



EUROPESE CENTRALE BANK
EUROSYSTEM

Economisch Bulletin

Nummer 6 / 2026



Inhoud

Economische, financiële en monetaire ontwikkelingen	3
Samenvatting	3
1 Externe omgeving	8
2 Economische bedrijvigheid	15
3 Prijzen en kosten	24
4 Ontwikkelingen op de financiële markten	32
5 Financieringsvoorwaarden en ontwikkelingen in de kredietverlening	38
6 Begrotingsontwikkelingen	44
Kaders	48
1 Which countries are most vulnerable to the industrial rise of China? Mapping Europe's uneven exposure	48
2 Navigating uncertainty: how the Middle East conflict is shaping expectations and coping strategies of firms	54
3 Main results of the latest euro area demographic projections	59
4 The uneven journey of wholesale gas and electricity prices to consumer bills	64
5 The evolution of financial conditions in the euro area and the United States: a Macro-Finance FCI perspective	70
6 US equity market developments during the AI boom	76
7 Liquidity conditions and monetary policy operations from 6 May to 28 July 2026	84
Artikelen	90
1 Scaling up European firms: the case for an EU company law regime to unlock cross-border investment, innovation and growth	90
Box 1 The Delaware stock corporation regime: legal infrastructure for US high-growth firms	94
Box 2 Next steps: constraints and pragmatic pathways	108

2	Defence spending and its short and longer-term macroeconomic effects	114
Box 1	Understanding defence spending statistics	118
Box 2	The macroeconomic effects of defence spending beyond the projection baseline: model-based scenario analysis and empirical evidence	123
Box 3	Economic benefits of higher public R&D defence spending	131
Statistieken		136

Economische, financiële en monetaire ontwikkelingen

Samenvatting

In zijn vergadering van 10 september 2026 heeft de Raad van Bestuur besloten de drie basisrentetarieven van de ECB met 25 basispunten te verhogen. Het conflict in het Midden-Oosten zorgt nog steeds voor inflatiedruk en de inflatie zal gedurende langere tijd ruim boven de doelstelling blijven. Het besluit om de tarieven te verhogen onderstreept de vastberadenheid van de Raad van Bestuur om met het monetair beleid de inflatie te stabiliseren op de doelstelling van 2% op middellange termijn.

In het basisscenario van de macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2026 voorzien medewerkers van de ECB een gemiddelde totale inflatie van 3,0% in 2026, 2,5% in 2027 en 2,1% in 2028. De inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen zal volgens het basisscenario 2,5% bedragen in 2026, 2,6% in 2027 en 2,3% in 2028. Vergeleken met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2026 is de basisprojectie voor de inflatie onveranderd gebleven voor 2026 en opwaarts bijgesteld voor 2027 en 2028. De basisprojectie voor de economische groei bedraagt 0,9% voor 2026, 1,4% voor 2027 en 1,5% voor 2028. Dat is een opwaartse bijstelling voor zowel 2026 als 2027, vooral als gevolg van de groter dan verwachte weerbaarheid van de economie van het eurogebied.

De vooruitzichten blijven hoogst onzeker, met opwaartse risico's voor de inflatie en neerwaartse risico's voor de economische groei. Wat betreft de energieschok illustreren de bijgewerkte, door medewerkers samengestelde scenario's het brede spectrum van uitkomsten voor het verloop van de groei en de inflatie bij uiteenlopende aannames over de intensiteit en de duur van de schok, alsook de indirecte en tweederonde-effecten ervan. Deze scenario's zijn gepubliceerd als onderdeel van de [projecties van september 2026](#) op de website van de ECB.

Met het besluit van 10 september blijft de Raad van Bestuur in een goede positie om de onzekerheid als gevolg van het conflict in het Midden-Oosten het hoofd te bieden. De Raad volgt een op data gebaseerde benadering per vergadering om de passende monetairbeleidskoers te bepalen. De rentebesluiten van de Raad zullen in het bijzonder gebaseerd zijn op zijn beoordeling van de inflatievooruitzichten en de daarmee gepaard gaande risico's in het licht van de binnenkomende economische en financiële gegevens, naast de dynamiek van de onderliggende inflatie en de kracht van de monetairbeleidstransmissie. De Raad van Bestuur legt zich niet bij voorbaat vast op een bepaald rentetraject.

