorded in the b.o.p.'s capital account.

⁵² Primary income also includes *compensation of employees* and *other primary income*.

⁵³ An FDI relationship exists when a foreign direct investor holds equity that entitles it to 10% (or more) of the voting power in the direct investment enterprise. Once the FDI relationship is established between two entities, all financial transactions between them are recorded as FDI.

⁵⁴ The asymmetric treatment of reinvested earning in FDI and portfolio investment equity is seen, in some studies, as creating biases in the current account. See, for example, Thomas J. Jordan's [speech at the University of Basel from the 23 November 2017](#), which notes an upward bias for the Swiss current account surplus as the FDI profits (distributed and retained) earned by Swiss MNEs are included in the Swiss current account. As these MNEs are to a large extent owned by non-Swiss residents via portfolio equity investments only dividend payments "leave" Switzerland via the income account. While not recorded in the current account, the non-distributed profits should increase the market value of the Swiss MNEs and hence increase the portfolio equity liabilities in the i.i.p. of Switzerland.

The MNE operations described in this article mainly affect the composition of a country's current account balance, while leaving the level of the current account balance unchanged. For instance, let's first assume that a company residing in "country A" manufactures a pharmaceutical product and exports it to "country B". This will generate a trade surplus in "country A" and a trade deficit in "country B". Now, assume that the company resident in "country A" decides to move production offshore to a subsidiary, which is resident in "country C" (a financial centre economy) and subsequently the goods are sold to "country B". This implies, all other things being equal, that the current account of "country A" records a profit – from the subsidiary in "country C" – equal in size to the net exports recorded before the decision to move production offshore. Thus, the value of the current account balance of "country A" is the same in either scenario, but the composition is altered in the second scenario because an investment income surplus replaces a trade surplus.

In contrast, MNE redomiciliation strategies – i.e. relocating their headquarters to another country – may have a significant impact on headline current account balances.⁵⁵ Even if the redomiciliation of an MNE is not associated with additional economic activity in the economy of residency, the current account balance may be affected in several ways (e.g. due to attribution of net exports resulting from contract manufacturing or IPP related services trade). Primary income may be affected due to the differing treatment of reinvested earnings in FDI and portfolio equity. The country hosting the redomiciled global firm will record an improvement in the *net FDI position* and deterioration in the *net portfolio equity position*, to the extent that its shareholders are located outside the economy that hosts the new headquarters, which is typically the case for a small FDI hub. However, these two offsetting positions produce two different income streams. Reinvested earnings from foreign subsidiaries are recorded as income receipts and boost the recorded current account balance, whereas profits payments to foreign MNE shareholders are only recorded if they are distributed as dividends (in portfolio investment).

2.3 MNEs and cross-border financial and national accounts

Mirroring the current account, MNE operations also affect the financial account of the b.o.p. and external assets and liabilities. Changes to a country's net i.i.p. can be broken down into net financial transactions as captured in the financial account (FA), revaluations due to changes in exchange rates and other asset prices (REV) and other volume changes (OVC).⁵⁶

$$IIP_t - IIP_{t-1} = FA_t + REV_t + OVC_t \quad (3)$$

MNEs have a particularly large impact on FDI, both in the i.i.p. and the financial account. All FDI transactions (such as withdrawals of equity and reinvestment of earnings) are recorded in the financial account and hence affect the i.i.p. as shown in

⁵⁵ For a numerical example on the impact of redomiciliation on the current account, see Avdjiev et al., "Tracking the international footprints of global firms", *BIS Quarterly Review*, March 2018.

⁵⁶ Other volume changes include, for example, reclassifications, write-downs, breaks arising from changes in sources and methods, and changes in the residency of companies.

equation (3). Redomiciliations, which imply cross-border movements of MNE balance sheets, may give rise to OVC as defined in equation (3) and can thereby substantially change a country's i.i.p.

Finally, it should be noted that MNE activities not only impact cross-border statistics but also affect the broader national accounts. A case in point is Ireland, where investment income flows, related to redomiciled MNEs, the depreciation of IPPs and aircraft leasing, had a large impact on Irish GDP and GNI.⁵⁷ As a result, Ireland's Central Statistics Office publishes a number of modified economic indicators (such as GNI* and a modified current account CA*) that exclude these phenomena and thereby provide a more focused view of domestic economic developments.

3 How do multinational enterprise activities affect the euro area balance of payments?

MNE operations affect the external accounts of the euro area, though their impact varies markedly across the 19 euro area countries. The aggregate b.o.p. of the euro area masks the varied impact of MNE activities on the external statistics of each individual country. Euro area countries can be classified into two groups, which present marked differences in their external accounts: six economies that are specialised in providing financial services⁵⁸ and another 13 economies that are not.

The size, composition and volatility of the current account and financial account balances of euro area financial centres are significantly affected by MNE transactions. Section 3.1 presents stylised facts on the euro area b.o.p. related to the activity of specialised subsidiaries, such as SPEs in financial centres, whose location is primarily determined by tax-related, financial and regulatory considerations. Section 3.2 then focuses on the impact that SPEs have on FDI.

3.1 Euro area current account

When comparing the composition and size of the current accounts of financial centres with those of other economies in the euro area, five key features stand out.

First, financial centres in the euro area share a similar current account composition: they exhibit large trade surpluses that are partly counterbalanced by income deficits. This is shown in Chart 3 and corroborated by the empirical evidence in Box 3 based on a larger sample of the top ten global financial centres. The trade surpluses of financial centres often reflect exports with large value added, such as those related to licences in the field of information and

⁵⁷ See Lane, P.R., "Notes on the treatment of global firms in national accounts", *Economic Letter Series*, Vol. 2017, No 1, Central Bank of Ireland, 2017.

⁵⁸ This first group includes Cyprus, Luxembourg, Ireland, the Netherlands, Malta and Belgium. They are defined as financial centres according to the size of their foreign liabilities to GDP, as described in Section 1 of this article.

communications technology. The literature on global value chains (GVCs) has established that value added is mainly created in very upstream activities (e.g. research and development, design and financial services) or very downstream activities (e.g. merchanting, logistics, royalties from licences, branding and marketing) – financial centres appear to have comparative advantages in several of these activities.⁵⁹ If production is fragmented across borders, the allocation of value added across the firm's network may result in financial centres appropriating a significant part of the value added on a global level. Income deficits can also reflect the practice of booking profits in financial centres.

Box 3

Financial centres and current account imbalances

Prepared by Maurizio Michael Habib

This box provides an empirical assessment of the size of current account imbalances in financial centres compared with other countries. As noted throughout this article, MNE activities widen the gross external positions and the current accounts of financial centres, while also affecting their composition. Moreover, financial centres tend to report current account surpluses. To a large extent, these observed patterns may be ascribed to the concentration of financial activities in a limited number of financial centres, which may not exclusively reflect MNE activities, but also those of banks, other financial intermediaries and individual investors resident in financial centres. It is, therefore, important to widen this analysis to the various subcomponents of financial centre current accounts, including the goods balance, the services balance and the investment income balance.

Empirical evidence confirms that the current account surpluses of financial centres, after controlling for other potential determinants of current account balances, are particularly large from a global perspective. Current account balances and their main subcomponents, across a panel of more than 60 economies since the early 2000s, are regressed on a number of traditional drivers, such as the net foreign asset position, GDP growth, terms of trade, the oil trade balance and per capita GDP. Table A reports the regressions results for the dummy variable identifying financial centres. Notably, this variable is positive and statistically significant in the first two columns of Table A. This confirms that, everything else being equal, financial centres tend to have larger current account surpluses and trade in goods surpluses – the latter is potentially the outcome of MNE merchanting and contract manufacturing activities. Financial centres post particularly large surpluses in the services balance (see column (3) of Table A), possibly related to financial activities that are not necessarily related to MNEs. In contrast, financial centres tend to report larger deficits in the investment income balance because the dummy in column (4) is negative and statistically significant, providing further support to the finding related to the income balance of euro area economies in Section 3.1. Finally, further analysis – not included here – suggests that the positive relationship between the status of financial centres and the current account (and the negative relationship between financial centres and investment income) has become stronger in recent years.

⁵⁹ See Cheng, K., Rehman, S., Seneviratne, D., Zhang, S., “[Reaping the benefits from Global Value chains](#)”, IMF, 2015; “[Mapping Global Value Chains](#)”, OECD, 2013; “[Interconnected Economies: benefiting from Global Value Chains](#)”, OECD, 2013.

Table A

Drivers of the current account and financial centres

Dependent variable	(1) Current account	(2) Trade in goods	(3) Trade in services	(4) Investment income
Financial centre dummy	5.29*** (1.27)	4.63*** (0.87)	6.13*** (1.67)	-1.93*** (0.83)
Observations	1,061	1,089	1,089	1,061
R-squared	0.36	0.57	0.26	0.34
Countries	61	61	61	61

Source: ECB staff calculations.

Notes: The dependent variables are measured as a percentage of GDP using annual data from the period 2001-2018. The model for the current account in column (1) includes the net foreign asset position, GDP growth, terms of trade, the oil trade balance and per capita GDP as control variables. The model for trade in goods and services in columns (2) and (3) includes the same regressors as in (1), excluding the net foreign asset position. The model for the investment income balance in column (4) includes only the oil trade balance and the net foreign asset position as control variables. Pooled regressions estimated with Prais-Winsten heteroskedastic panels corrected standard errors (reported in parenthesis) and controlling for panel-specific autocorrelation of the residuals.

Second, the negative income balances recorded by euro area financial centres partly reflect the redistribution of profits to foreign shareholders. The sum of the income deficits in financial centres was 5% of their cumulated GDP in 2018, whereas the primary surplus in the other euro area economies stood at 1.6% of GDP. The global value added retained in financial centres is ultimately owned by foreign investors that receive an after tax profit which is recorded as income deficits. In practice, however, while aggregate income deficits are very common in euro area financial centres, not all arise from FDI income. They may also be driven by portfolio income, as in the case of Luxembourg and Cyprus. Heterogeneity in income balance composition reflects specific business models, i.e. different net direct investment and portfolio investment asset positions, as well as their position in the global capital network and in relation to other financial centres.

Third, the practice of moving value added to low-tax euro area jurisdictions may also inflate their trade surpluses, while producing the opposite effect in higher-tax economies. This is suggested by the different scale of the vertical axes in Chart 3. MNEs pursue several strategies aimed at avoiding taxes that, while vested differently, ultimately boil down to value added being shifted across borders; these strategies affect the trade balances of euro area countries.

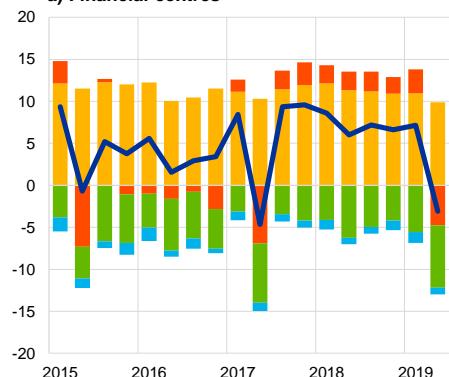
Chart 3

Current account balances of financial centres and other economies in the euro area

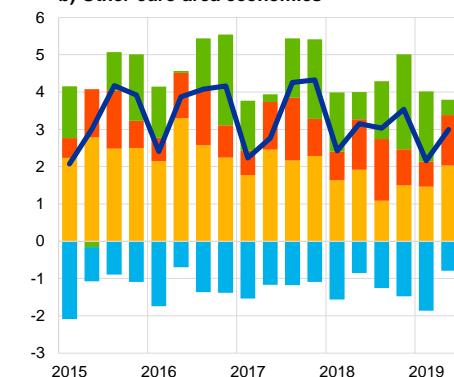
(as a percentage of GDP)

- Current account balance
- Goods balance
- Services balance
- Primary income balance
- Secondary income balance

a) Financial centres



b) Other euro area economies



Source: ECB and Eurostat.

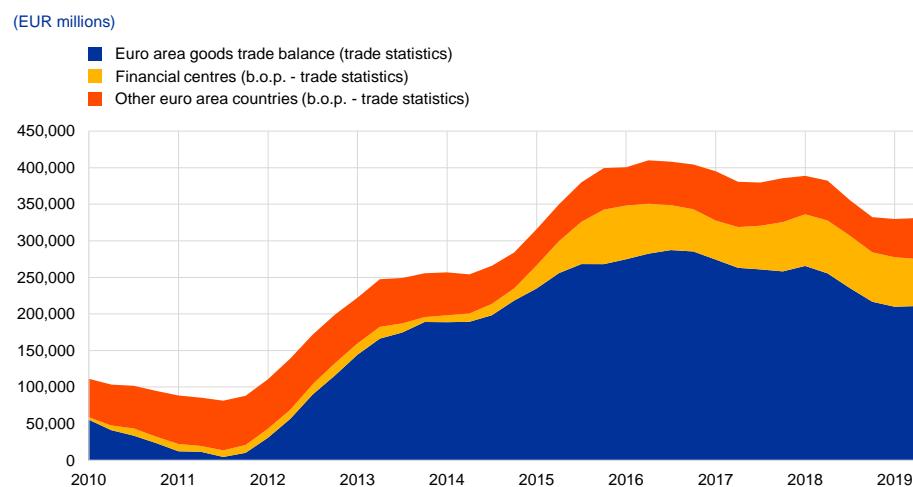
Notes: Financial centres refer to Ireland, Belgium, Luxembourg, the Netherlands, Malta and Cyprus. The financial accounts of the two groups of countries are not netted out for intragroup flows. This chart is based on quarterly data. The last available observation is from the second quarter of 2019.

Available evidence shows that, as a result, the trade surplus of euro area financial centres stood at 13% of their combined GDP at the end of 2018. As shown in Chart 3, this contrasts with a surplus of less than 3% in the average of other euro area economies. Moreover, the surplus recorded by financial centres has tripled over the past decade, mirroring the growth in FDI recorded in the financial account of the b.o.p.

Fourth, contract manufacturing and merchanting conducted by entities resident in financial centres have generated a growing discrepancy between b.o.p. statistics and international trade statistics for euro area financial centres. Different concepts underlying the compilation of b.o.p. data with that of international trade statistics lead to some differences (see Section 2.2). In the euro area the gap between these two sources has been growing over time, in particular since 2015 (see Chart 4). Among euro area countries, financial centres account for the bulk of the growing discrepancy, whereas the discrepancy has remained stable for the other economies. This may be partly driven by MNE practices such as change of domicile and outsourcing of merchanting activities to specialised subsidiaries located in financial centres.

Chart 4

Euro area goods trade balance: the growing gap between b.o.p. and international trade statistics



Source: ECB and Eurostat, authors' calculations.

Notes: The blue area is the net exports of the euro area as recorded in national trade statistics. The yellow and the orange areas depict the difference between b.o.p. and trade statistics in financial centres and other euro area economies, respectively. The group of financial centres includes Ireland, Belgium, Luxembourg, the Netherlands, Malta and Cyprus. This chart is based on quarterly data. The last available observation is from the second quarter of 2019.

Fifth, the trade surplus of financial centres is mainly driven by value added that is produced elsewhere (i.e. foreign value added) and then re-exported. This contrasts with the group of other euro area economies, whose cumulated trade surplus primarily reflects domestic value added that is traded with final consumers. For a more detailed discussion of this feature, see Box 4.

Box 4

A representation of trade balances in terms of value added: financial centres versus other euro area economies

Prepared by Virginia Di Nino

The goods and services we buy are composed of inputs from various countries from around the world. As a result, the trade balance of each country can be decomposed in terms of (i) the value added that the exporting country itself has produced in every relevant transaction, and (ii) the value added produced by its partner economies in every relevant transaction. The former is called domestic value added (DVA). The latter is known as foreign value added (FVA). An additional useful distinction can be made between transactions directly involving the country that absorb the production (DIR) and transactions related to the intermediate stages of GVCs. This taxonomy helps

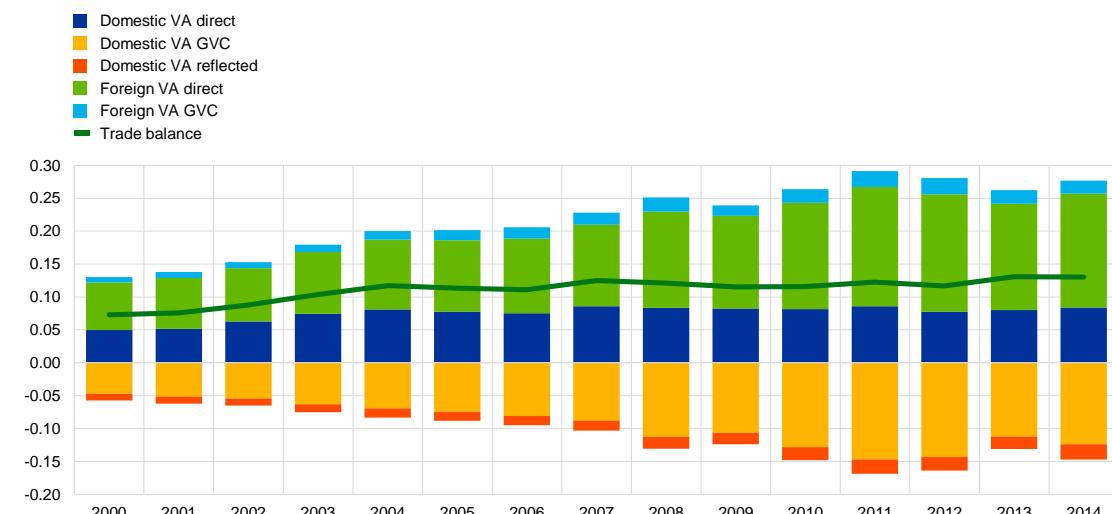
better understand the mechanisms generating the large surpluses of financial centres in the euro area as well as their contribution to the creation of global value added.⁶⁰

Financial centres usually present large trade surpluses in value added derived from other countries, which cross the borders of these financial centres before reaching final consumers abroad (FVA-DIR). In other words, while financial centres import very little FVA that is absorbed domestically, they re-export large amounts of FVA directly to the final consumers in other countries, see Chart A – the green bars. This is not the case elsewhere. In particular, in the other euro area economies the trade surpluses reflect primarily domestic value added that is directly traded with the final consumers (DVA-DIR), as shown in Chart B – the blue bars.

Chart A

Trade balance in value added for euro area financial centres

(as a share of GDP)



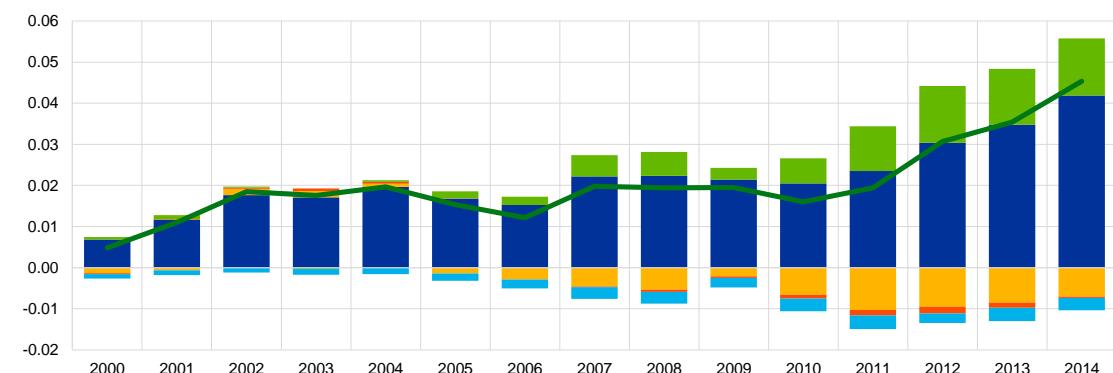
⁶⁰ The evidence presented in this box is based on the World Input-Output Database (WIOD) that employs b.o.p. statistics as an underlying source. The decomposition follows the methodology used in Borin, A. and Mancini, M., “Follow the value added: bilateral gross export accounting”, *Temi di discussione (Economic working papers)*, No 1026, Bank of Italy, July 2015. The exercise focuses on four main components of the trade balance: i) the domestic value added absorbed by the direct importer (DVA direct); ii) the domestic value added exported and further re-exported as foreign value added in the GVC chain (DVA GVC); iii) foreign value added exported directly to the final consumer country (FVA direct); iv) foreign value added that is further exported by third countries in the GVC (FVA GVC), which only indirectly reaches the final absorbing economy. The trade balance of domestic value added exported abroad is a residual category, which is reflected and absorbed at home (DVA reflected).

Chart B

Trade balance in value added for other euro area economies

(as a share of GDP)

- Domestic VA direct
- Domestic VA GVC
- Domestic VA reflected
- Foreign VA direct
- Foreign VA GVC
- trade balance



Source: WIOD data and authors' calculations.

Notes: Financial centres include the Netherlands, Belgium, Ireland, Luxembourg, Malta and Cyprus.

Financial centres also typically present large deficits in the balance of domestic value added that is further re-exported (DVA-GVC). This reflects the fact that financial centres tend to occupy the very last stage(s) in the production chain as they are located more downstream – i.e. they are closer to the final consumers – than any other participants in the global production network.

While domestic value added exported to final consumers (DVA-DIR) is the dominant component in the trade balance of other euro area economies, it is interesting to observe that the same component measures however more than twice the size in financial centres (see blue bars in Charts A and B). Financial centres' domestic contribution to the multi-stage production of goods and services is primarily in intangibles – the value of these is added at the very last stage and constitutes the difference between the final price and the factory price of a product.

If tax avoidance is one of the main factors shaping the trade balances in financial centres, then one should expect such balances to primarily reflect bilateral balances with higher tax, non-financial centres. Practices that manipulate trade prices mostly concern the bilateral trade relationships between financial and non-financial centres (i.e. low and higher taxation economies), thus resulting in selective trade surpluses. As a result, a more granular decomposition of the bilateral trade balances, expressed in terms of value added content, shows that financial centres hold large trade surpluses only in relation to higher taxation jurisdictions, especially euro area economies (whereas the positions in relation to other financial centres are more balanced).

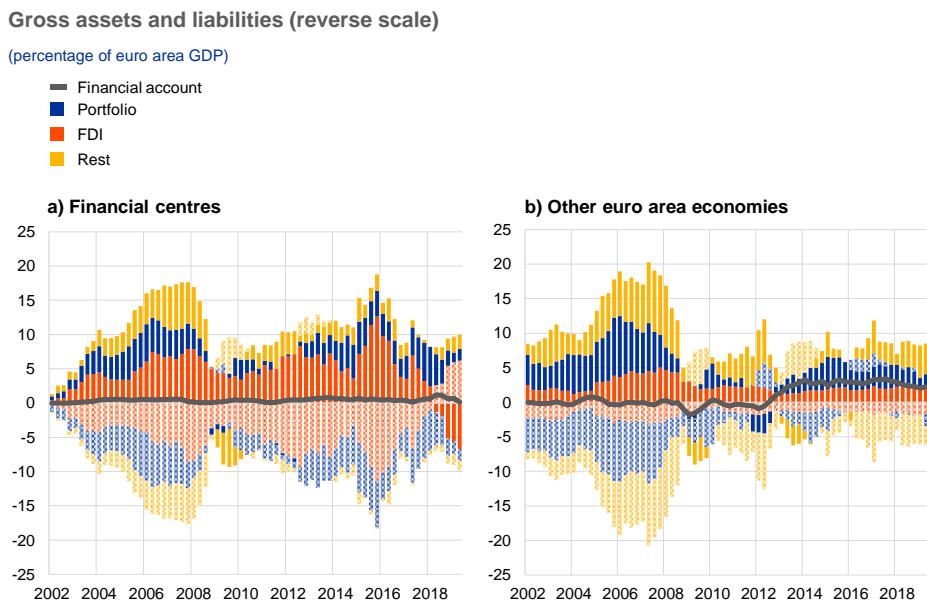
In conclusion, the dissection of the trade balance in value added shows that financial centres are also conduits for real transactions. A tiny fraction of their total trade is for their own domestic consumption, whereas a significant share of their trade responds to different objectives, including escaping profit taxation.

3.2 Euro area foreign direct investment

FDI is a very significant component of the euro area's financial account. In recent years it has gained prominence as a result of the striking expansion of gross transactions channelled by euro area financial centres (see Chart 5). The increase in gross FDI flows in turn reflects MNE activities, as discussed in this subsection.

The size of gross FDI flows going through financial centres is so large that they drive the aggregate developments of gross FDI in the euro area as a whole. FDI transiting through financial centres is, on average, between two and three times higher than that recorded by the other euro area economies. It is also three times more volatile. On a net basis, however, the FDI flows of the other euro area economies are more important in determining the aggregate net external position of the euro area (see Chart 5).

Chart 5
Financial account balances



Source: ECB and authors' calculations.

Note: Financial centres refer to Ireland, Belgium, Luxembourg, the Netherlands, Malta and Cyprus. Liabilities are reported in reverse scale on the negative values of the vertical axis and they are identified by the bars of the same colour as assets but in a lighter shade. The financial accounts of the two groups of countries are not netted out for intragroup flows. For the Netherlands data are available from 2003, for Malta from 2004, for Cyprus from 2008. Charts are based on quarterly data. The latest observations are for the second quarter of 2019.

As a result of MNE activity, gross FDI transactions in the euro area have become less stable and less predictable compared with when FDI mostly consisted of mergers and acquisitions and greenfield investment.⁶¹

Furthermore, the volatility of gross FDI flows in the euro area, once considered a stable source of external financing, rose above that of other financial flows in the post-crisis period (see Chart 5). Conversely, over the same period the volatility of

⁶¹ The coefficient of variation was computed separately based on groupings of countries (euro area financial centres and other euro area economies) for the pre-crisis and post-2009 periods. An increase could be identified only in the volatility of transactions of SPE affiliates resident in financial centres. This finding is not driven by one specific financial centre but it emerges as a common pattern of FDI in this group of economies.

gross FDI flows in the other euro area economies declined compared to pre-crisis values.

Another defining feature of FDI is the strong positive correlation between gross assets and liabilities, especially in financial centres. The very large degree of co-movement of FDI inflows and outflows is determined by capital passing through financial centres en route to other destinations (Chart 5).⁶² Complex international investment schemes have been engineered to take advantage of favourable corporate tax and legal conditions; this makes financial centres highly interconnected while also allowing them to preserve their own business models.

The bulk of FDI transactions in financial centres are carried out by financial subsidiaries or holding companies of MNEs, including SPEs. In fact, other financial institutions' transactions (which include these entities) dominate the size and dynamics of FDI in financial centres, whereas NFCs drive gross asset and liabilities flows in the other euro area economies (see Chart 6). According to the dedicated IMF Task Force (see Box 2), SPEs are set up by MNEs specifically to access capital markets or sophisticated financial services; isolate owner(s) from financial risks; and/or reduce regulatory and tax burden; and/or safeguard confidentiality of their transactions and owner(s).⁶³ Euro area financial centres offer many of these advantages. In particular, they have developed sophisticated financial instruments, such as securitised products. The SPEs located in euro area financial centres typically hold MNE equities, manage corporate MNE debt-issuance, and allocate financing across parent and subsidiaries.⁶⁴

⁶² See Blanchard, O. and Acalin, J., “What Does Measured FDI Actually Measure?”, *Peterson Institute for International Economics Policy Brief* 16-17, October 2016.

⁶³ See “Final Report of the Task Force on Special Purpose Entities” IMF, 2018.

⁶⁴ SPEs engineer different forms of corporate debt securitisations such as collateralised debt obligation where debt is backed by other assets compensating the investor for the risk of default or by high-yield bonds (collateralised bond obligations) or through credit default swaps where investors are compensated in case of debt default. See Hira, A., Gaillard, N., Cohn, T. H., *The Failure of Financial Regulation: Why a Major Crisis Could Happen Again*, Palgrave, 2019.

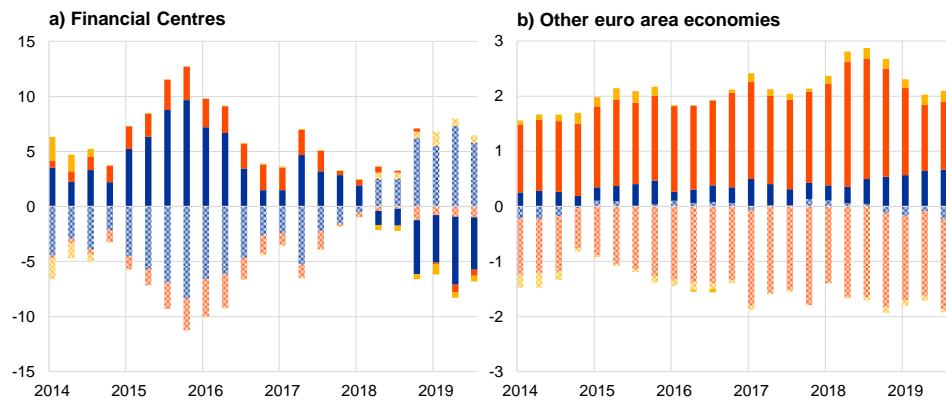
Chart 6

Gross FDI flows in euro area financial centres vs. other economies in the euro area, by resident sector

Gross assets and liabilities (reverse scale)

(percentage of euro area GDP)

- Other financial institutions
- Non-financial corporations
- Monetary financial institutions



Source: ECB and authors' calculations.

Notes: euro area financial centres refer to Ireland, Belgium, Luxembourg, the Netherlands, and Cyprus (Malta excluded due to data availability). Liabilities are reported in reverse scale on the negative values of the vertical axis and they are identified by the bars of the same colour as assets but in a lighter shade.

SPEs channel European and global capital around the world, also involving securitisation schemes. Some SPEs operate by pooling parent company debts and often transferring asset backed securities to a third subsidiary entity that is legally separate and possibly resident in another financial centre within or outside the euro area. This set of within-group financial transactions accounts for part of the earnings of SPEs and other subsidiaries in financial centres and represents another potential profit-shifting channel. Finally, to the extent that these securitisation schemes consist of within-group financial operations, neither the assets nor the risk underlying the securitised assets are shifted off the balance sheet consolidated at group level.

MNEs not only exert a significant impact on the size of gross FDI flows, but can also be a source of asymmetries in the measurement of bilateral external positions. These asymmetries are particularly pronounced for bilateral FDI income recorded in US and euro area b.o.p. (see Box 5).

Box 5

Euro area-US current account asymmetries: the role of foreign direct investment income in the presence of multinational enterprises

Prepared by Fausto Pastorini and Martin Schmitz

In the context of recent discussions on trade policies between the United States and its trading partners, bilateral current account balances have received growing attention from policy makers

and the media. However, the interpretability of bilateral current account statistics may be affected by the existence of bilateral asymmetries.⁶⁵

In 2018 the euro area recorded a bilateral current account surplus of €131 billion vis-à-vis the United States, according to ECB data, while the euro area surplus amounted to only €40 billion in US Bureau of Economic Analysis (BEA) data (see panel (a) of Chart A).⁶⁶ The euro area surplus was around €90 billion smaller according to BEA data, due to a €23 billion smaller area goods surplus and larger euro area deficits for services and primary income (by €17 billion and €55 billion, respectively).⁶⁷ Panel (b) of Chart A reveals that the current account asymmetry has increased over time, largely due to the primary income balance, in particular in FDI.

The divergence in recording FDI income is particularly pronounced. In 2018 a paradoxical situation arose, in which both the euro area (according to ECB data) and the United States (according to BEA data) recorded positive income balances vis-à-vis each other (see panel (a) of Chart B). A large difference is observable for FDI income paid to US investors on their investments in the euro area, with the ECB recording a value around €85 billion lower than the corresponding figure reported by the BEA. In contrast, the income euro area residents earned on their FDI investment in the United States was relatively consistent in 2018 (diverging by around €18 billion).⁶⁸ The large discrepancy in FDI income paid by the euro area to the United States arises primarily from data on US FDI investment in the Netherlands, Luxembourg and Ireland.

⁶⁵ Bilateral asymmetries arise when reported exports of "country A" to "country B" are not mirrored by the reported imports of "country B" from "country A".

⁶⁶ For this analysis the data reported by the BEA were converted from US dollar to euro, using the average exchange rate over the respective time period.

⁶⁷ The euro area's secondary income deficit was €15 billion smaller according to BEA data, thereby slightly reducing the overall current account balance discrepancy.

⁶⁸ Bilateral FDI income data from the BEA are recorded on a directional basis and thus organised according to whether the income derives from outward investment (US direct investment abroad) or inward investment (foreign direct investment in the United States). Bilateral FDI income data from the ECB are recorded on the basis of an asset/liability principle, classifying income as assets or liabilities. This difference in recording principles is not relevant for the income *balance*.

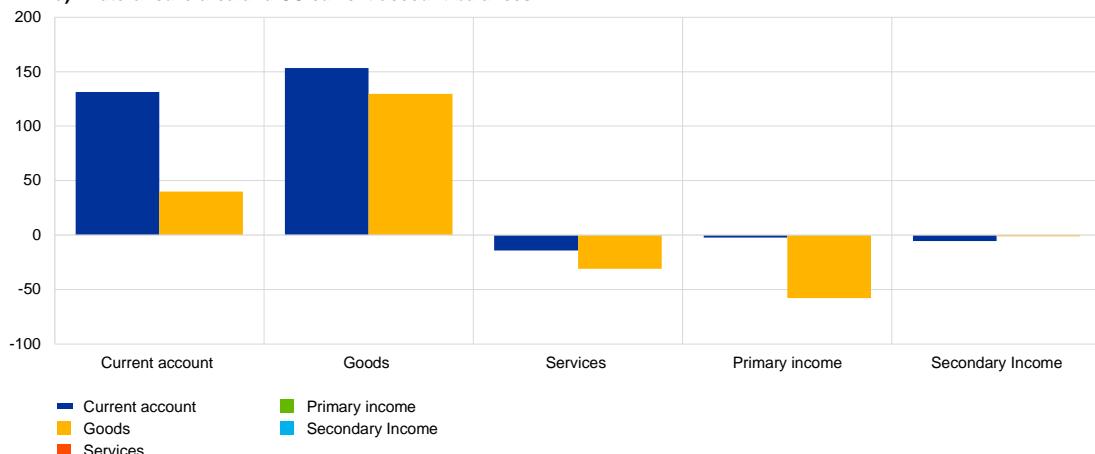
Chart A

Bilateral euro area-US current account balances

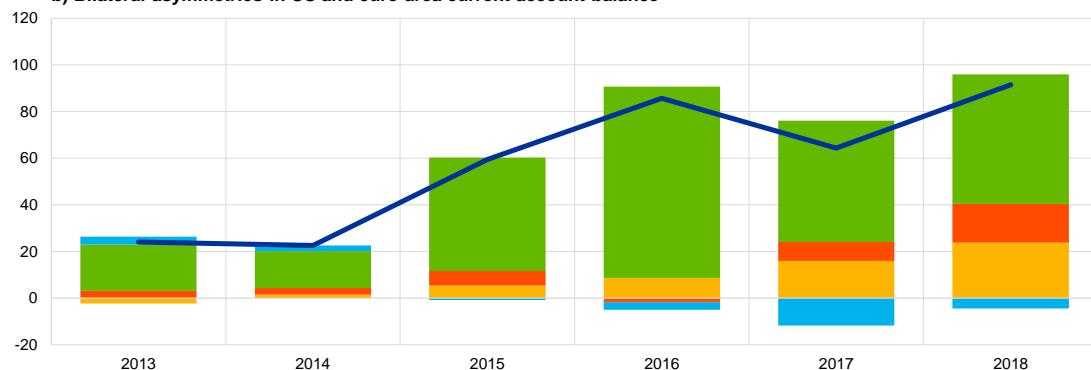
(panel (a): EUR billions; 2018; panel (b): EUR billions)

■ ECB data
■ US BEA data

a) Bilateral euro area and US current account balances



b) Bilateral asymmetries in US and euro area current account balance



Source: ECB and BEA.