Economische bedrijvigheid

De economie toonde zich in het tweede kwartaal van 2026 weerbaar, ondanks de energieschok. De groei was breed gespreid over landen en sectoren. Dit patroon heeft zich in het derde kwartaal waarschijnlijk doorgezet. De industrie doet het nog steeds goed, doordat overheden meer uitgeven voor defensie en infrastructuur. Het consumentenvertrouwen is opgeveerd vanaf een laag niveau en helpt de dienstensector zich te herstellen van de initiële energieschok. De toegenomen bedrijvigheid op het vlak van kunstmatige intelligentie is zichtbaar bij de digitale diensten, de bedrijfsinvesteringen en de uitvoer.

De arbeidsmarkt is nog altijd robuust en de werkloosheidsgraad bleef onveranderd op 6,4% in juli. De groei van de werkgelegenheid en de beroepsbevolking blijft vertragen, terwijl de productiviteit zich geleidelijk heeft hersteld.

De groeivoorzichten op korte termijn zijn verbeterd ten opzichte van de projecties van juni 2026, vooral dankzij de weerbaarheid van de consumptiebestedingen en de overheidsuitgaven. Op middellange termijn zou de consumptie moeten worden geschraagd door geleidelijk dalende energieprijzen en een sterke arbeidsmarkt. De groei zal in toenemende mate worden gestimuleerd door de bedrijfsinvesteringen en de investeringen in woningen. De groei van de uitvoer zou profijt moeten trekken van de stijgende buitenlandse vraag, maar wordt afgeremd door aanhoudende uitdagingen rond het concurrentievermogen en onzekerheid over het mondiale handelsbeleid.

Een hoger groeipotentieel vereist structurele hervormingen en moet worden ondersteund door gezonde overheidsfinanciën. De vereenvoudiging en harmonisering van de regelgeving binnen de gemeenschappelijke markt van de EU, versnelling van de energietransitie en voltooiing van de spaar- en investeringsunie zijn hierbij essentiële bouwstenen. Nu de goedkeuring van het wettelijk kader voor de digitale euro de laatste fase ingaat, herhaalde de Raad van Bestuur hoe belangrijk het is om zo snel mogelijk overeenstemming te bereiken over het pakket voor de gemeenschappelijke munt. Begrotingsreacties op de energieschok zouden tijdelijk, gericht en passend moeten zijn.

Inflatie

De inflatie is in augustus 2026 tot 3,3% gestegen, ten opzichte van 2,9% in juli. De energieprijzinflatie ging omhoog naar 14,3%, tegen 10,3% in juli. Deze stijging is wellicht met name het gevolg van een sterke bijdrage van de raffinagemarges voor vloeibare brandstoffen en van de hogere prijzen voor energiegrondstoffen. De voedselprijzinflatie bleef met 1,2% ongewijzigd. De inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen ging iets omlaag van 2,5% in juli tot 2,4%, de goedereninflatie steeg van 0,9% tot 1,2% en de diensteninflatie daalde van 3,3% tot 3,0%.

De meeste maatstaven van de onderliggende inflatie bleven in juli grotendeels stabiel. De lonen laten in dit stadium geen wezenlijke reactie zien op de energieschok. De loonsom per werknemer is in het tweede kwartaal van 2026 met

3,3% op jaarbasis toegenomen, een daling ten opzichte van de 3,5% in het eerste kwartaal. De stijgende arbeidsproductiviteit heeft ook geholpen de groei van de arbeidskosten per eenheid product te beteugelen. Deze nam af van 3,5% in het eerste kwartaal tot 2,6%. Tegelijkertijd steeg de groei van de winst per eenheid product van 0,3% naar 2,2%. Op termijn laat de loontracker van de ECB voor de groei van de contractlonen een lichte stijging zien naar 2,7% in de eerste helft van 2027. De inflatieverwachtingen voor de kortere termijnen blijven op een verhoogd niveau, maar de meeste maatstaven voor de inflatieverwachtingen op langere termijn staan op ongeveer 2% en ondersteunen daarmee de stabilisatie van de inflatie rond de doelstelling op middellange termijn.

Het conflict in het Midden-Oosten en de recente ontwikkelingen van de ongerechtvaardigde oorlog van Rusland tegen Oekraïne hebben de energieprijzen verder doen stijgen. Hierdoor zal de totale inflatie tot in de eerste helft van 2027 waarschijnlijk ruim boven de doelstelling blijven. Daarna zou de energie-inflatie moeten afnemen en negatief moeten worden tot het midden van 2028, waardoor de totale inflatie gaat dalen. Naar verwachting zullen de hogere energieprijzen geleidelijk doorwerken naar de kerninflatie en de voedselinflatie. De verbeterde economische vooruitzichten zouden ook moeten bijdragen aan een licht hogere kerninflatie, die waarschijnlijk tot begin 2027 blijft stijgen en de rest van het jaar op een verhoogd niveau zal blijven alvorens in 2028 te matigen. Over het geheel genomen is de verwachting dat de totale inflatie terugkeert tot om en nabij de doelstelling tegen het eind van 2027, met behulp van de effecten van hogere rentetarieven. De Raad van Bestuur zal de omvang en de duur van de energieprijsstijging, en hoe deze doorwerkt in de vaststelling van prijzen en lonen, de inflatieverwachtingen en de algemene economische ontwikkeling, nauwlettend blijven volgen.

Risicobeoordeling

De risico's voor de groeivoorzichten zijn neerwaarts gericht. Deze hebben voornamelijk te maken met het conflict in het Midden-Oosten en de ontwikkelingen in de ongerechtvaardigde oorlog van Rusland tegen Oekraïne. Een nieuwe verstoring van de energievoorzieningen kan de energieprijzen sterker en langer dan momenteel verwacht doen toenemen. Dit zou de reële inkomens, de bestedingen en de investeringen drukken. Een verslechtering van het sentiment op de mondiale financiële markten of overloopeffecten in mondiale obligatiemarkten kunnen leiden tot aanscherping van de kredietvoorwaarden en de vraag doen temperen. Een opleving van de handelsspanningen tussen belangrijke economieën zou de aanbodketens ook verder kunnen verstoren, de uitvoer afremmen en de consumptie en de investeringen verzwakken. De groei kan daarentegen hoger uitvallen als de economie en de energiemarkten zich sneller dan verwacht weten aan te passen aan de verstoring door de huidige conflicten of als daarvoor een duurzame oplossing wordt gevonden. Ook zouden de invoering van nieuwe technologieën door bedrijven in het eurogebied, de uitgaven voor defensie en infrastructuur en de hervormingen om de productiviteit te verhogen en de gemeenschappelijke markt van de EU te voltooien de groei meer dan verwacht kunnen opdrijven.

De risico's voor de inflatievooruitzichten zijn opwaarts gericht. Deze hebben voornamelijk te maken met het conflict in het Midden-Oosten en de ontwikkelingen in de ongerechtvaardigde oorlog van Rusland tegen Oekraïne. De energieschok zou nog intenser kunnen worden en de effecten op andere prijzen en lonen zouden sterker kunnen zijn dan momenteel verwacht. In het bijzonder de gasprijzen zouden kunnen stijgen in het geval van verdere verstoringen aan de aanbodzijde of een uitzonderlijk koude winter in combinatie met lage voorraadniveaus. Hoe langer de energieprijzen hoog blijven, hoe waarschijnlijker het is dat ze de ruimere inflatie via indirecte en tweederonde-effecten opdrijven. Vernieuwde handelsspanningen kunnen leiden tot meer versnipperde mondiale aanbodketens, de toevoer van kritieke grondstoffen inperken en de capaciteitsbelemmeringen in de economie van het eurogebied vergroten. Extreme weersomstandigheden – mogelijk versterkt door toenemende effecten van 'El Niño' – en meer in het algemeen de zich ontvouwende klimaat- en natuurschokken, kunnen de voedselprijzen meer dan verwacht opdrijven. De inflatie kan daarentegen lager uitvallen als de huidige geopolitieke conflicten duurzaam zouden worden opgelost of als de indirecte of tweederonde-effecten van de recente energieprijsschok minder groot zouden zijn dan voorzien. Een toename van de volatiliteit en risicoaversie op de financiële markten kan de vraag drukken en zo ook de inflatie doen afnemen.

Financiële en monetaire omstandigheden

De markttrentes zijn sinds de vergadering van de Raad van Bestuur van 23 juli 2026 toegenomen. Vergelijkbare bewegingen zijn zichtbaar op de mondiale markten. Na de verhoging van de rente in juni 2026 zijn de bancaire rentetarieven voor bedrijven gestegen en deze kwamen in juni en juli uit op 3,8%, tegen 3,6% in mei. De kosten van schuldfinanciering van bedrijven via de markt bedroeg in juli 4,0%, vergelijkbaar met eerdere maanden en ruim boven het niveau van vóór het conflict in het Midden-Oosten. De groei op jaarbasis van de kredietverlening van banken aan bedrijven, die doorgaans met enige vertraging reageert op monetair beleid, steeg verder tot 4,4% in juli, tegen 4,0% in mei en juni. De groei op jaarbasis bij de uitgifte van bedrijfsobligaties bedroeg 3,4%, tegen 3,6% in juni en 3,3% in mei. De hypotheekrente bleef in juni en juli onveranderd op 3,5%, terwijl de groei van de hypotheekrente licht afnam, van 3,1% in mei en juni tot 3,0% in juli.