Notes: Bilateral asymmetries are calculated as ECB data minus mirror BEA data – a positive value indicates that the euro area balance reported by the ECB is larger than the corresponding figure reported by the BEA.

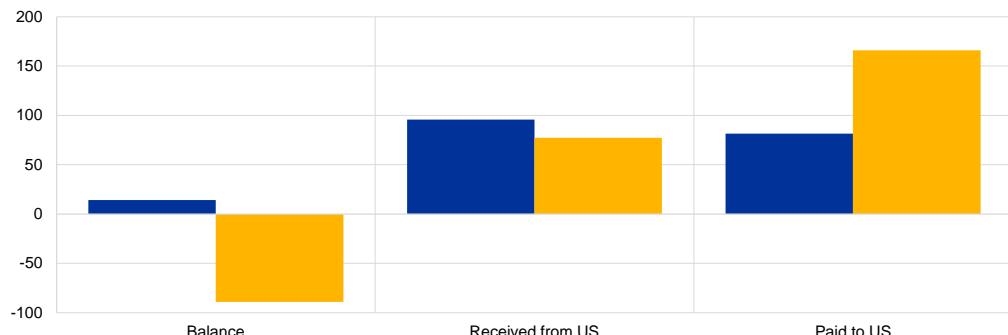
Chart B

FDI between the euro area and the United States

(panel (a): EUR billions; panel (b): proportion to the total; 2018)

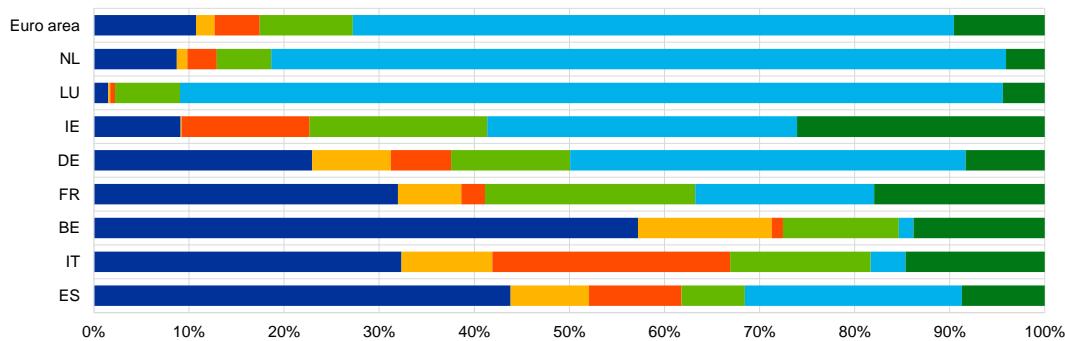
■ ECB data
■ BEA data

a) Euro area-US FDI bilateral income flows



■ Manufacturing
■ Wholesale trade
■ Information
■ Finance
■ Holding companies
■ Other

b) US FDI investment in the euro area by industry of euro area affiliate



Source: ECB and BEA.

Notes: Positive balance values indicate a surplus for the euro area in panel (a). "Other" includes mining, depository institutions, professional and technical services, other industries, and unallocated industries in panel (b). Euro area in panel (b) is based on BEA data available for Austria, Belgium, Finland, France, Germany, Greece, Ireland, Italy, Luxembourg, the Netherlands, Portugal and Spain.

US MNEs often resort to complex chains of ownership – involving multiple FDI relationships in several euro area countries – which complicate the estimation of FDI income. According to BEA data (see panel (b) of Chart B), more than 60% of US FDI in the euro area is invested in holding companies, while only around 10% directly reaches euro area manufacturing entities. Holding companies – which are often SPEs – may serve as the first links between US MNEs and their euro area subsidiaries. Crucially, the income of these holding companies also includes the profits earned from other entities in MNE ownership chains (known as indirectly owned affiliates).⁶⁹ Recording such income – in particular for retained earnings – is challenging for statisticians because it requires comprehensive access to MNE balance sheets and their ownership links. Differences in the information available on US MNEs may partly explain why FDI income paid to US investors is lower in European statistics compared to US statistics.

⁶⁹ When a direct investment ownership chain with more than one hierarchical FDI link exists, direct investment earnings should reflect income from direct and indirect enterprises. Income earned along the chain of ownership needs to be recorded in the directly-owned direct investment enterprise.

Differences in the identification of the immediate counterpart country may also contribute to the observed asymmetries in FDI income. The complexity of MNE corporate structures makes it difficult for statisticians to attribute linkages to the correct counterpart countries. There is some evidence pointing to differences between the United States and the euro area, as euro area countries attribute sizeable parts of FDI income paid to immediate counterparts in offshore financial centres (in line with international statistical standards). Subsequently, these income flows are likely to be passed through to the United States.⁷⁰ The BEA may partly attribute such income as directly received from the euro area (rather than from offshore centres).

Several work streams are active between b.o.p. compilers, monitoring and analysing the observed asymmetries of euro area countries vis-à-vis the United States – in particular in the context of FDI income flows.

4 Conclusions

This article analysed how the operations of large multinational enterprises (MNEs) are affecting the external accounts of the euro area and, in general, financial centres. First, the article presented how MNE operations are recorded in cross-border statistics, as well as the related measurement challenges. Second, this article showed the impact of MNEs on the external accounts of the euro area, which is most evident in the current account balances and in foreign direct investment of euro area financial centres, often involving special-purpose entities. Third, financial centre economies generally report current account surpluses that may be attributed, in part, to the activity of MNEs.

Multilateral initiatives to improve the transparency of MNE operations are necessary to ensure exchanges of information across borders both for tax and statistical purposes. Such initiatives should help national authorities to take action against tax avoidance. Moreover, close international cooperation between statistical compilers – including sharing of potentially confidential information – would help to ensure consistent cross-border recording of MNE activities, thereby improving the quality and consistency of macroeconomic statistics. In particular, such initiatives could help to ensure clarity by disentangling the transactions conducted by SPEs in the context of FDI in the b.o.p.

⁷⁰ See for example explaining Ireland's FDI Asymmetry with the United States and Howell, K, et al., *Current Account Asymmetries in EU-US Statistics*, Eurostat and BEA, March 2019.

2

Short-term forecasting of euro area economic activity at the ECB

Prepared by Marta Bańbura and Lorena Saiz

1 Introduction

The real-time assessment of developments in economic activity is of central importance for the conduct of monetary policy. It facilitates the timely detection of changes in underlying economic dynamics in view of incoming data and contributes to a broader assessment of the economic outlook and associated risks. It is an integral part of the economic analysis in the European Central Bank's (ECB) two-pillar approach to the assessment of the risks to price stability. Moreover, given the time lags in the transmission of monetary policy measures, a timely and reliable evaluation of economic conditions is a key element in the assessment of the monetary policy stance.

Official estimates of real GDP growth in the euro area are published with some delay, but current and near-term developments in real GDP can be assessed on the basis of high-frequency and timely indicators. Real GDP is the key variable summarising information on real economic activity. However, it is available only at a quarterly frequency and its first official estimate for the euro area, the preliminary flash estimate, is published only approximately 30 days after the end of the reference quarter. To fill this gap, econometric models have been developed at the ECB and elsewhere that can exploit a rich set of data to produce a real-time estimate of real GDP in the current and next quarter(s). Short-term forecasts typically rely on financial market data, business and consumer surveys or sectoral data (e.g. from industry, retail or external sectors). These predictors are often available at a monthly, weekly or daily frequency and with shorter publication delays.

There are a number of challenges to building quantitative tools for short-term forecasting of economic activity. First, these tools need to combine information from data collected at different frequencies. Second, they need to deal with the “ragged edge” of the data, which is due to the fact that different types of data are characterised by different publication delays. For example, industrial production in the euro area is published around six weeks after the end of the reference month, whereas opinion surveys and financial market data are often already available at the end of the reference period. Third, as there are many indicators that may be useful, the econometric approaches should be able to reliably estimate many parameters. Fourth, many indicators are subsequently revised and thus their first release might incorporate sizeable noise or measurement error. Fifth, data can be contaminated by outliers, caused by unusual events (e.g. strikes, atypical weather conditions), or changes in statistical properties over time, due to methodological or structural economic changes.

Further challenges for real-time forecasting became apparent in the course of the global financial crisis and in its aftermath. The vast majority of models,

including those used at the ECB for short-term forecasting at the time⁷¹, failed to predict the timing and depth of the Great Recession. In addition, these models systematically over-predicted the strength of the subsequent recovery. Several reasons were put forward at the time as an explanation for this disappointing forecast performance, including changes in structural relationships between economic variables, extreme outcomes in certain indicators that were inconsistent with model assumptions, insufficient coverage of financial market data and a non-linearity in the relationship between the real economy and the financial sector. Apart from addressing these shortcomings, recommendations for modellers included developing better tools for risk assessment and establishing appropriate economic narratives.⁷²

The suite of models for short-term forecasting of euro area real GDP growth currently used at the ECB is the result of a comprehensive review conducted in 2015. The models rely on a medium-size data set of approximately 30 monthly indicators. A multivariate econometric set-up and a relatively broad coverage of various aspects of the euro area economy provide a framework for the interpretation of incoming data and forecast revisions. The forecasts are prepared using automated procedures (i.e. they are judgement-free) and can be produced in a matter of minutes. In addition to point forecasts, the model suite can also produce predictive distributions (fan charts). The latter can be used to assess, in real time, the degree of uncertainty around, or the risks to, the prevailing outlook for the short term.

The model-based short-term forecasts of real GDP are an important input to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections.⁷³ By delivering quantitative estimates of real GDP growth ahead of the official data release and by providing an assessment of the macroeconomic “news” since the completion of the previous projection round, they are a useful starting point for updating the baseline short-term outlook for GDP growth. In addition, the predictive distributions provide model-based input for assessing the balance of risks surrounding the staff GDP projections.

The article is organised as follows. Section 2 explains the methodological framework of the suite of models for short-term forecasting of real GDP at the ECB. Section 3 presents an evaluation of the forecast performance of the models. Section 4 focuses on two interesting elements of the suite of models: news analysis and predictive distributions. Finally, Section 5 concludes with the main lessons learned and discusses the current challenges, further planned enhancements and new directions of work.

⁷¹ See “Short-term forecasts of economic activity in the euro area”, *Monthly Bulletin*, ECB, April 2008.

⁷² See, for example, Kenny, G. and Morgan, J., “Some lessons from the financial crisis for the economic analysis”, *Occasional Paper Series*, No 130, ECB, 2011.

⁷³ See “A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises”, ECB, July 2016.

2 Methodological framework

Several types of models for short-term forecasting of real GDP have been proposed in the literature, including bridge equations, mixed-frequency dynamic factor models, mixed-frequency vector autoregressions and Mixed Data Sampling (MIDAS) models. Traditionally, “bridge equations”, linking GDP to a few key monthly indicators aggregated to a quarterly frequency, have been used. The latter are forecast using simple “auxiliary” models to complete the missing observations for the quarter. More recent approaches include mixed-frequency dynamic factor models and mixed-frequency vector autoregressions, which allow a single modelling framework to be used for the entire information set. Finally, MIDAS models allow data of different frequencies to be combined in a regression set-up by imposing a parsimonious lag structure. Different model types offer different advantages, in particular as regards robustness to structural breaks and extreme data outcomes or the possibility to interpret forecast revisions.⁷⁴

The 2015 review of the ECB’s short-term forecasting models was motivated by the deterioration in the (relative) performance of the models in the course of the global financial crisis and in its aftermath. The suite of models used at the time encompassed (several versions) of bridge equations and large-scale mixed-frequency dynamic factor models. Both model types exhibited large forecast errors during the crisis and a positive bias (systematic over-prediction) thereafter, but the problems were more acute for the factor models. One of the reasons behind the positive bias was the insufficient coverage of the services sector and a declining contribution of the industry sector to value added in the euro area. Another reason was the difficulty to reliably estimate relationships between a large set of variables in view of their different behaviour during the financial crisis (in particular for survey vs. “hard”⁷⁵ data). The forecast performance of the mixed-frequency factor models appears to have been more sensitive to such structural changes compared with the performance of the bridge equations.

The current suite of short-term forecast models is based on bridge equations, in view of their comparatively better post-financial crisis forecast performance. Two types of bridge equations are included: (i) equations based on “hard” data, linking GDP to industrial production (excluding construction) and value added in services, and (ii) equations based on “soft” data, linking GDP to Purchasing Managers’ Index (PMI) composite output and PMI construction.⁷⁶ Both types embody the “supply” perspective for real GDP measurement⁷⁷, given that the coverage of information is more complete and timelier and the relationship with GDP

⁷⁴ See Bańbura, M., Giannone, D., Modugno, M. and Reichlin, L., “Now-casting and the real-time data flow”, in Elliott, G. and Timmermann, A. (ed.), *Handbook of Economic Forecasting*, Vol. 2A, North Holland, 2013, pp. 195–236, for a detailed review and list of references for the different modelling approaches.

⁷⁵ “Soft” is typically used to label indicators that reflect market expectations, most notably surveys and financial market data. By contrast, “hard” indicators often measure certain GDP components directly (e.g. industrial production).

⁷⁶ See de Bondt, G.J., “A PMI-based Real GDP Tracker for the Euro Area”, *Journal of Business Cycle Research*, Vol. 15, Issue 2, 2019, pp. 147–170.

⁷⁷ See Hahn, E. and Skudelny, F., “Early estimates of euro area real GDP growth – a bottom-up approach from the production side”, *Working Paper Series*, No 975, ECB, December 2008.

is more stable compared with the “demand” perspective. As a consequence, the supply perspective results in more accurate forecasts. The forecasts for (quarterly) value added in services are obtained via an auxiliary bridge equation.

The monthly predictors included in the bridge equations are in turn forecast using “auxiliary” models and incorporate information from other monthly variables. Since bridge equations typically include just a few predictors, the only way to exploit a larger (and timelier) set of information in such a framework is through monthly auxiliary models to produce forecasts of the predictors.⁷⁸ The auxiliary models for the bridge equations are monthly Bayesian vector autoregressions and dynamic factor models. Both types of models allow a large number of variables to be incorporated.

The data set comprises approximately 30 indicators. It includes industrial production and business surveys for different sectors, monthly indicators of retail trade, unemployment, external trade and financial market data. The data set can be considered a “medium” size and is significantly smaller than those underlying the mixed-frequency factor models used previously. Forecast evaluations conducted during the review have shown that a very granular sectoral disaggregation typical for large data sets does not result in improved forecast accuracy.⁷⁹

Forecasts are obtained as an average of forecasts produced by individual models. Combining two types of bridge equations with five auxiliary models results in ten distinct models for GDP. For point forecasts, an average of the individual model predictions is taken. Pooling individual forecasts leads to gains in forecast accuracy, even with respect to the best-performing model version⁸⁰, see below. Predictive distributions (densities) are produced via simulations and combined predictive density is calculated as an average of the individual model predictive densities. More technical details can be found in Box 1.

Box 1

The suite of models for short-term forecasting of real GDP in the euro area: some technical details

The models used belong to the family of bridge equations. A bridge equation is a linear regression model where the dependent variable is the low-frequency variable of interest (e.g. quarterly GDP) and the regressors are higher-frequency predictors (e.g. monthly industrial production) aggregated to the lower frequency. In the case of the models for short-term forecasting of real GDP in the euro area described in the main text, the equations are specified as follows:

⁷⁸ See Bulligan, G., Golinelli, R. and Parigi, G., “Forecasting monthly industrial production in real-time: from single equations to factor-based models”, *Empirical Economics*, Vol. 39, Issue 2, 2010, pp. 303–336.