Monetairbeleidsbeslissingen

In zijn vergadering van 10 september 2026 heeft de Raad van Bestuur besloten de drie basisrentetarieven van de ECB met 25 basispunten te verhogen. Dit betekent dat de rente op de depositofaciliteit, de rente op de basisherfinancieringstransacties en de rente op de marginale beleningsfaciliteit met ingang van 16 september 2026 zijn verhoogd naar respectievelijk 2,50%, 2,65% en 2,90%.

De portefeuilles van het programma voor de aankoop van activa en het pandemie-noodaankoopprogramma nemen in een gelijkmatig en voorspelbaar tempo af,

aangezien het Eurosysteem de aflossingen op effecten die de vervaldatum hebben bereikt niet langer herinvesteert.

Conclusie

De Raad committeert zich bij het monetair beleid aan stabilisering van de inflatie op zijn doelstelling van 2% op middellange termijn. De Raad volgt een op data gebaseerde benadering per vergadering om de passende monetairbeleidskoers te bepalen. De rentebesluiten van de Raad zullen gebaseerd zijn op zijn beoordeling van de inflatievooruitzichten en de daarmee gepaard gaande risico's in het licht van de binnenkomende economische en financiële gegevens, naast de dynamiek van de onderliggende inflatie en de kracht van de monetairbeleidstransmissie. De Raad van Bestuur legt zich niet bij voorbaat vast op een bepaald rentetraject.

De Raad van Bestuur staat in elk geval klaar om alle instrumenten binnen zijn mandaat aan te passen om ervoor te zorgen dat de inflatie zich duurzaam stabiliseert op zijn doelstelling op middellange termijn en om de soepele transmissie van het monetair beleid te handhaven.

De wereldeconomie bleef in het tweede kwartaal van 2026 veerkrachtig, doordat aanhoudende investeringen in kunstmatige intelligentie (AI) de negatieve gevolgen van het conflict in het Midden-Oosten compenseerden. De bedrijvigheid bleef beter op peil dan verwacht: de sterkere dynamiek in AI-exporterende economieën, zoals Maleisië, Zuid-Korea en Taiwan, en positieve verrassingen in India, boden ruimschoots tegenwicht voor de zwakkere groei in de Verenigde Staten en China. De wereldhandel presteerde verrassend veel beter dan verwacht, ondersteund door handel in AI-gerelateerde producten en het tijdelijk effect van naar voren gehaalde invoer van tariefgevoelige en energie-intensieve goederen. Nieuwe indicatoren wijzen op aanhoudende veerkracht in het derde kwartaal. De mondiale inflatie steeg in het tweede kwartaal, in lijn met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2026, doordat de hogere energiekosten doorwerkten in de consumptieprijzen, terwijl de prijsdruk voor AI-gerelateerde goederen eveneens toenam. De vooruitzichten voor de mondiale groei in de door de medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2026 zijn licht opwaarts bijgesteld ten opzichte van de projecties van juni, vanwege afnemende aanbodtekorten, hogere AI-investeringen en een lagere olieprijs. De groei van de wereldhandel is sterker naar boven bijgesteld, als gevolg van betere realisatiecijfers in het tweede kwartaal en de hoge handelsintensiteit van investeringen in AI-infrastructuur. De vooruitzichten voor de mondiale inflatie zijn onveranderd, aangezien het neerwaartse effect van lagere prijzen voor ruwe olie en afnemende aanbodtekorten grotendeels wordt gecompenseerd door hogere raffinagemarges voor aardolieproducten, hogere gasprijzen en een sterkere prijsdruk voor AI-gerelateerde goederen.

De mondiale bedrijvigheid was in het tweede kwartaal van 2026 aanhoudend veerkrachtig en nieuwe indicatoren wijzen voor de korte termijn op een blijvend hoog niveau. Uit de beschikbare nationale rekeningen blijkt dat het mondiale reële bbp exclusief het eurogebied in het tweede kwartaal van 2026 met 0,8% op kwartaalbasis is gegroeid. De zwakkere groei in de Verenigde Staten en China werd ruimschoots gecompenseerd door betere realisatiecijfers in AI-exporterende economieën, zoals Maleisië, Zuid-Korea en Taiwan, en door positieve verrassingen een aanzien van de groei in India. De enquête-indicatoren stegen in augustus verder tegen de achtergrond van een sterke toename van de wereldwijde Purchasing Managers' Index (PMI) voor de productie van de diensten en een mondiale index voor de verwerkende industrie die duidelijk op expansie wijst (Grafiek 1, paneel a). Gedetailleerde sectorale enquêtes blijven de technologiesector aanwijzen als een belangrijke aanjager, terwijl de bedrijvigheid in de verwerkende industrie van consumptiegoederen afnam doordat de tijdelijke impuls van de naar voren gehaalde bedrijvigheid wegebe. Uit wereldwijde PMI-gegevens blijkt dat de aanbodtekorten in energiegerelateerde sectoren sinds mei aanzienlijk zijn afgenomen en dat andere sectoren niet geraakt zijn, met uitzondering van de halfgeleiderindustrie, waar de tekorten toenamen door een sterke AI-gerelateerde vraag (Grafiek 1, paneel b). Nieuwe gegevens wijzen op een robuuste mondiale groei in het derde kwartaal, waarbij het nowcasting-instrument van de ECB een groei

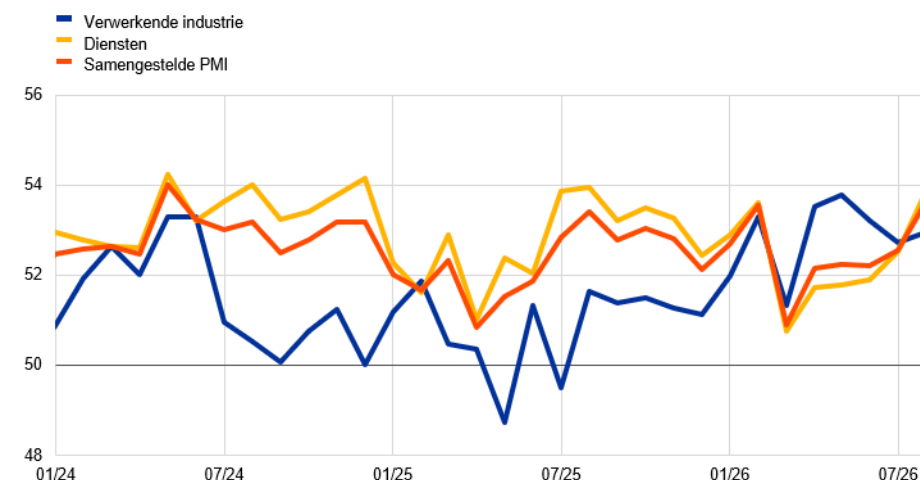
van circa 1,0% op kwartaalbasis aangeeft, grotendeels in overeenstemming met de consensusverwachtingen onder voorspellers in de particuliere sector.

Grafiek 1

Wereldwijde PMI voor de productie (met uitzondering van het eurogebied) en aanbodtekorten

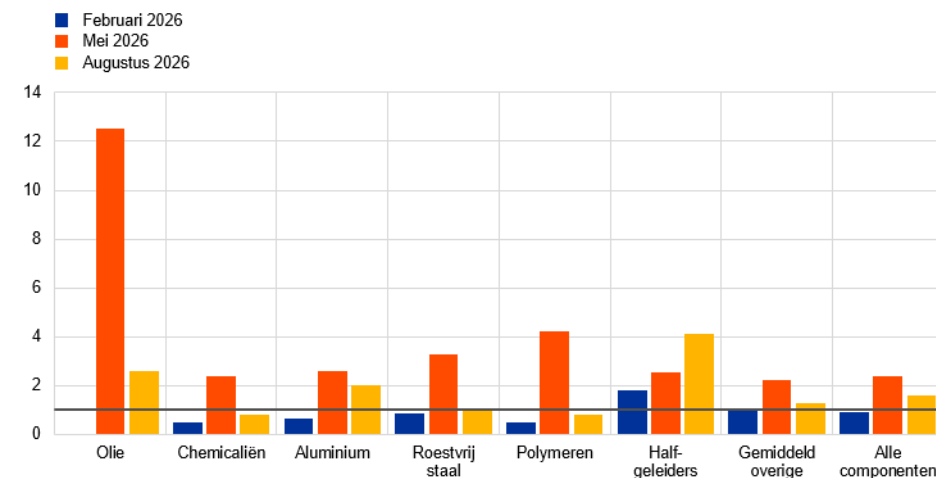
a) PMI's

(spreidingsindices)



b) Aanbodtekorten

(z-scores)