⁷⁹ This is in line with the conclusions in, for example, Bańbura, M., Giannone, D. and Reichlin, L., “Large Bayesian vector autoregressions”, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 25, Issue 1, 2010, pp. 71–92, and Bańbura, M., Giannone, D. and Reichlin, L., “Nowcasting”, in Clements, M.P. and Hendry, D.F. (ed.), *The Oxford Handbook of Economic Forecasting*, 2011.

⁸⁰ See Kuzin, V., Marcellino, M. and Schumacher, C., “Pooling versus model selection for nowcasting GDP with many predictors: empirical evidence for six industrialized countries”, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 28, Issue 3, 2013, pp. 392–411.

$$y_t^Q = \alpha + \sum_{i=1}^k \beta_i X_{i,t}^Q + \varepsilon_t^Q,$$

where y_t^Q is the dependent variable, in this case quarter-on-quarter real GDP growth, and $X_{i,t}^Q$ are the predictor variables (up to k per bridge equation). Two types of bridge equations are included. In the first bridge equation, the predictor variables are: quarterly growth of industrial production and quarterly growth of value added in services. In the second equation, the predictors are: quarterly average of PMI composite output and quarterly difference of PMI construction output⁸¹. ε_t^Q is the regression residual, α is the intercept and β_i are the regression coefficients. For value added in services, an auxiliary bridge equation including expected demand for services from the surveys of the European Commission is used. The equations are estimated by standard regression techniques (ordinary least squares). The estimation sample starts in 1985 or later, depending on data availability in the particular equation (or “auxiliary” model, see below).

In order to obtain forecasts for GDP from the equations described above, it is necessary to obtain forecasts for the monthly predictors for the quarters of interest. For this purpose, “auxiliary” multivariate models at a monthly frequency are used: vector autoregressions (VARs) and dynamic factor models (DFMs).⁸² The former are estimated with Bayesian methods, using a specification in first differences with six lags and the Minnesota prior with the degree of shrinkage dependent on the size of the model.⁸³ The latter are estimated by maximum likelihood, using the expectation maximisation algorithm.⁸⁴ The specification includes one single common factor, which follows an autoregressive process of order two and an autoregressive process of order one for the idiosyncratic components. Both types of models can deal with large sets of variables. VARs of three sizes (including two, 22 or 28 variables) and DFM of two sizes (with 22 and 28 variables) are included. In order to handle the ragged edge caused by different publication delays of the variables, the models are cast into a state space representation and the Kalman filter and smoother are used to obtain the forecasts of the monthly variables and the weights for the news (see Section 4).

The variables for the bridge equations and the monthly “auxiliary” models were selected on the basis of several criteria including correlation analysis, in-sample and out-of-sample forecast performance, stability and significance of regression coefficients as well as shrinkage methods such as LASSO regressions.⁸⁵ The results confirmed previous findings in the literature that a very high level of disaggregation (100 series or more) is not needed to achieve the best forecast accuracy.

⁸¹ See, for example, de Bondt, G.J., op. cit., for more details on the second equation. Note that the two equations result in better forecast accuracy than an average of (a large number of) single variable bridge equations.

⁸² This results in higher forecast accuracy compared with using a univariate ARIMA model for each monthly predictor, in line with the findings in Rünstler, G. and Sébillot, F., “[Short-term estimates of euro area real GDP by means of monthly data](#)”, *Working Paper Series*, No 276, ECB, September 2003.

⁸³ See Bańbura et al., “[Large Bayesian vector autoregressions](#)”, op. cit.

⁸⁴ See Bańbura, M. and Modugno, M., “[Maximum likelihood estimation of dynamic factor models on datasets with arbitrary pattern of missing data](#)”, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 29, Issue 1, 2014, pp. 133–160.

⁸⁵ Note that the selection of indicators was not conducted in real time but in sample. However, as the data set was frozen at the beginning of 2015, the evaluation starting in 2015 is truly real-time. LASSO and similar techniques have been used to select variables for bridge equations in, for example, Bulligan, G., Marcellino, M. and Venditti, F., “[Forecasting economic activity with targeted predictors](#)”, *International Journal of Forecasting*, Vol. 31, Issue 1, 2015, pp. 188–206.

The computation of the models' predictive distributions (densities) relies on the use of the Gibbs sampler and the simulation smoother (in order to handle the ragged edge).⁸⁶ The density forecasts from individual models are combined by a linear opinion pool with equal weights attached to individual densities. Combinations of normal densities produce distributions which can accommodate non-standard features such as fat tails or skewness. As for the case of point forecasts, pooling density forecasts is also an insurance policy against uncertainty in model selection.⁸⁷

3 Forecast performance

A real-time evaluation is conducted of the forecasting accuracy of the models since their introduction and over a longer period starting in 2005. For this purpose, real-time data vintages going back to 2005 are constructed based on the information stored in the ECB's Statistical Data Warehouse (SDW).⁸⁸ For each quarter in the evaluation sample, 12 forecast horizons are considered. The first forecast is obtained five months ahead of the first official publication. Subsequent forecasts are produced in semi-monthly intervals, up to two weeks before the publication of the preliminary flash estimate.⁸⁹ For instance, in the forecast cycle for the second quarter of the year, the first forecast would be produced at the end of January and the last one in the second week of July. The evaluation focuses on the bias and the root mean squared error of the forecasts. The forecasts are evaluated against the official flash estimates and the latest available vintage of quarter-on-quarter real GDP growth.

The forecast accuracy of the models is compared with that of the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections. For the purpose of the evaluation, a convention is adopted in line with which the latter are finalised in the middle of the second month of each quarter (corresponding to the forecast horizon of 1.5 and 4.5 months ahead for the current and the next quarter, respectively) and they remain unchanged in between.⁹⁰

The accuracy of the models improves as new information arrives and the models fare relatively well compared with the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections. Chart 1 shows the root mean squared forecast error

⁸⁶ See Durbin, J. and Koopman, S.J., "A simple and efficient simulation smoother for state space time series analysis", *Biometrika*, Vol. 89, Issue 3, 2002, pp. 603–615.

⁸⁷ Geweke and Amisano showed that pooled forecast densities produce superior predictions, even if the set of models to be combined exclude the "true" model. See Geweke, J. and Amisano, G., "Optimal prediction pools", *Journal of Econometrics*, Vol. 164, Issue 1, 2011, pp. 130-141.

⁸⁸ For a given date stamp and indicator identifier, a time series available at that date can be recovered from the SDW. Thus real-time data vintages reflect both publication delays and data revisions (as opposed to pseudo real-time vintages that reflect only the former).

⁸⁹ This reflects the frequency and the forecast horizon of the regular updates of short-term forecasts at the ECB. They are generally conducted twice per month, following the release of industrial production in the middle of each month, and of opinion surveys at the end of each month. The forecasts are always reported for the next two quarters to be published.

⁹⁰ As a consequence, the accuracy of the projections reported in Chart 1 changes in the middle of the second month of each quarter as a new projection becomes available. The projections are customarily finalised between the middle and the end of the second month of each quarter.

(RMSFE) and the bias for the model forecasts (light-coloured lines) as well as the projections (dark-coloured lines) compared with the official flash estimate (red lines) and with the latest vintage (blue lines) of GDP growth for the 12 forecast horizons considered. The evaluation period is 2015Q1 to 2019Q2.⁹¹ Overall, the accuracy of the model forecasts is somewhat lower than that of the projections. The precision of the model forecasts gradually improves with a decreasing forecast horizon and the forecasts appear particularly useful at very short horizons after the projections have been finalised. Both the forecasts and the projections are more accurate and less biased when they are compared with the flash estimate than when they are compared with the latest available vintage of GDP.

⁹¹ Since no changes have been implemented to the models since 2015, this is a truly real-time out-of-sample evaluation.

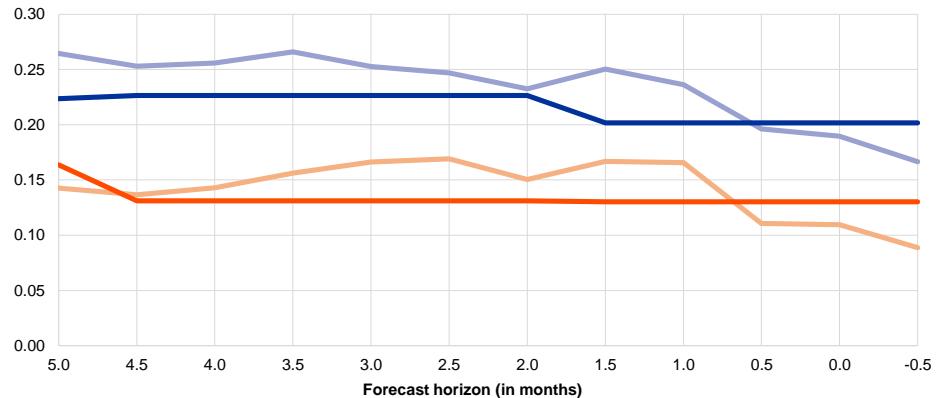
Chart 1

Accuracy of model GDP forecasts and Eurosystem/ECB staff GDP projections over 2015Q1-2019Q2

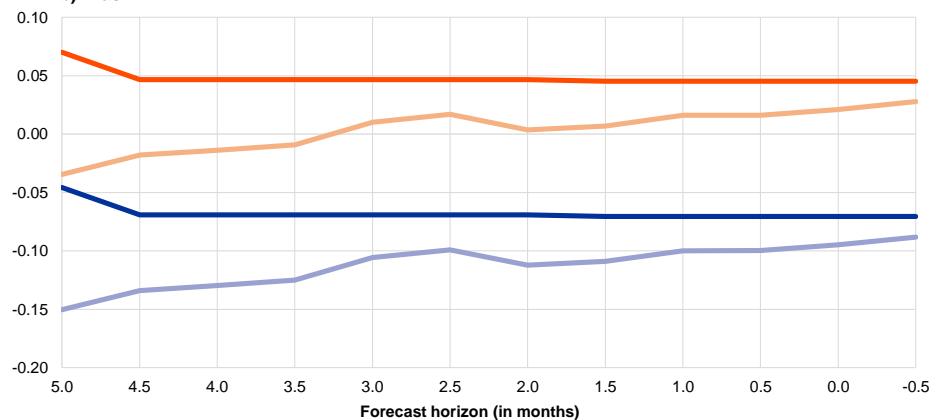
(percentage points)

- Model vs. flash
- Model vs. latest vintage
- Projections vs. flash
- Projections vs. latest vintage

a) Root mean squared forecast error



b) Bias



Source: ECB calculations.

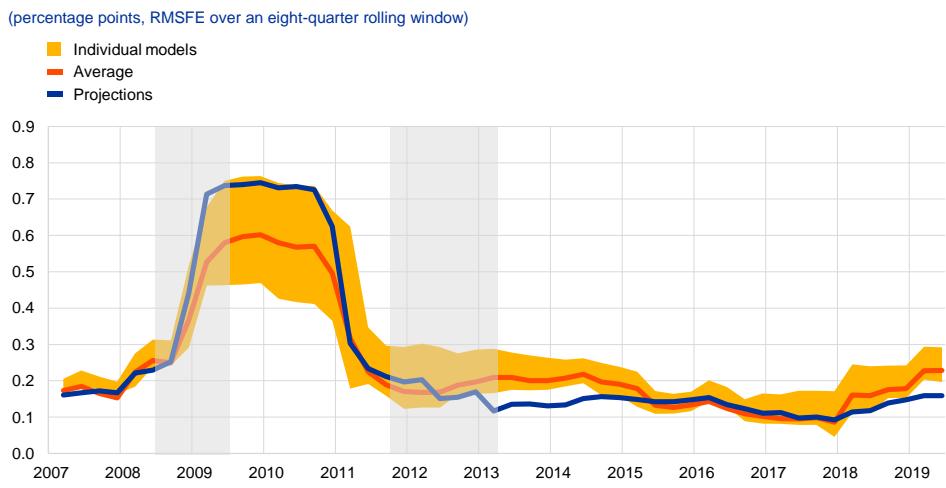
Notes: For each quarter a sequence of 12 real-time forecast updates is evaluated. The forecast horizon (indicated on the horizontal axis) is defined as the distance (in months) between the end of the reference quarter and the date when the forecast was made. A convention is adopted in line with which Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections are finalised around the middle of the second month of each quarter (1.5 or 4.5 months before the end of the reference quarter). Bias is defined as the average difference between the forecast and the outcome. Model forecasts and the projections are evaluated against the official flash estimate of GDP growth (released in the middle of the second month of the following quarter) as well as against the latest available vintage of real GDP growth.

The models also perform relatively well when evaluated over a longer period.

The evaluation period considered above is relatively short and less volatile than, for example, the preceding period, which included the financial and sovereign debt crises. Focusing on the RMSFEs for 1.5-month ahead horizon with the flash estimate as the reference variable, Chart 2 presents the evolution of forecast accuracy since 2005 over an eight-quarter window. Several observations can be made. First, unsurprisingly, the financial crisis period was characterised by much larger forecast errors, both for models and for the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections. By contrast, the errors were not particularly large during the sovereign debt crisis. Second, the average model forecast is more accurate than the

projections in some periods (notably during the financial crisis but not in the latest period).⁹² Finally, an average of forecasts from several models typically does as well as the best model in each month (which changes over time) and is thus a good hedge against model uncertainty.

Chart 2
Evolution of forecast accuracy since 2005



Source: ECB calculations.

Notes: The chart shows the RMSFEs over a rolling window of eight quarters. The forecasts are updated in the middle of the second month of the reference quarter (forecast horizon of 1.5 months), around the finalisation date of the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections. The reference variable is the official flash estimate of quarter-on-quarter real GDP growth. 'Average' refers to the rolling RMSFE of the average point forecasts (from ten different models). 'Individual models' indicates the range given by the minimum and maximum (rolling) RMSFE of the individual models. Shaded areas indicate recession periods (the Great Recession and the sovereign debt crisis) in the euro area as identified by the CEPR Business Cycle Dating Committee.

4 News analysis and a measure of risks

4.1 News analysis

The current framework allows linking revisions to the GDP growth forecast to model-based surprises or news content in releases of monthly predictors. This is also known as model-based news analysis and is an important element of data monitoring. The news (or surprise) for each indicator is defined as the difference between the released value of that indicator and its expected (forecast) value, i.e. the forecast error made by the model. The difference between two consecutive forecasts of GDP, that is the forecast revision, can be expressed as a weighted average of the news in the data released between the two forecast updates (plus the effect of historical data revisions and parameter re-estimation).⁹³ The weights reflect

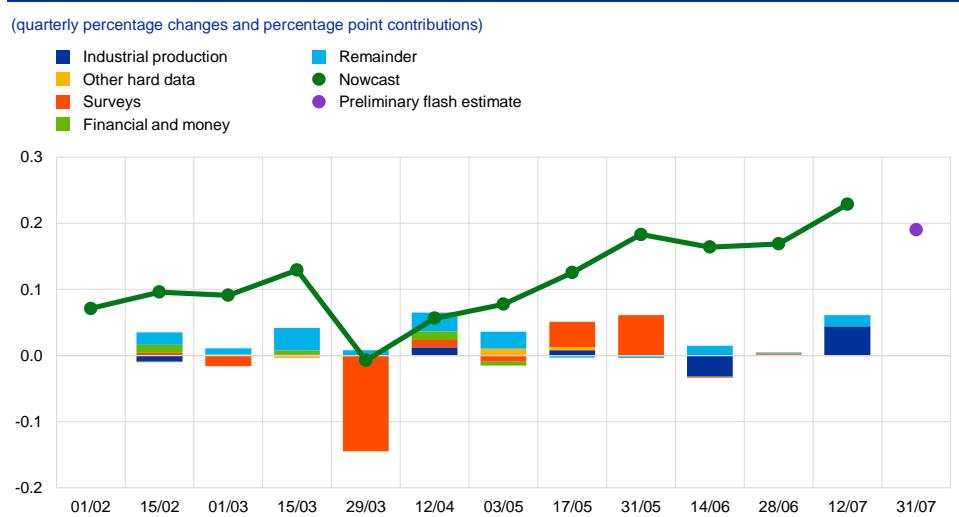
⁹² It should be noted that although the estimation of and the forecasts from the models are performed using real-time data, the specification and the choice of the variables in the new models were performed after the crisis and therefore have the benefit of hindsight for the evaluation period prior to 2015.

⁹³ See Bańbura et al., "Now-casting and the real-time data flow", op. cit. For a meaningful analysis, the news should be based on multivariate models, incorporating most relevant indicators and taking into account differences in their timeliness and strength of the signal. The news analysed here is model-based and conceptually similar but not the same as "market surprises" (which are the differences with respect to market expectations).

the average volatility of the news and its relevance for GDP. The sign of the news indicates whether the released number was better or worse than expected (“positive” or “negative” news).

Forecast revisions for individual quarters can be decomposed to identify the role of specific (groups of) indicators. Chart 3 illustrates this type of analysis taking the second quarter of 2019 as an example. The green line represents the evolution of the (average point) forecasts starting at the beginning of February up to mid-July, approximately two weeks before the release of the preliminary flash estimate of real GDP for that quarter. The bars indicate the model-based news or drivers of forecast revisions between the consecutive updates. A sizeable downgrade of the outlook at the end of March can be seen due to negative news in survey data. Subsequently, positive surprises on survey data lead to an upward revision of the outlook. From the end of May, the nowcast stabilises close to the outcome (preliminary flash estimate).