Bronnen: S&P Global Market Intelligence en berekeningen van ECB-medewerkers.
Toelichting: In paneel a geeft de horizontale lijn bij 50 de lijn weer tussen expansie en krimp. In paneel b betreft "Gemiddeld overig" de gemiddelde aanbodtekorten voor sectoren die niet afzonderlijk worden vermeld. Aanbodtekorten worden berekend aan de hand van het aantal inkoopmanagers dat aangeeft tijdens de enquêtemaand een tekort aan een bepaald product te hebben gehad en worden uitgedrukt in z-scores. Een waarde van 1,0 (aangegeven door de grijze lijn) betekent dat de aanbodtekorten in lijn zijn met het langetermijngemiddelde. Waarden boven (onder) 1,0 geven aan dat de aanbodtekorten als hoger (lager) dan normaal worden beoordeeld. De meest recente waarnemingen betreffen augustus 2026.

De vooruitzichten voor de mondiale groei zijn in de door de medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2026 licht opwaarts bijgesteld, vanwege hogere AI-investeringen, afnemende aanbodtekorten en een veerkrachtigere particuliere consumptie in de Verenigde Staten. Volgens de projecties matigt de groei van het mondiale reële bbp (exclusief het eurogebied) van 3,7% in 2025 naar 3,1% in 2026%. Daarna treedt

geleidelijk groeiherstel op, tot 3,3% in 2027 en 3,4% in 2028. Vergeleken met de projecties van juni 2026 is het groeicijfer voor elk jaar van de projectieperiode (2026-2028) met 0,1 procentpunt naar boven bijgesteld. De opwaartse herzieningen zijn het gevolg van sterkere investeringen in AI-infrastructuur in economieën die zijn geïntegreerd in de technologische waardeketens, een herbeoordeling van de veerkracht van de Amerikaanse consumptie en een minder negatieve aanbodschok doordat de aanbodtekorten sinds juni zijn afgenomen. Niettemin blijft de geraamde mondiale groei gedurende de projectieperiode onder het gemiddelde van voor de coronapandemie.¹

Nieuwe spanningen in het Midden-Oosten dreven zowel de olieprijs als de gasprijs op, waarbij de stijging van de Europese gasprijs werd versterkt door lage voorraadniveaus. De olieprijs is in de verslagperiode (11 maart tot en met 9 september 2026) met 18% gestegen, waarbij prijzen werden genoteerd die 54% hoger waren dan vóór het conflict in het Midden-Oosten. Aan het begin van de verslagperiode daalden de prijzen na ondertekening van het memorandum van overeenstemming tussen de Verenigde Staten en Iran, om vervolgens weer te stijgen omdat met de overeenkomst geen duurzame de-escalatie van het conflict tot stand kwam. Meer recentelijk is met de nieuwe aanvallen over en weer de bezorgdheid over de normalisering van de olieaanvoer via de Straat van Hormuz toegenomen, waardoor de opwaartse druk nog verder steeg. De prijsstijging werd gedeeltelijk gecompenseerd door een zwakkere vraag, doordat hogere raffinagemarges als gevolg van de spanningen in het Midden-Oosten en Oekraïense aanvallen op Russische raffinaderijen de olieconsumptie drukten. Ook de Europese gasprijs steeg fors, met 62%, tot ongeveer 150% van het niveau vóór het conflict in het Midden-Oosten, doordat de opwaartse druk van het conflict werd versterkt door historisch lage Europese voorraden. Hoewel lage voorraden deels het gevolg kunnen zijn van eerdere terughoudendheid om de opslag tegen hoge prijzen aan te vullen, geven ze aanleiding tot bezorgdheid dat marktdeelnemers mogelijk de voorraden vóór de winter overhaast veilig dienen te stellen. De prijzen van voedingsmiddelen stegen met 22% als gevolg van een stijging van de cacaoprijzen, doordat de aanhoudende opwaartse herzieningen van de kracht van de El Niño-periode dit jaar de bezorgdheid over het aanbod van cacao vergrootten. De prijsstijgingen werden ook ondersteund door de graan- en maisprijzen, aangezien de recente escalatie van de Russische oorlog tegen Oekraïne een bedreiging vormt voor de graanuitvoer vanuit de regio. De metaalprijzen stegen met 1% onder invloed van de prijs van koper dat in Londen wordt verhandeld. De stijging weerspiegelde de vrees dat de Verenigde Staten heffingen zouden kunnen opleggen voor koper, wat investeerders ertoe aanzette vóór de invoering ervan transporten richting de Verenigde Staten te verleggen en zo de prijzen buiten de Verenigde Staten te verhogen.