Chart 3
Model-based news and revisions to real GDP growth forecast for 2019Q2



Source: ECB calculations.

Notes: The green line represents the average point forecasts (from ten different models) for real GDP growth in 2019Q2 from different forecast updates (indicated on the horizontal axis). The bars indicate the decomposition of forecast revisions between the consecutive updates into news stemming from different groups of data: ‘Industrial production’ – sectoral production indicators, ‘Other hard data’ – unemployment rate, external trade, retail trade, new car registrations, ‘Surveys’ – surveys of the European Commission and the Purchasing Managers’ surveys, ‘Financial and money’ – real money and financial and credit indicators. ‘Remainder’ collects the effects of data revisions and parameter re-estimation.

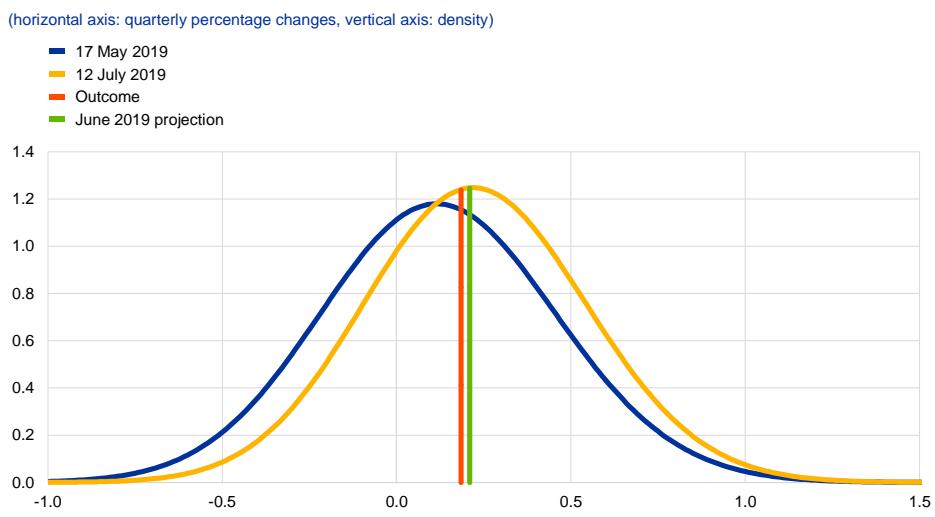
4.2 Density forecasts

The location and the shape of the models’ predictive distributions make it possible to assess the uncertainty around the point forecast as well as the direction and the degree of risks to forecasts from other sources such as the staff projections. For example, when the centre of the model predictive density (as represented by its mode or its median) is to the left of an alternative forecast, it signals downward risks to the latter and vice versa. Consequently, movements to the left or right of the predictive density will imply changes in the assessment of the direction of risks. By contrast, changes in the shape of the distribution (i.e. dispersion

or concentration) will imply changes in the level of uncertainty. In real-time analysis, as more information is accrued over the forecast cycle, the predictive distribution usually becomes more concentrated, entailing less uncertainty surrounding the central forecast. It cannot be ruled out, however, that the release of one or several indicators could lead to a flatter distribution, due to diverging interpretations by the different models, and therefore to higher uncertainty.

As an example, predictive distributions indicate that, on the basis of these models, initially there were downward risks to the June 2019 Eurosystem staff GDP projection for 2019Q2 and the balance of risks became more neutral as more data became available. Chart 4 presents the models' predictive densities for 2019Q2 obtained with the data available on 17 May 2019 (around the finalisation of the June 2019 staff projection) and on 12 July 2019. Initially, the models suggested downside risks to the projection since the probability of a lower outcome was higher than 50% (i.e. 60%). As more information became available by mid-July, the distribution moved to the right and became more concentrated. This means that the risks to the projection became more balanced (given that the probability of observing an outcome either above or below the projected value was around 50%) and smaller.

Chart 4
Predictive densities for real GDP growth in 2019Q2



Source: ECB calculations.

Notes: The blue and yellow lines represent the (combined) predictive densities for real GDP growth from the respective forecast updates. The combination involves densities from the ten different models via a linear prediction pool with equal weights. The green line corresponds to the outlook in the June 2019 Eurosystem staff macroeconomic projections, and the red line is the preliminary flash estimate.

5 Conclusions and new directions

Changes in economic relationships caused by the evolving economic environment are a challenge to forecasting models in general and to short-term forecasting tools in particular. Some notable examples of structural changes include climate change, inter-sectoral re-balancing, developments in productivity,

effects of severe recessions and, more specifically for the euro area, changes in the automotive industry.

Several lessons on how to address those and other challenges can be drawn from the experience with model-based short-term forecasting of real economic activity at the ECB. First, it is important to have several models in the toolbox and to assess their performance regularly, as it may deteriorate over time. Second, a combination of forecasts from different models typically helps to make the forecast performance more robust to misspecification. Third, including information on all major sectors of the economy is important but it is not necessary to use data sets at a very high level of disaggregation. A medium-size set of relevant and timely indicators appears to be sufficient to capture the information on real activity developments in the near term. Finally, it is important to be able to interpret the revisions to the outlook and to communicate uncertainty surrounding the forecasts. Still, scope for further improvement along several dimensions remains.

One issue is the high reliance of short-term forecasting models on survey data. Surveys provide qualitative information (i.e. opinions or perceptions) from relatively small samples of firms or consumers. They are very relevant due to their short publication lag. However, their relationship with quantitative (hard) indicators can change over time, reflecting either sampling biases (e.g. survival bias, especially after the crisis) or the fact that survey respondents can change the benchmarks used for their assessments (e.g. value of sales growth which can be considered an improvement in the firm's performance).⁹⁴ As a result, the mapping of survey data levels into economic growth rates is not straightforward. For instance, at the beginning of 2018 survey data were at historically high levels⁹⁵, while real GDP growth slowed down considerably in the euro area. Conversely, some of the surveys painted a rather bleak outlook for 2019, while hard data turned out somewhat more resilient.

Alternative models and indicators can be employed to further enhance the accuracy and robustness of the models currently employed. Examples include time-varying parameter models that can deal with relationships that change over time in a flexible way.⁹⁶ The usefulness of alternative indicators and methods is also being investigated, in particular of machine learning algorithms and “big data”. The term “big data” is rather broad. In this context, it includes large and near-real-time data from the internet (e.g. internet search volumes⁹⁷, data from social networks such as Twitter and Facebook, newspaper articles) or large-volume data from non-official sources (e.g. from trading platforms and payment systems). Big data allows a wider range of indicators to be used, which can provide new and unique insights helpful for forecasting. For instance, text-based sentiment indicators could be

⁹⁴ See Gayer C. and Marc B., “A ‘New Modesty’? Level Shifts in Survey Data and the Decreasing Trend of ‘Normal’ Growth”, *European Economy Discussion Paper*, 083, European Commission, July 2018.

⁹⁵ See the box entitled “The recent strength of survey-based indicators: what does it tell us about the depth and breadth of real GDP growth?”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2017.

⁹⁶ See, for example, Antolín-Díaz, J., Drechsel, T. and Petrella, I., “Tracking the Slowdown in Long-Run GDP Growth”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 99, Issue 2, 2017, pp. 343–356.

⁹⁷ See, for example, Ferrara, L. and Simoni, A., “When are Google data useful to nowcast GDP? An approach via pre-selection and shrinkage”, *Working Papers*, No 2019-04, Center for Research in Economics and Statistics, 2019.

particularly useful given that they can be produced automatically at a high frequency and at lower costs than survey-based sentiment indicators, and they can be based on large samples of newspapers to avoid biases.⁹⁸ At the same time, one has to keep in mind that considering a large set of explanatory variables entails risks of overfitting, not necessarily leading to improvements in out-of-sample forecast accuracy. Some of these challenges can be addressed by machine learning algorithms, which also have the advantage of potentially capturing complex non-linear relationships. These are some interesting directions for future work.

⁹⁸ See, for example, Thorsrud, L.A., “[Words are the New Numbers: A Newsy Coincident Index of the Business Cycle](#)”, *Journal of Business & Economic Statistics*, 2018.

3

The state of play regarding the deepening agenda for Economic and Monetary Union

Prepared by Sander Tordoir, Jacopo Carmassi, Sebastian Hauptmeier and Malte Jahning⁹⁹

This article provides an overview of progress with various aspects of the deepening of Economic and Monetary Union (EMU). The start of a new legislative period for the European Union (2019-24) provides a natural and opportune moment to take stock of progress towards completion of the architecture of EMU.

The EU's last two legislative periods saw significant progress as regards the architecture of EMU in response to the global financial crisis more than a decade ago. A banking union was established, with shared supervision of Europe's largest banks at supranational level and a common framework for addressing and resolving ailing banks. The European Stability Mechanism (ESM) was put in place to support euro area countries facing deep economic crises. And a number of adjustments were made to the shared rules governing national fiscal and economic policies.

However, there is no room for complacency: EMU needs to become even more resilient to adverse economic shocks. An increase in private risk sharing (whereby firms and households diversify their assets across borders through integrated capital and banking markets) can help to mitigate local recessions by allowing local shocks to be offset using income received from elsewhere. An increase in public risk sharing (e.g. through some form of common fiscal policy or shared backstops that safeguard financial stability in times of crisis) can also help to attenuate local and even euro area-wide recessions. Such private and public risk sharing are still more limited in the euro area than they are in other monetary unions, such as the United States. At the same time, the governance mechanisms that help to ensure resilient policies at national level and seek to prevent harmful spillover effects between euro area countries could be strengthened further.

Concrete decisions and further work on a number of aspects of EMU are scheduled for the near future. This includes work on the banking union and the capital markets union (CMU), both of which remain incomplete, leaving scope to further increase the stability and integration of Europe's banking and capital markets. Other initiatives include reform of the ESM as part of work in the area of crisis management, as well as the establishment of a budgetary instrument for convergence and competitiveness (BICC), which aims to help euro area countries to invest and implement reforms with a view to improving the structure of their economies. In addition, the European Commission is also reviewing the fiscal and economic governance framework that coordinates national policies and is set to table a proposal for a European unemployment reinsurance scheme as a way of enhancing the euro area's ability to withstand economic downturns.

⁹⁹. Valuable contributions were also made by Giovanni Di Iasio, Joachim Eule, Donata Faccia, Alessandro Giovannini, Anastasia Koutsomanoli-Filippaki, Rebecca Segall, Pär Torstensson and David Sondermann.

The ECB has a clear interest in increasing the resilience of the euro area's institutional architecture. Sound countercyclical fiscal policies, sufficient financial resilience and cross-border private and public risk sharing are all important to the ECB in order to allow for more effective transmission of monetary policy with fewer side effects, enhance the alignment of euro area business cycles, complement monetary policy and give European banking supervision greater traction.

Against that backdrop, this article provides an overview of various different elements of the deepening agenda for EMU and identifies a number of outstanding issues.

1 Introduction

Completing the institutional architecture of EMU will be an important challenge for the EU during the 2019-24 legislative period. A new European Parliament was elected in May 2019, and the new Commission President, Ursula von der Leyen, outlined her priorities in July 2019, before taking office on 1 December 2019 alongside the new College of Commissioners. Meanwhile, the EU's heads of state or government set out ten priorities for the European Union for the period 2019-24 in a declaration in Sibiu on 9 May 2019.¹⁰⁰

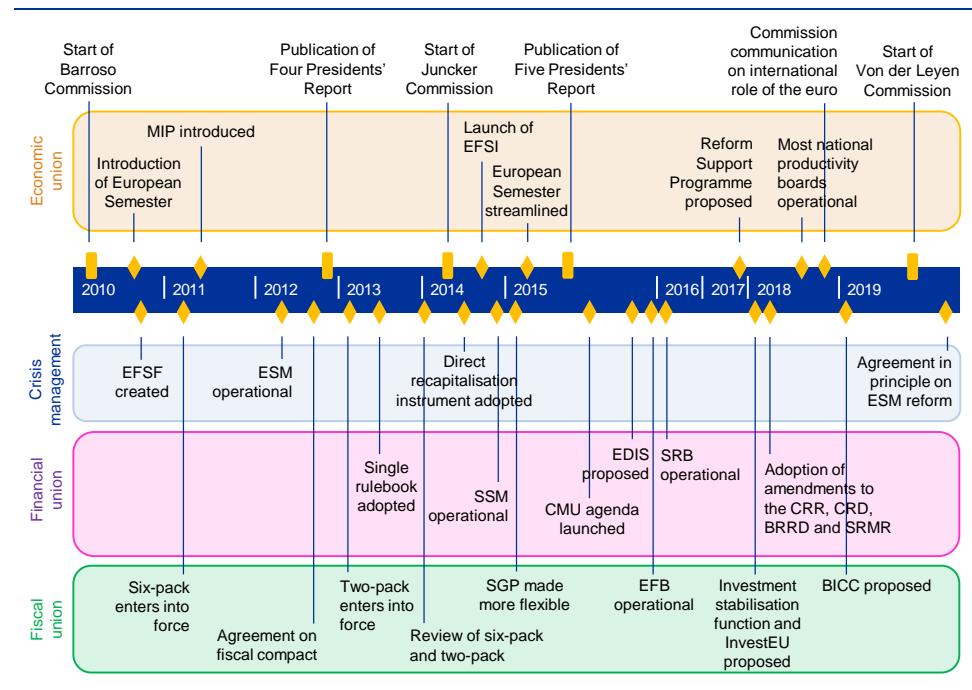
Responsibility for reforming the architecture of EMU is shared by all EU institutions and Member States. The Commission plays a key role by tabling proposals (including legislative drafts), which are adopted by the ECOFIN Council (the finance ministers of the EU27), typically in cooperation with the European Parliament. In policy terms, the Eurogroup (the finance ministers of euro area countries, who are sometimes joined in meetings by the finance ministers of non-euro area countries) is the main locus when it comes to giving strategic guidance and negotiating the deepening of the euro area's architecture. Ultimately, political decisions on EMU are taken at Euro Summits, which bring together the heads of state or government of euro area countries. Different decision-making processes apply if policy areas are intergovernmental (e.g. within the framework of the ESM). The ECB participates in these EU and euro area fora and acts as an adviser on EMU reforms. Thus, reforms to EMU are a product of the interplay between these various actors and their competences in the legislative process.

The EU's last two legislative periods saw significant progress on the architecture of EMU (as outlined in Figure 1). The introduction of the Single Supervisory Mechanism (SSM) and the Single Resolution Mechanism (SRM) delivered two of the three pillars of the banking union, with the third pillar – a European Deposit Insurance Scheme (EDIS) – left incomplete. This built on institutional innovations achieved during the crisis, such as the creation of the ESM, reforms to fiscal rules, and the establishment of the macroeconomic imbalance procedure (MIP) in order to address harmful macroeconomic imbalances. These were all key steps with a view to reducing financial and macroeconomic risks,

¹⁰⁰. See the [Sibiu Declaration](#).

improving risk sharing, and enhancing the transmission of monetary policy across the euro area.

Figure 1
Timeline of EMU architecture reforms since 2010



Source: ECB, based on <https://www.consilium.europa.eu/en/policies/emu-deepening/emu-glossary>.

Notes: "MIP" refers to the macroeconomic imbalance procedure; "EFSI" denotes the European Fund for Strategic Investments; the "EFSF" is the European Financial Stability Facility; "ESM" refers to the European Stability Mechanism; "SRB" denotes the Single Resolution Board; the "CRR" is the Capital Requirements Regulation; the "CRD" is the Capital Requirements Directive; "BRRD" refers to the Bank Recovery and Resolution Directive; "SRMR" denotes the Single Resolution Mechanism Regulation; "EDIS" refers to the European Deposit Insurance Scheme; the "SGP" is the Stability and Growth Pact; the "EFB" is the European Fiscal Board; "BICC" refers to the budgetary instrument for convergence and competitiveness; the "six-pack" comprises six regulations aimed at strengthening the SGP and establishing the MIP; the "two-pack" comprises regulations aimed at strengthening the budgetary surveillance cycle in EMU; and the "fiscal compact" is an intergovernmental treaty on the anchoring of fiscal rules in national constitutions.