De mondiale inflatie daalde in juni en juli 2026, na een forse stijging in de voorgaande maanden, waarbij de energie-inflatie afnam. In de landen van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) met uitzondering van Turkije daalde de wereldwijde totale inflatie na een piek van 3,5%

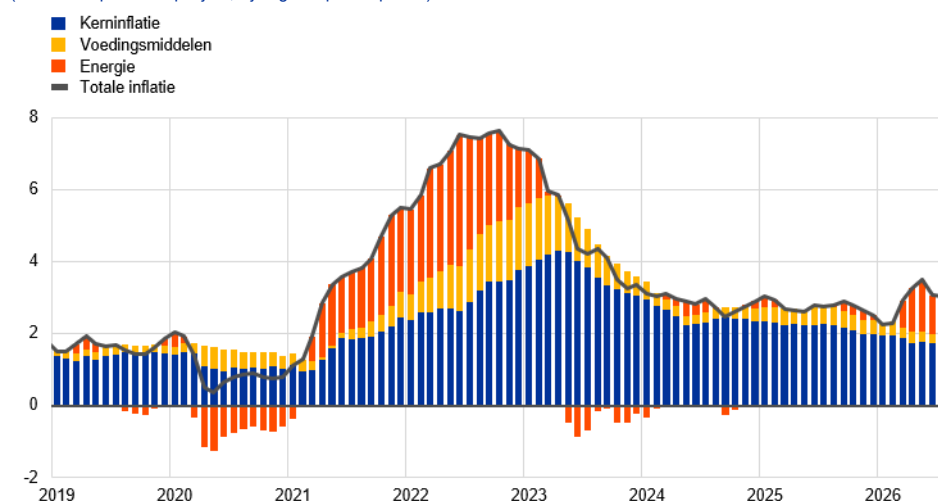
¹ Zie Kader 1 van de [door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2026](#) voor meer informatie.

in mei naar 3,0% in juni (Grafiek 2). In juli bleef het cijfer stabiel (Grafiek 2). Terwijl de bijdrage van de hogere energiekosten hoog bleef, daalde de energie-inflatie van 16,0% in mei 2026 naar 11,9% in juli, doordat de druk in de toeleveringsketen afnam. Tegelijkertijd nam de prijsdruk voor technologiegerelateerde goederen toe, met name in economieën die zijn geïntegreerd in AI-gerelateerde waardeketens. De blootstelling is echter geconcentreerd in een beperkt assortiment producten met een gering gewicht in consumentenmandjes, zoals laptops en smartphones. Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2026 zal de mondiale totale inflatie naar verwachting toenemen van 3,1% in 2025 tot 3,5% in 2026, om vervolgens af te nemen tot 3,0% in 2027 en 2,5% in 2028.² De vooruitzichten zijn onveranderd ten opzichte van de projecties van juni, aangezien het neerwaartse effect van lagere prijzen voor ruwe olie en afnemende aanbodtekorten grotendeels wordt gecompenseerd door hogere prijzen van gas en voedingsmiddelen, hogere raffinagemarges en een sterkere prijsdruk voor AI-gerelateerde goederen. Onder invloed van het onopgeloste conflict in het Midden-Oosten, mogelijke tweederonde-effecten en een sterkere El Niño-periode blijven de risico's voor de mondiale inflatie opwaarts gericht.

Grafiek 2

Consumentenprijsinflatie in de OESO-landen

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: OESO en berekeningen van ECB-medewerkers.

Toelichting: Het OESO-aggregaat omvat eurolanden die lid zijn van de OESO en is exclusief Turkije. Het wordt berekend aan de hand van de jaarlijkse gewichten van de consumentenprijsindex (CPI) van de OESO. De meest recente waarnemingen betreffen juli 2026.