However, that deepening of EMU has lost its initial momentum. Private and public risk sharing are still more limited in the euro area than they are in other monetary unions (such as the United States). The banking union remains incomplete without the EDIS, and further progress is needed on the establishment of a genuine CMU. On the fiscal side, the euro area continues to lack a central fiscal capacity for the purposes of macroeconomic stabilisation. At the same time, mechanisms aimed at ensuring resilient policies at national level could be strengthened further. The Stability and Growth Pact (SGP) is widely regarded as requiring simplification in order to make the EU's fiscal rules more effective and countercyclical and improve ownership at national level, while the implementation rate for structural reforms under the European Semester and the effectiveness of the MIP both remain poor. A deeper and more complete EMU (including an enhanced CMU) would, in the context

of the pursuit of sound economic policies¹⁰¹ in the euro area, also support the international role of the euro.¹⁰²

The deepening of EMU is just one of a number of challenges facing the Commission, the Council and the European Parliament. Official statements by the new Commission indicate that significant emphasis will also be placed on the environment, migration and digitalisation, in addition to demographic issues and global tensions.¹⁰³ This reflects the changing priorities of European citizens, as reported in the autumn 2019 Standard Eurobarometer.¹⁰⁴ The Sibiu Declaration, in which Europe's heads of state or government set out the EU's strategic agenda for the period 2019-24,¹⁰⁵ contained a reference to the deepening of EMU under the general heading "Developing our economic base: the European model for the future". Charles Michel, the new Council President, will be tasked with following up on that declaration and has indicated that enhancing EMU is particularly relevant in the context of strengthening the international role of the euro.¹⁰⁶ Alongside issues such as investment, employment and inequality, the European Parliament has called for further progress on all aspects of the deepening of EMU and has asked the Commission to table proposals in this regard.¹⁰⁷

Further decisions and follow-up work on a number of different aspects of the deepening of EMU are scheduled for the near future. The Euro Summit of 13 December 2019 took stock of ongoing work in relation to the banking union, with the High-Level Working Group on a European Deposit Insurance Scheme being tasked, under the aegis of the Eurogroup, with drawing up proposals with a view to establishing a roadmap towards completion of the banking union. It also took note of the planned reform of the ESM (on which high -level agreement had been reached at the Eurogroup's December 2019 meeting) and the main features of the BICC. For the remainder of 2020, the work programmes of the various EU fora foresee that the ESM reform package will be ratified by national parliaments, the BICC will be legislated for by the European Parliament and the Council, and the High-Level Forum established by the Commission will put forward proposals for new CMU priorities. Moreover, work towards the establishment of a comprehensive banking union package is likely to continue, a review of the fiscal and economic governance framework is to be undertaken by the Commission, technical discussions on a fiscal capacity for the euro area will continue, and a new proposal for a European

¹⁰¹. See Masuch, K., Anderton, R., Setzer, R. and Benalal, N. (eds.), "[Structural policies in the euro area](#)", *Occasional Paper Series*, No 210, ECB, 2018.

¹⁰². See ECB, "[The international role of the euro](#)", June 2019, and the European Commission's communication of 5 December 2018 entitled "[Towards a stronger international role of the euro](#)".

¹⁰³. For details of the Commission's political priorities for the period 2019-24, see https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024_en

¹⁰⁴. In particular, 34% of euro area respondents (unchanged from the previous survey six months earlier) regarded immigration as a pressing issue for the EU, while a cumulative 38% (up 3 percentage points) regarded climate change and the environment as priorities at EU level. In contrast, only 18% of euro area respondents (unchanged from the previous survey) regarded the economic situation as a priority, with 15% (down 3 percentage points) regarding Member States' public finances as a key issue.

¹⁰⁵. See https://www.consilium.europa.eu/media/39291/en_leaders-agenda-note-on-strategic-agenda-2019-2024-0519.pdf

¹⁰⁶. See the remarks made by Charles Michel after the European Council meeting on 13 December 2019: <https://www.consilium.europa.eu/nl/press/press-releases/2019/12/13/remarks-by-president-charles-michel-after-the-european-council-meetings-on-13-december-2019>

¹⁰⁷. See, for example, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2016-0312_EN.html

unemployment reinsurance scheme may potentially be made. The next section will provide more details on these various work streams.

2 State of play as regards the various elements of EMU architecture

The structure and approach advocated by the Four and Five Presidents' Reports in 2012 and 2015 respectively provide a useful framework for analysing the current state of play.¹⁰⁸ Those reports, which were written by the Presidents of the European Commission, the European Council, the Eurogroup, the European Central Bank and – in the case of the Five Presidents' Report – the European Parliament, set out a comprehensive roadmap. Both reports structured their architectural proposals around four unions (financial, fiscal, economic and political) and argued that there was important interplay between those unions. For example, advances in the banking union would reduce any negative feedback loops between struggling banks and the fiscal health of sovereigns, thereby reducing the need for public money and public risk sharing.¹⁰⁹ At the same time, private and public risk sharing were not just seen as substitutes; they were regarded as complementary. The Four and Five Presidents' Reports also combined proposals aimed at achieving risk reduction and convergence with proposals encouraging more risk sharing – recognising that risk sharing, if designed appropriately, reinforces risk reduction. Finally, those reports proposed an approach to the deepening of EMU, linking risk sharing and risk reduction in a comprehensive roadmap with a timeline and clear milestones. That vision was based largely on a resilience narrative – a desire to make the euro area more resilient and better able to withstand any new crisis.¹¹⁰ While that kind of holistic perspective continues to exist in the background and can serve as a useful benchmark, it is important to understand that, in practice, discussions in the various EU fora tend to now follow more of a dossier-by-dossier approach. Consequently, the sections below review the various individual dossiers in turn, but group them together in a manner similar to that applied in the Four and Five Presidents' Reports.

2.1 Banking union

The financial crisis highlighted the need to make structural improvements to Europe's institutional framework in order to safeguard financial stability and create a level playing field across the euro area. The Four Presidents' Report of June 2012 proposed the establishment of an integrated financial framework, building on the single rulebook, with a single European banking supervisor and a common deposit insurance and resolution framework. That report argued that a single banking supervisor was needed to ensure uniform application of prudential rules and

¹⁰⁸. See the [Four Presidents' Report](#) and the [Five Presidents' Report](#).

¹⁰⁹. See the article entitled "[Risk sharing in the euro area](#)", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2018.

¹¹⁰. The recent "7+7 report" by seven French economists and seven German economists made similar arguments. See Bénassy-Quéré et al., "[Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform](#)", *CEPR Policy Insights*, No 91, 2018.

ensure that banks in all Member States were supervised with the same degree of effectiveness.

The Four Presidents' Report also included proposals on bank resolution and deposit insurance. That report proposed the establishment of a European resolution scheme (to be funded primarily via contributions from banks) which could ensure the harmonised application of resolution measures to banks overseen by European supervision, with the goal of ensuring the orderly winding-down of non-viable institutions and protecting taxpayers' money. Finally, on the subject of deposit insurance, the report proposed the introduction of a European dimension to national deposit guarantee schemes for banks under European supervision, with the objective of increasing the credibility of existing arrangements and ensuring that depositors have sufficient protection.

The Five Presidents' Report, which was published in June 2015, reiterated the key messages of the Four Presidents' Report as regards the banking union, but also included a new and more detailed proposal for an EDIS. It called for the establishment of an EDIS as the third pillar of the banking union in order to increase resilience against future crises, since the current set-up with national deposit guarantee schemes was considered to be vulnerable to large local shocks, particularly where both the sovereign in question and the national banking sector were perceived to be fragile. That report argued that a European scheme was also more likely to be fiscally neutral over time than national schemes, since risks would be spread more widely and contributions to the European deposit insurance fund (ex ante and risk-based) would be raised across a much larger pool of financial institutions. While the report acknowledged that setting up a fully fledged EDIS would take time, it argued in favour of taking a number of concrete steps as a starting point, building on the existing framework – for example, by designing the EDIS as a reinsurance system for national deposit guarantee schemes.

As originally proposed by the Four and Five Presidents' Reports, the banking union should comprise three pillars (as illustrated in Table 1): (i) common supervision under the SSM; (ii) common resolution arrangements under the SRM; and (iii) common deposit insurance under an EDIS (which has yet to be established). The banking union is underpinned by a single rulebook, which builds on key contributions by the various European supervisory authorities (ESAs), with the European Banking Authority (EBA) having specific responsibility for the banking sector. The SSM is tasked with ensuring the safety and soundness of the European banking system, fostering financial integration and stability, and ensuring consistent supervision. Those objectives are achieved by adopting a uniform approach to day-to-day supervision, by implementing harmonised supervisory actions and corrective measures, and by ensuring the consistent application of regulations and supervisory policies. The SRM and the Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD) have strengthened the euro area's crisis management framework, with the aim of reducing the cost of future bank failures for taxpayers and the real economy and tackling the bank-sovereign nexus. As regards the third pillar, the European Commission presented a proposal for an EDIS in November 2015. That proposal envisaged a gradual process, starting with reinsurance (whereby the European deposit insurance

fund would intervene only after national schemes had been exhausted, and only within certain limits) and ending with a fully fledged European deposit insurance scheme (whereby the European fund would intervene immediately, with full coverage of all financial needs relating to deposit insurance functions). However, no agreement has yet been reached on this issue, and discussions are still ongoing. Establishing the third pillar of the banking union is crucial to ensure uniform deposit protection across the euro area, regardless of a bank's location. This, in turn, will preserve depositors' confidence, prevent bank runs and safeguard financial stability, thereby complementing the supervisory pillar. It will also help to address the bank-sovereign nexus, as it will prevent national governments from being called upon to act as a backstop for national deposit guarantee schemes, thereby complementing the resolution pillar. Thus, all three pillars of the banking union will be complementary and mutually reinforcing. It is therefore of the essence that the third pillar is established, completing the architecture of the banking union. Outside observers such as the IMF have also called for the banking union to be completed in a comprehensive manner.¹¹¹

Table 1
State of play as regards the banking union

Concluded	In progress	Desirable but not yet under way
Pillar 1: Single Supervisory Mechanism		
Establishment of the SSM	Measures aimed at fully addressing regulatory fragmentation	
Capital requirements (CRR/CRD)	Steps to balance the interests of home and host supervisors of cross-border banking groups	
Pillar 2: Single Resolution Mechanism		
Establishment of the SRM	Backstop to the SRF	
Adoption of the BRRD	Adjustments to crisis management framework	
	Liquidity in resolution	
	A framework for liquidation of banks of all sizes	
Pillar 3: European Deposit Insurance Scheme		
Harmonisation of national deposit guarantee schemes	Fully fledged EDIS	
Other elements		
	Regulatory treatment of sovereign exposures and common safe assets	

Source: ECB.

The SSM was established rapidly – becoming operational only two years after the Four Presidents' Report – and has made significant progress. Indeed, the progress and achievements made by the SSM have been recognised by numerous outside observers, including the European Commission in its October 2017 report on

¹¹¹. See, for example, the IMF's [2018 financial system stability assessment for the euro area](#).

the SSM¹¹² and the IMF in its 2018 financial system stability assessment for the euro area.¹¹³ Those achievements include the harmonisation of supervisory practices, as well as significant improvements to a number of risk metrics, such as capital buffers, liquidity reserves and non-performing loans.

The establishment of the second pillar of the banking union was also rapid and represents a key milestone in the process of strengthening Europe's bank resolution framework. The SRM, with the Single Resolution Board (SRB) at its heart and the Single Resolution Fund (SRF) providing resolution financing, has been operational since 2016. The SRF pools contributions received from credit institutions in the banking union and has a target capacity of at least 1% of the total covered deposits of all authorised credit institutions in participating Member States, which must be reached by the end of 2023. Under the supervision of resolution authorities, banks are in the process of building up loss-absorption capacity as required by the minimum requirements for own funds and eligible liabilities (MREL). MREL liabilities include regulatory capital, but they also include other liabilities (e.g. senior unsecured bonds) which are deemed able to absorb losses and contribute to recapitalisation needs in the event of resolution. At the Euro Summit in June 2018, it was agreed that the ESM would provide a common backstop to the SRF in the form of a revolving credit line, starting in 2024. That backstop will have the same firepower as the SRF (i.e. 1% of covered deposits), thus doubling the resources that are available to support and facilitate bank resolution. Moreover, it was agreed at the Euro Summit in December 2018 that the backstop could be introduced before 2024 if sufficient risk reduction had been achieved in banks' balance sheets. Work on making the backstop operational is ongoing.

Despite the progress made so far, the banking union remains incomplete.

Outstanding issues include regulatory fragmentation, gaps in the crisis management framework (e.g. the lack of a harmonised insolvency regime), the absence of a common deposit insurance scheme, and the lack of a common framework for the provision of liquidity in resolution. A number of these elements are linked, and in June 2019 the High-Level Working Group on a European Deposit Insurance Scheme (which consists of members of the Eurogroup Working Group) was tasked with carrying out further technical work and identifying a transitional path with a view to addressing unresolved issues and moving towards a steady state banking union (see Table 1 for an overview of the various elements). At the Eurogroup meeting on 4

¹¹² See the [Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the Single Supervisory Mechanism established pursuant to Regulation \(EU\) No 1024/2013](#): "Based on document analysis and interviews with relevant stakeholders, the Commission comes to an overall positive assessment of the application of the SSM Regulation and the first years of the ECB acting in its supervisory capacity. The first Pillar of the Banking Union has now been fully implemented and is functional, with clear benefits in terms of level playing field and confidence emerging from the integrated supervision of credit institutions."

¹¹³ Op. cit. in footnote 13: "Banking supervision in the euro area has improved significantly following the creation of the Single Supervisory Mechanism (SSM). A detailed assessment against the Basel Core Principles finds that the SSM has established its operational independence and effectiveness, intensifying supervision while harmonizing at a high level. The SSM has also implemented sophisticated risk analysis in the process of setting capital targets for individual institutions."

December 2019, the Chair of the High-Level Working Group put forward several proposals:¹¹⁴

- An EDIS should be established, initially covering only liquidity needs, but eventually encompassing also loss coverage in line with progress on risk reduction. In the initial phase, a hybrid approach could be adopted, providing liquidity support within certain limits and relying on existing national deposit guarantee schemes, with a central fund gradually being established. In a subsequent phase, the EDIS could also increasingly cover losses.
- The regulatory treatment of sovereign exposures (RTSE) should be reformed gradually. Initially, supervisory (Pillar 2) and transparency (Pillar 3) requirements could be strengthened further. Following further analysis and an impact assessment, risk-based contributions to the EDIS could also take account of sovereign exposures, and that regulatory treatment could also include the gradual phasing-in of concentration charges for sovereign exposures. That gradual phasing-in of measures would take due account of the possible impact on national debt markets and financial stability. Further analysis of a “European safe portfolio” (i.e. safe assets and the role they play in the banking sector) should also be conducted.
- **Proposals were also made in respect of the crisis management framework and cross-border integration.** These involved, among other things, harmonising elements of insolvency law, formalising support arrangements within EU banking groups (i.e. establishing a formal mechanism for subsidiaries’ support by their parents), phasing out options and national discretions that had ceased to be justified, reviewing the governance of the SRB and facilitating cross-border banking. These measures should ensure that bank failures can be tackled effectively and without bailouts, preserving a level playing field and ensuring financial stability. It was also suggested that financial integration should be strengthened by rolling back prudential and non-prudential obstacles to cross-border banking between Member States.

There was broad recognition at that Eurogroup meeting that the High-Level Working Group’s report contained important proposals for the strengthening of EMU. The High-Level Working Group and the Eurogroup Working Group have been asked to continue working on all elements. Further work will also be carried out by the institutions and the relevant Council working parties.

Work will also continue in the relevant European fora on the provision of liquidity to banks in resolution. When failing banks go into resolution, viable parts can be resolved and restructured, re-entering the marketplace either as a stand-alone entity or as part of a larger banking group. During this transition phase, they may temporarily lack access to the market liquidity that they need in order to successfully reinitiate their operations. This is why other jurisdictions (such as the United Kingdom and the United States) have established public systems that provide

¹¹⁴. For more detailed information on those proposals, see the letter that the Chair of the High-Level Working Group sent to the Eurogroup: <https://www.consilium.europa.eu/media/41644/2019-12-03-letter-from-the-hlwg-chair-to-the-peg.pdf>

liquidity to banks in resolution. Although they vary in terms of their precise design, these systems generally rely on central bank liquidity, underpinned by fiscal guarantees. No such functionality exists at euro area level, implying a de facto fallback onto national solutions.

National solutions, however, do not reflect the reality that large euro area banks are now supervised at European level, creating a mismatch between liability and control. Moreover, national solutions risk fuelling the bank-sovereign nexus, as fiscal authorities may have to backstop banks' liquidity needs using national fiscal guarantees. Work is under way with a view to finding an adequate solution to this issue within the banking union, and various different options are on the table. As banks in resolution may sometimes have substantial liquidity needs, it is essential, in order to facilitate resolution and preserve confidence, that sufficient firepower is available – if necessary, beyond what is available via the SRF and the backstop to the SRF. However, when assessing potential solutions involving the Eurosystem, it is important to note, in this regard, that the Eurosystem can only provide liquidity against adequate collateral.

The Council and the European Parliament are expected to continue working on legislative initiatives relating to the banking union and banking regulation more broadly. This will include proposals made in the previous legislative period which have not yet come to fruition (such as a number of regulations/directives relating to collateral and the recovery and resolution of central counterparty clearing), as well as new initiatives and reviews of existing legislation (including the implementation of Basel III and aspects of the single rulebook relating to capital requirements and resolution).¹¹⁵

2.2 Capital markets union

The Five Presidents' Report also called for further development of the CMU. The idea here is that well-functioning capital markets can strengthen cross-border risk sharing through deeper integration of bond and equity markets. An increase in private risk sharing and greater integration of markets can also provide a buffer against systemic shocks in the financial sector. In addition, companies – including small and medium-sized enterprises (SMEs) – will have access to a more diverse range of finance, in addition to bank credit.

The goals of the CMU project, as defined in the Commission's 2015 action plan,¹¹⁶ are manifold, with the overarching aim being to create “stronger capital markets” in the EU. The CMU project originally stemmed, in essence, from the observation that, relative to other monetary unions, the euro area had less well developed and less integrated capital markets, which were preventing it from enjoying a number of economic benefits. A fully fledged CMU (which, in combination with the banking union, could lay the foundations for a financial union) would “help

¹¹⁵. For updates on the progress of legislative initiatives, see <https://www.europarl.europa.eu/legislative-train>

¹¹⁶. See <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468&from=EN>

mobilise capital in Europe and channel it to all companies”, as well as “deepen financial integration” through “more cross-border risk sharing, more liquid markets and diversified sources of funding”.¹¹⁷ In its response to the Commission’s 2015 green paper,¹¹⁸ the Eurosystem noted that “CMU has the potential to complement the banking union, strengthen Economic and Monetary Union (EMU) and deepen the Single Market”. Outside observers such as the IMF make similar arguments.¹¹⁹

Most of the proposals listed in the 2015 action plan were implemented in the last legislative period, but more remains to be done. For example, little progress has been made on key issues such as taxation and the harmonisation of insolvency frameworks. Specifically, reforms aimed at removing biases in the tax code that favour debt over equity remain unfinished, and the withholding tax on capital gains remains heterogeneous across the euro area. On the subject of insolvency frameworks, there is still no alignment as regards the question of how to recoup collateral or assign the claims of creditors. In other areas, meanwhile, the initial level of ambition has been lowered significantly. This is true, for example, of the review of the ESAs (particularly as regards the competences of the European Securities and Markets Authority), the supervision of central counterparties as laid down in the European Market Infrastructure Regulation (EMIR 2.2) and the establishment of a Pan-European Pension Product. While measures in some areas may simply need more time in order to achieve their full effect, it seems unlikely that the original 2015 action plan will, on its own, be sufficient to achieve truly integrated capital markets. Specifically, further action will be needed in relation to the convergence of framework conditions, the harmonisation of capital market products and processes, and supervisory convergence (see Table 2 for an overview).

Table 2
State of play as regards the CMU

Concluded	Selected areas where further work is needed
Convergence of framework conditions	
Insolvency frameworks: Restructuring and Second Chance Directive	Harmonisation of insolvency frameworks Measures aimed at harmonising/addressing specific tax issues
Harmonisation and development of products and processes	
Pan-European Pension Product Simple, transparent and standardised securitisation	Development of sustainable finance as a key component of EU capital markets Cross-border portability of pensions and harmonisation of their tax treatment Development of an EU-wide approach to fintech and digitalisation
Supervisory convergence	
Review of ESAs	Steps towards the establishment of a single capital market supervisor

Source: ECB.

¹¹⁷. Ibid.

¹¹⁸. See “Building a Capital Markets Union – Eurosystem contribution to the European Commission’s Green Paper”, April 2015.

¹¹⁹. See Bhatia et al., “A Capital Market Union for Europe”, *Staff Discussion Notes*, No 19/07, IMF, 2019.

Strengthening the EU's capital markets will become even more important after Brexit.

Regulatory drivers – in particular, the end of passporting rights for certain UK-based activities – are already having an effect on the geography of financial centres in the EU. Preliminary evidence suggests that a small number of new financial hubs appear to be emerging as a result of the relocation – or planned relocation – of certain activities. The persistence of such dynamics, and the emergence of a clearly multi-centric euro area financial system, could pose a number of challenges. In particular, without further progress on the CMU, a more fragmented financial structure could eventually jeopardise private risk sharing.

Where services can continue to be provided out of London on the basis of third-country access regimes, regulatory and supervisory consistency is needed.

A fragmented framework for third-country access, relying on a patchwork of existing national regimes, could give rise to regulatory arbitrage, with firms potentially seeking to circumvent host supervision and EU regulatory requirements. Appropriate oversight will be needed, with EU regulators and supervisors being given adequate tools, especially considering that existing third-country regimes were not designed to manage substantial cross-border provision of services.

Measures aimed at developing capital markets would help to strengthen the EU's domestic capacity in areas where reliance on London is more pronounced.

A substantial reduction in the provision of cross-border services by the City of London would strengthen the case for developing domestic capacity. CMU initiatives have been launched in order to support the development of certain market segments, such as securitisation and crowdfunding. The CMU project also seeks to increase the use of equity financing through its role in supporting investment and private risk sharing. Thus, in a post-Brexit world, initiatives fostering the development of genuine capital markets will be even more important.

The Commission has initiated further work on the CMU with a view to presenting legislative proposals in 2020. The High-Level Forum established by the Commission has been tasked with putting forward proposals for the next CMU action plan by the end of May 2020. The High-Level Forum is exploring three questions: (i) how to create an ecosystem that allows greater cross-border raising of capital, with a particular focus on innovative SMEs; (ii) how to establish pan-European capital market architecture, with a particular focus on the question of how new financial technologies can support this process;¹²⁰ and (iii) how investment choices and access to capital market services can foster greater participation by retail investors.

The Council is also looking at issues in this area. In October 2019, a high-level working group established by a number of Member States published proposals aimed at relaunching the CMU. These included recommendations aimed at generating long-term savings opportunities, developing equity markets, enhancing cross-border financial flows, and developing debt, credit and forex financing tools. The conclusions of the December 2019 ECOFIN meeting call for a roadmap to be drawn up for the deepening of the CMU on the basis of six objectives: (i) enhanced

¹²⁰. The ECB is participating in this work stream as an observer.

access to finance for EU firms (especially SMEs); (ii) the removal of structural and legal barriers to increased cross-border capital flows; (iii) the provision of incentives encouraging well-informed retail savers to invest, and the removal of obstacles standing in their way; (iv) support for transition to sustainable economies; (v) the embracing of technological progress and digitalisation; and (vi) strengthening of the global competitiveness of EU capital markets.¹²¹ Those conclusions invite the Commission to assess and explore detailed measures and actions that could help to achieve these objectives.

While there is broad acknowledgement of the importance of the CMU, the challenge will be to transform that ambition into concrete and ambitious measures during the current legislative cycle. Many of the proposals in the original 2015 action plan have already been implemented, but some have ended up being less ambitious than was originally intended.

2.3 Fiscal instruments for the euro area

In the realm of fiscal union, the Five Presidents' Report called for the establishment of a euro area-wide fiscal stabilisation function for severe crisis situations. In such circumstances, national fiscal buffers may not be able to provide the degree of economic stabilisation that would be optimal from an aggregate euro area perspective. Mature monetary unions typically have a common macroeconomic stabilisation function in order to enhance the economy's resilience to shocks that cannot be managed at national level alone.

Discussions on the establishment and expansion of European fiscal instruments are currently ongoing, with three types of goal in mind: (i) stabilisation of the business cycle, (ii) fostering of convergence through support for structural reforms and (iii) increases in public investment. In addition, negotiations have also been taking place with regard to the reforming of the euro area's crisis architecture (particularly the ESM) and the EU's next multiannual financial framework (covering the period 2021-27) – issues which are not covered in great detail here. For an overview of concluded and ongoing work streams in this area, see Table 3.

¹²¹. See <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2019/12/05/capital-markets-union-council-sets-objectives-for-the-deepening-of-the-project>

Table 3

Fiscal and economic union: state of play as regards EU and euro area fiscal instruments

Concluded	In progress	Desirable but not yet under way
Instruments for stabilisation		
		A genuine incentive-compatible euro area macroeconomic stabilisation function (with common debt issuance)
Instruments for convergence, competitiveness and investment		
InvestEU	<p>Multiannual financial framework (MFF) for the period 2021-27</p> <p>Budgetary instrument for convergence and competitiveness</p>	

Source: ECB.

In its opinion on the establishment of a European investment stabilisation function (EISF), the ECB welcomed the fact that the creation of a common macroeconomic stabilisation function for the euro area was being discussed.¹²² The ECB pointed out that other monetary unions have such functions in order to better deal with economic shocks that cannot be managed at national level. If designed appropriately, a common macroeconomic stabilisation function would increase the economic resilience of both individual participating Member States and the euro area as a whole, thereby also supporting the single monetary policy, particularly in the presence of deep euro area-wide recessions.

Thus far, little progress has been made on the establishment of a genuine stabilisation function. In addition to the Commission's 2018 proposal for an EISF,¹²³ prominent proposals ranging from "rainy day funds" to investment protection schemes and unemployment (re)insurance schemes have been made by international institutions, academics and a number of Member States.¹²⁴ Those proposals have been discussed in EU fora, which are continuing to work on them, but only at a technical level. Meanwhile, Commission President Ursula von der Leyen has indicated that she intends to propose a European unemployment benefit reinsurance scheme. At this stage, however, there is no concrete information on the possible design of such a scheme.¹²⁵

Rather than a stabilisation function, it has been agreed, as a compromise, that a budgetary instrument for convergence and competitiveness will be created in order to provide EU funds to Member States for structural reforms and investment. In its agreement of 10 October 2019, the Eurogroup set out the main

¹²². See the general observations made in [ECB Opinion CON/2018/51](#).

¹²³. The Commission has also made proposals on convergence and public investment in the form of a plan for a Reform Support Programme and a proposal to turn the European Fund for Strategic Investments (the "Juncker Plan") into InvestEU (see http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-3972_en.htm).

¹²⁴. See, for example, the IMF's proposal on a [central fiscal capacity for the euro area](#) and the proposal made by 14 French and German economists on [reconciling risk sharing with market discipline](#).

¹²⁵. See "[A Union that strives for more: My agenda for Europe – Political Guidelines for the next European Commission 2019-24](#)". For a technical assessment of the various different design options for a European unemployment insurance scheme, see Koester, G. and Sondermann, D., "[A euro area macroeconomic stabilisation function: assessing options in view of their redistribution and stabilisation properties](#)", *Occasional Paper Series*, No 216, ECB, 2018.

features of the BICC, including key governance principles and financing modalities, as well as core parameters for the allocation of funds.¹²⁶ Funds will be allocated to each Member State on the basis of its population and the inverse of its gross national income (GNI) per capita, with a “juste retour” floor of 70%. (In other words, Member States can never receive less than 70% of the funds that they have paid in.) As regards national co-financing rates, the agreement foresees a rate of 25%, while a modulation procedure envisages that this rate can be cut in half in the presence of severe economic circumstances.¹²⁷ The main outstanding issues relating to the BICC concern its size and financing. As regards the amount of funding to be provided from the EU budget, the Eurogroup and the Commission had proposed a sum of €17 billion, but in December the Finnish EU Presidency proposed a substantially lower amount of €12.9 billion as part of the negotiation of the multiannual financial framework. On the subject of financing, the Eurogroup Working Group has been tasked with carrying out further discussions in 2020 on an intergovernmental agreement (IGA) that could funnel additional resources into the BICC. This has resulted in a dedicated report providing further information on the rationale for the IGA and its content, modalities and scope.¹²⁸ A final decision – including a decision on the IGA – will be taken by Europe’s leaders in the context of the MFF negotiations. Given that it is currently expected to be fairly limited in terms of capacity, the BICC will probably not have a material impact on the convergence, competitiveness or stabilisation of the euro area. Equipping the BICC with additional resources via an IGA will therefore be essential in order to increase its effectiveness.

At the same time, over the last few years, a number of budgetary instruments aimed at supporting investment have been developed and scaled up at EU28 – rather than euro area – level. In 2014, the European Commission launched its Investment Plan for Europe (the “Juncker Plan”) as a collective fiscal instrument at EU level in order to reverse the downward trend in investment and help sustain the economic recovery. By October 2019, the Investment Plan for Europe had triggered €439.4 billion in additional investment across the EU. Indeed, according to the Commission, investment under this programme had increased EU GDP by 0.9% by 2019 and will increase it by a cumulative total of 1.8% by 2022. The European Investment Bank (EIB) is another budgetary instrument that exists at EU level. In 2012, the EIB’s capital was increased further (bringing its subscribed capital to €232.4 billion) with the aim of contributing to economic growth in Europe. That increase in capital has allowed the EIB to provide about €60 billion in additional lending over a three-year period, thereby further increasing the macroeconomic impact of its operations.

Looking ahead, there are several proposals aimed at increasing the EU’s support for investment which may have a beneficial macroeconomic impact at

¹²⁶ See the [Eurogroup term sheet on the budgetary instrument for convergence and competitiveness](#).

¹²⁷ A national co-financing rate of 25% means that a quarter of the costs of a particular project are borne by the receiving Member State, while the remaining 75% are financed via the EU budget. The degree of co-financing required to receive EU funds may temporarily be reduced by half in the presence of severe economic circumstances, as defined in the Stability and Growth Pact. Such cyclical modulation can occur in the event of a negative annual GDP volume growth rate or if a country experiences an accumulated loss of output (see Article 2 of [Council Regulation \(EC\) No 1467/97](#)).

¹²⁸ See the [Eurogroup report on a possible intergovernmental agreement for the budgetary instrument for convergence and competitiveness](#).

euro area level, albeit they do not seek to achieve countercyclical effects and are limited in size. In the Commission's proposal for the 2021-27 multiannual financial framework, the largest relative increase in the EU budget can be seen in the area of support for investment. The InvestEU programme proposed for the next MFF is expected to place the European Fund for Strategic Investments and 13 other EU financial instruments under a single roof, mobilising at least €650 billion in additional investment.¹²⁹ Moreover, the Sustainable Investment Plan announced by the new Commission is expected to trigger €1 trillion in climate-related investment between 2020 and 2030. The Commission tabled a proposal on this issue on 8 January 2020.

The establishment of a central fiscal capacity could involve the issuance of some form of safe asset at euro area level. In this context, the General Board of the European Systemic Risk Board (ESRB) set up a High-Level Task Force on Safe Assets, which investigated the practical considerations relating to sovereign bond-backed securities (SBBSS).¹³⁰ At present, however, no specific proposals on euro area safe assets are being discussed in EU fora at political level.

A discussion on reorienting EU policies – including the EU budget – towards the provision of public goods such as environmental protection, digitalisation and security is gaining traction. The Commission has made climate change its central priority for the next five years, and the French and German governments recently commissioned a study looking at the potential of European public goods across a wide range of policy areas in the context of the changing geopolitical conditions facing the EU.¹³¹ Even if they have no impact on policies at EU level, these discussions could still lead to greater coordination between the national policies of individual countries.

2.4 Governance of national fiscal and economic policies

In the realm of fiscal and economic union, the Five Presidents' Report called for stronger coordination of national policies under both the Stability and Growth Pact and the MIP. On the subject of fiscal policies, that report emphasised the need for responsible budgetary policies at Member State level. A review of the six-pack and two-pack – a related consultation process was launched by the Commission on 5 February¹³² – was identified as an opportunity to increase clarity, transparency, compliance and legitimacy, while preserving the stability-oriented nature of the fiscal rules. Better compliance with fiscal rules was to be achieved via the establishment of the European Fiscal Board (EFB), which would coordinate and complement national fiscal councils and provide an independent assessment of Member States' compliance with the rules of the Stability and Growth Pact. As regards economic policies, the Five Presidents' Report emphasised the need for

¹²⁹. See the European Commission's [press release of 6 June 2018](#).

¹³⁰. See the [first volume](#) of the report produced by the High-Level Task Force on Safe Assets for the main findings in this regard.

¹³¹. See the [Bruegel study](#) by Jean Pisani-Ferry and Clemens Fuest that was prepared for the French and German finance ministers.

¹³². See the Commission's [communication on its economic governance review](#), which was published on 5 February 2020.

further economic convergence in order to achieve consistently resilient economic structures throughout the euro area. A network of competitiveness authorities (“national productivity boards”) was envisaged for the euro area in order to track performance in the field of competitiveness, prevent economic divergence and increase ownership of the necessary reforms at national level. Moreover, the Five Presidents’ Report also called for stronger surveillance under the MIP to encourage structural reforms and better capture imbalances at the level of the euro area as a whole. Meanwhile, the European Semester was to place greater emphasis on the coordination of economic policies.

An effective coordination system for national economic policies is essential for the smooth functioning of EMU. This is of vital importance in order to support the single monetary policy and bolster economic convergence both within and across countries.

The fiscal and economic governance framework in EMU has been reformed over the years, drawing on lessons learned both before and during the crisis. The six-pack reform of 2011 and the two-pack reform of 2013 sought to place greater emphasis on debt¹³³ and expenditure control, strengthening enforcement, improving the monitoring of macroeconomic imbalances and establishing independent fiscal institutions at national level. Since then, EU fiscal rules have been subject to continuous refinement and interpretative innovation, which has resulted in greater complexity and increased the scope for discretion. The EFB and national productivity boards have also been established. The Five Presidents’ Report, which called for the creation of the EFB, anticipated that it would act as an advisory body, coordinating and complementing national fiscal councils and providing a public and independent assessment of the implementation of the EU’s fiscal governance framework.¹³⁴ Meanwhile, the Five Presidents’ Report’s call for a network of competitiveness authorities in the euro area to prevent economic divergence and increase ownership of the necessary reforms at national level resulted in the Council recommending the establishment of national productivity boards.¹³⁵ Table 4 provides an overview of developments in this area.

¹³³. See the article entitled “Government debt reduction strategies in the euro area”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2016.

¹³⁴. See the box entitled “The creation of a European Fiscal Board”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2015.

¹³⁵. See the [Council recommendation of 20 September 2016](#).

Table 4

Fiscal and economic union: state of play as regards the governance of national policies

Concluded	In progress	Desirable but not yet under way
Fiscal rules		
Two-pack and six-pack reforms to improve Stability and Growth Pact	Review of two-pack and six-pack: more simple and effective rules to ensure countercyclicity and sustainability	
European and national fiscal boards		
Structural reforms and macroeconomic imbalance procedure		
European Semester with greater emphasis on euro area priorities	Reform support via budgetary instrument for convergence and competitiveness	Full use of MIP, including corrective arm
Structural Reform Support Service	Reform of six-pack: improvement of the MIP	New instruments to strengthen reforms
National productivity boards		Completion of the Single Market

Source: ECB.

However, the reform of the Stability and Growth Pact has had mixed results.

Overall, the debt and deficit levels of the euro area as a whole are below those seen in other major advanced economies. There are no ongoing excessive deficit procedures (EDPs) at present, and many euro area countries have now reached their medium-term budgetary objectives (MTOs).¹³⁶ At the same time, some countries have made insufficient progress in terms of reducing government debt and deficits.¹³⁷ There are currently limited fiscal buffers available to support growth if downside risks to the current economic outlook materialise, particularly in high-debt countries. In addition to criticism of their limited effect as a disciplining device, the EFB and others have also pointed out that the rules have become too complex and overly reliant on unobservable variables such as output gaps. Moreover, the Stability and Growth Pact does not contain rules or instruments aimed at steering the aggregate euro area fiscal stance, and little effort has been made to improve the quality of public finances, irrespective of the fiscal stance.¹³⁸

As regards structural policies, continued weak implementation of country-specific recommendations (CSRs) by Member States – including those with excessive imbalances – remains a challenge for the European Semester.¹³⁹

Indeed, in February 2019 the Commission concluded that none of the 2018 CSRs for euro area countries had been “fully” implemented.¹⁴⁰ Meanwhile, “substantial” progress was only observed for around 5% of CSRs. This was similar to the situation seen in previous years. As such, the streamlining of the European Semester (by

¹³⁶. See the article entitled “Fiscal rules in the euro area and lessons from other monetary unions”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2019.

¹³⁷. See Kamps, C. and Leiner-Killinger, N., “Taking stock of the functioning of the EU fiscal rules and options for reform”, *Occasional Paper Series*, No 231, ECB, 2019; and Kamps, C. and Hauptmeier, S., “Debt rule design in theory and practice – the SGP’s debt benchmark revisited”, *Working Paper Series*, ECB, forthcoming.

¹³⁸. See the article entitled “The euro area fiscal stance”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016; and Bańkowski, K. and Ferdinandusse, M., “Euro area fiscal stance”, *Occasional Paper Series*, No 182, ECB, 2017.

¹³⁹. See Pierluigi, B. and Sondermann, D., “Macroeconomic imbalances in the euro area: where do we stand?”, *Occasional Paper Series*, No 211, ECB, 2018.

¹⁴⁰. See the box entitled “Country-specific recommendations for economic policies under the 2019 European Semester”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2019.

reducing the number of CSRs) and the enhancement of the dialogue between the Commission and Member States have not yielded the intended improvements. Moreover, countries with excessive imbalances do not seem to have taken further decisive policy action to step up the implementation of their CSRs. Finally, the macroeconomic imbalance procedure has not yet been applied in full, as the Commission has never exercised its right to initiate an excessive imbalance procedure (EIP).¹⁴¹

The Commission is now in the process of reviewing both the six-pack and the two-pack, with that review due to be concluded in 2020.¹⁴² That review, which was launched on 5 February, will take account of four key weaknesses in the fiscal framework: (i) the high levels of debt in some Member States; (ii) the procyclical nature of fiscal policies; (iii) the complexity of rules and the lack of ownership; and (iv) the fact that insufficient attention is paid to investment. The Commission has also launched a consultation process, inviting stakeholders (including the ECB) to provide their views on the question of how the economic governance framework has functioned so far and how best to enhance its effectiveness. That consultation process will run until the summer, and the Commission will then take all responses into consideration when it reflects internally on possible next steps in the second half of the year.

A number of possible ways of rectifying the EU's fiscal governance framework have been put forward by stakeholders. In 2017, for instance, the Commission proposed amending the Treaty on Stability, Coordination and Governance (the "fiscal compact") and integrating it into the EU's legal framework.¹⁴³ Meanwhile, the IMF,¹⁴⁴ the EFB¹⁴⁵ and ECB staff¹⁴⁶ have all advocated reforming the Stability and Growth Pact on the basis of a single long-run debt target and a single operational instrument (such as an expenditure rule). The EFB has called for a wide-ranging review aimed at simplifying the rules, combined with progress towards the establishment of a stabilisation capacity.¹⁴⁷ Most observers also see a link between further risk sharing and market discipline.

On the subject of reforming the European Semester and the MIP, no major proposals have been tabled, other than the BICC. The Commission has, however, indicated that it intends to integrate the UN Sustainable Development

¹⁴¹. See Sondermann, D. and Zorell, N., "[A macroeconomic vulnerability model for the euro area](#)", *Working Paper Series*, No 2306, ECB, 2019, for a discussion of the MIP scoreboard indicators in the context of an early warning approach.

¹⁴². See the Commission's [tentative schedule](#) as of 3 December 2019.

¹⁴³. See [ECB Opinion CON/2018/25 of 11 May 2018](#) on a proposal for a Council directive laying down provisions for strengthening fiscal responsibility and the medium-term budgetary orientation in the Member States.

¹⁴⁴. See Andrlé, M. et al., "[Reforming Fiscal Governance in the European Union](#)", *Staff Discussion Notes*, No 15/09, IMF, May 2015.

¹⁴⁵. See EFB, "[Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation](#)", August 2019.

¹⁴⁶. See Kamps, C. and Leiner-Killinger, N., "[Taking stock of the functioning of the EU fiscal rules and options for reform](#)", *Occasional Paper Series*, No 231, ECB, 2019; and Hauptmeier, S. and Kamps, C., "Debt rule design in theory and practice – the SGP's debt benchmark revisited", *Working Paper Series*, ECB, *forthcoming*.

¹⁴⁷. The EFB has, however, noted that Member States do not regard the current practices as sufficiently destabilising to make such a review a high priority.

Goals into the European Semester, as well as possibly replacing the EU2020 Agenda (which serves as an anchor for the European Semester) with the UN's 2030 Agenda for Sustainable Development.

At the same time, in the context of growing concerns about global competition, digitalisation and climate change, the Single Market is set to feature more prominently in the Commission's agenda going forward.

Ambitious policy agendas in these three areas have the potential to open up new sources of growth and play an important role in accelerating convergence within EMU, which historically grew out of the Single Market. Services, for example, remain underdeveloped and could help to bring about more integrated and resilient product markets.¹⁴⁸ ¹⁴⁹ The Commission has also launched a Green New Deal, which is expected to mobilise additional investment in order to finance the transition process.

2.5 Crisis management

The establishment of a fiscal backstop for the euro area in the form of the European Stability Mechanism was of fundamental importance for the resilience of EMU. In response to the euro area sovereign debt crisis, euro area countries established the European Financial Stability Facility (EFSF) in 2010. This was followed in 2012 by the establishment of the ESM as a permanent euro area crisis management body outside the EU's legal framework. Together, the EFSF and the ESM have disbursed €295 billion in financial assistance since 2010.

Over the last two years, euro area countries have been negotiating a reform of the ESM in order to increase its operational capacity. In December 2019, the Eurogroup agreed in principle on four broad reforms, which will be reflected in a revised ESM Treaty. First, the ESM will act as a backstop for the Single Resolution Fund. Second, the ESM will play a more prominent role in the design and monitoring of conditionality requirements in macroeconomic adjustment programmes, as well as external programmes. Third, the conditions for accessing the ESM's precautionary support will be set out more clearly. And fourth, the framework for assessing the sustainability of debt will be refined further, and single-limb collective action clauses (CACs) will be introduced as of 2022. The revised ESM Treaty should be signed in the coming months, once all remaining legal issues have been resolved.¹⁵⁰

2.6 Other institutional issues (“political union”)

The Five Presidents' Report stressed that institutional innovations need to be accompanied by greater economic integration. Specifically, greater responsibility

¹⁴⁸. See the Commission's [assessment of the implementation of the Services Directive](#).

¹⁴⁹. See [ECB Opinion CON/2018/25 of 11 May 2018](#) on a proposal for a Council directive laying down provisions for strengthening fiscal responsibility and the medium-term budgetary orientation in the Member States.

¹⁵⁰. The euro area's crisis management framework will be discussed in greater depth in a forthcoming issue of the Economic Bulletin, which will include a more detailed assessment of these ESM reforms.

at EU and euro area level needs to go hand in hand with “greater democratic accountability, legitimacy and institutional strengthening”.¹⁵¹

As regards these broader institutional reforms, a number of initiatives proposed in the Five Presidents’ Report have yet to materialise (see Table 5 for an overview). These initiatives include, for example, more unified external representation of the euro area and the establishment of a euro area treasury. Meanwhile, others have called for clearer separation between the prosecution and adjudicatory roles within the Commission, in order to strengthen its ability to act as the guardian of the Treaty in enforcing the Stability and Growth Pact. Moreover, the ESM and the fiscal compact have not yet been integrated into EU law. While the Commission put forward proposals in these areas, both co-legislators eventually decided not to follow up on them. In a similar vein, the policy proposal presented by the Commission in 2017 with a view to establishing a euro area treasury¹⁵² met with strong scepticism in the Council, and the Commission never made a formal legislative proposal. These institutional reforms could potentially become more relevant when it comes to the institutional arrangements for any future fiscal capacity.

Table 5

State of play as regards other institutional issues

Concluded	In progress	Desirable but not yet under way
Interplay with national policies		
Intensified dialogue with European and national parliaments, as well as governments, through the European Semester		
Further institutional negotiations and coherence of EU legal order		
	Unified international role representing the euro area	
	Euro area treasury/European High Representative for the Economy and Finance	
	Integration of the ESM and the fiscal compact into EU law	

Source: ECB, based on Five Presidents’ Report.

Treaty change could potentially take place under this Commission, opening up avenues for broader institutional reforms. The Commission envisages a Conference on the Future of Europe, starting in 2020 and running for two years, which could result in the revision of EU Treaties. While the remit of such a conference will be decided in cooperation with the European Parliament and the Council, the Commissioner-designate in charge of this dossier has signalled an intention to focus mainly on the issue of democratic participation, which could include giving the European Parliament the right of legislative initiative.¹⁵³ In response to the Commission’s tabling of this suggestion, France and Germany published a joint

¹⁵¹. See the [Five Presidents’ Report](#).

¹⁵². See the Commission’s “Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union”, May 2017.

¹⁵³. See [Commissioner-designate Dubravka Šuica’s hearing before the European Parliament’s Committee on Constitutional Affairs](#).

paper on 25 November 2019 outlining their views on the remit and process for such an intergovernmental conference.¹⁵⁴

3 Conclusions

The new European legislature will be able to build on the significant steps that were taken to improve EMU architecture in the previous decade. The establishment of the European Stability Mechanism, the reforming of fiscal rules and the establishment of the macroeconomic imbalance procedure all helped to address fault lines exposed by the crisis. The subsequent introduction of the Single Supervisory Mechanism and the Single Resolution Mechanism then delivered two of the three pillars of the banking union.

Nevertheless, the agenda that was proposed in the Five Presidents' Report has yet to be fully implemented, with outstanding measures in the financial, fiscal, economic and political domains. There is no room for complacency when it comes to making EMU better able to withstand adverse shocks. Private and public debt remain elevated in many countries, private and public risk sharing are still more limited in the euro area than they are in other monetary unions, and mechanisms aimed at ensuring resilient policies at national level could be strengthened further.

The first priority is the need to complete the banking union. An unfinished banking union will prevent the euro area and its citizens from reaping the full benefits when it comes to market integration and the uniform protection of depositors. There is, however, some momentum in this regard, which should be seized upon in order to pursue a package of measures in parallel:

- Establish a European Deposit Insurance Scheme: The establishment of a fully fledged EDIS should be the key priority, as it is the main element that is missing in terms of completing the banking union. In the short to medium term, a common deposit insurance scheme could be set up on the basis of a hybrid model, relying on existing national schemes and a central fund, with loss coverage gradually increasing over the next five years. However, the end goal should be an EDIS with full loss and liquidity coverage, in order to ensure uniform protection of covered deposits.
- Harmonise national bank insolvency procedures at European level: Bank insolvency frameworks continue to vary across countries, potentially giving rise to very significant differences in terms of outcomes. Taking the US Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) as a model, a harmonised liquidation framework should be established, and the Single Resolution Board should be given the tools needed to oversee the orderly liquidation of banks (especially in the case of small and medium-sized banks which are not subject to resolution).
- Remove impediments to the free flow of capital and liquidity: In order to protect domestic bank balance sheets against adverse shocks, capital and liquidity

¹⁵⁴. See <https://www.politico.eu/wp-content/uploads/2019/11/Conference-on-the-Future-of-Europe.pdf>

should be allowed to flow freely within EMU (including within cross-border banking groups). Striking a balance between the interests of financial integration and financial stability will be crucial in order to remove those impediments within the euro area.

- Recognise that the regulatory treatment of sovereign exposures and the development of a common euro area safe asset can be two additional mutually supportive aspects of the deepening of EMU: Work on a sound and prudent design for each concept should continue independently. The introduction of RTSE needs to take into account financial stability considerations and reinforces the case for ensuring sufficient availability of safe assets for the liquidity and risk management of financial institutions. At the same time, the creation of a common euro area safe asset, if so decided by Member States, should be pursued in a way that does not undermine incentives for sound national fiscal policies. That common safe asset will also be conducive to the smooth conduct of monetary policy. Together with RTSE, it will also contribute to the safety and soundness of banks, as well as contributing indirectly to the strengthening of the international role of the euro.
- Close the gap in terms of the provision of liquidity to banks in resolution: A European-level guarantee promising access to Eurosystem liquidity for banks in resolution would bring the euro area into line with other major jurisdictions such as the United Kingdom and the United States.
- Improve Europe's anti-money laundering (AML) framework: The existing AML Directive should be turned into a regulation, establishing an effective European toolkit combating money laundering. An EU body outside the ECB should be given responsibility for AML tasks and could be equipped with direct supervisory powers.

A second priority is the development of a European capital market, which is vital in order to improve private risk sharing and is an area that remains underdeveloped. The European Commission and its High-Level Forum looking at the CMU are expected to make proposals on this issue in early 2020. Those proposals will need to show renewed ambition in order to drive the CMU project forward, particularly as regards the following:

- **Fostering supervisory convergence:** A genuine CMU will need to have a single capital market supervisor at European level, with a level playing field not only in terms of regulation, but also as regards supervisory practices and their application across the EU.
- **Harmonising products and standards:** Capital market products and standards should be harmonised, with a Pan-European Pension Product and common standards for securitisation, fintech and green bonds, for example.
- **Convergence of framework conditions:** In order to create a landscape conducive to vibrant capital markets, the EU requires greater convergence of

framework conditions with a bearing on the CMU, such as tax and insolvency frameworks.

A third priority is the need to improve the euro area's fiscal architecture, which has not entirely delivered as intended. The current fiscal rules do not do enough to ensure the achievement of sound and sustainable fiscal positions in economic good times. The resulting lack of fiscal space in bad times may then entail a need for procyclical fiscal tightening, which may render the macroeconomic policy mix inappropriate at the euro area level. Going forward, there is therefore a need for the following:

- **Reforms to fiscal rules to make them simpler, more effective and less procyclical:** There is a fairly broadly based consensus in both academia and policy institutions that it would be beneficial to move towards a framework with a single indicator (e.g. an expenditure rule) with links to a debt anchor. The ongoing review of the two-pack and the six-pack represents an opportunity to reassess the effectiveness of the SGP framework.
- **Creation of a central fiscal capacity for the euro area for the purposes of macroeconomic stabilisation:** The existing rules are not conducive to the establishment of a euro area-wide fiscal policy stance that could complement monetary policy, particularly at the effective lower bound. A central budgetary function of this kind would help to increase the euro area's resilience when facing severe economic crises.

A fourth priority is the need to improve the resilience of national economic structures. The implementation of structural reforms to increase the resilience of labour and product markets, as well as institutions, has waned in recent years. Two different avenues can be leveraged in order to address this:

- Use the macroeconomic imbalance procedure more effectively: Existing means of coordinating economic policy – including the excessive imbalance procedure – should be applied more effectively.
- Deepen the Single Market: Europe is increasingly shifting from the production of goods to the provision of services – an area where the Single Market is not as well developed (partly as a result of shortcomings in terms of the implementation of the Services Directive). Consequently, there are still many national regulations governing the delivery of different types of service in the various Member States. With that in mind, the Commission should place renewed emphasis on initiatives aimed at deepening the Single Market, reaping the benefits of its proven track record of boosting economic growth. In parallel, it could explore the possibility of broadening the scope of the Single Market in areas where reform efforts have lost momentum (e.g. as regards conditions for doing business).

Progress in these outstanding areas will support the effectiveness of the single monetary policy and banking supervision and help to preserve financial stability. Sound countercyclical fiscal policies, completion of the banking union,

sufficient financial resilience and cross-border private and public risk sharing are all important to the ECB in order to allow for more effective transmission of monetary policy with fewer side effects, enhance the alignment of euro area business cycles, complement monetary policy, give European banking supervision greater traction and safeguard financial stability.

© Europese Centrale Bank, 2020

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

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

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

De statistieken in deze uitgave zijn afgesloten op 11 maart 2020.

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

ISSN 2363-3522 EU-catalogusnummer QB-BP-20-002-NL-N