De mondiale invoergroei was in het tweede kwartaal opnieuw uitbundig, onder invloed van handelsactiviteit die met AI verband houdt en tijdelijk naar voren gehaalde invoer. Uit de beschikbare nationale rekeningen blijkt dat de mondiale invoer in het tweede kwartaal van 2026 op kwartaalbasis met 1,8% is toegenomen, duidelijk boven de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2026. De grote opwaartse verrassing is het gevolg

² De door medewerkers van de ECB samengestelde projecties voor de mondiale totale CPI-inflatie hebben betrekking op een bredere groep landen dan het OESO-aggregaat dat doorgaans in het Economisch Bulletin wordt getoond, waaronder belangrijke opkomende markteconomieën zoals Brazilië, China, India en Rusland.

van de sterker dan verwachte handel tussen Aziatische technologie-exporteurs, het vervroegen van Amerikaanse invoer van consumptiegoederen voorafgaand aan de verwachte heffingen in juli en het uit voorzorg aankopen van energie-intensieve goederen bij bezorgdheid over verdere aanbodverstoringen. De tijdelijke effecten van naar voren gehaalde invoer zullen naar verwachting wegebben, maar de mondiale AI-investeringscyclus blijft zou de handel naar verwachting ondersteunen. De hoge invoercijfers in verhouding tot de bedrijvigheid weerspiegelt de hoge invoerintensiteit van investeringen in datacenters en de bijbehorende AI-infrastructuur, die nog wordt versterkt door de verspreiding via geografisch uiteen gelegen mondiale technologische waardeketens. Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2026 bedraagt de mondiale invoergroei naar verwachting 4,7% in 2026 en 4,5% in 2027, om vervolgens te vertragen tot 3,5% in 2028. Ten opzichte van de projecties van juni gaat het om een neerwaartse bijstelling van 0,5 procentpunt voor 2026 en 0,9 procentpunt voor 2027, als gevolg van betere realisatiecijfers in het tweede kwartaal en robuustere handelscijfers voor goederen die verband houden met AI en technologie;

In de Verenigde Staten bleef de binnenlandse vraag veerkrachtig, ondersteund door de consumptie en door AI-gerelateerde investeringen. De reële bbp-groei vertraagde in het tweede kwartaal van 2026 tot 0,4% op kwartaalbasis, doordat de voorraden en het uitvoersaldo de bedrijvigheid drukten, terwijl de binnenlandse consumptieve vraag robuust bleef. De particuliere consumptie nam sterk toe en de investeringen bleven profiteren van de opbouw van AI. De bronnen van groei zijn echter meer geconcentreerd geworden. De technologiegerelateerde bedrijvigheid droeg in het tweede kwartaal naar schatting voor een derde bij aan de bbp-groei. De spaarquote van huishoudens daalde in juni tot 2,7%, terwijl vermogenswinsten voornamelijk zijn ontstaan bij huishoudens met een hoger inkomen en een aanzienlijk aandelenbezit, waardoor de consumptie sterker is blootgesteld aan een correctie op de financiële markten. Enige mate van correctie ten opzichte van de sterke consumptieve bestedingen in het tweede kwartaal is waarschijnlijk, waarbij de detailhandelsverkoop in juli afnamen doordat tijdelijke ondersteunende factoren en de effecten van naar voren gehaalde consumptie wegebben. Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2026 zal de wereldwijde reële bbp-groei in zowel 2026, 2027 als 2028 uitkomen op 2,0%. In vergelijking met de projecties van juni is de groei voor 2026 met 0,1 procentpunt naar beneden bijgesteld, na de zwakkere realisatiecijfers voor het tweede kwartaal, maar met 0,2 procentpunt naar boven voor 2027 en met 0,1 procentpunt naar boven voor 2028 als gevolg van een veerkrachtigere particuliere consumptie en meer dynamiek in de investeringen in AI-infrastructuur.

De Amerikaanse inflatie blijft boven de doelstelling, terwijl de maatstaven van de onderliggende prijsdruk gemengde signalen afgeven. De totale CPI-inflatie nam in juli af tot 3,4% als gevolg van de dalende energieprijzen, maar bij sommige technologie-intensieve consumentenproducten is prijsdruk zichtbaar, ook al is hun gewicht in het totale inflatiemandje beperkt. De kerninflatie van de persoonlijke consumptieve bestedingen (PCE) bleef in juni boven de 3%, terwijl de getrimde PCE-inflatie in de buurt van 2% lag, wat wijst op de divergentie tussen de

maatstaven van de onderliggende prijsdruk. Deze divergentie kan een weerspiegeling zijn van de concentratie van schokken aan de aanbodzijde ten aanzien van energie, heffingen en AI-gerelateerde goederen en compliceert de beoordeling in hoeverre de inflatoire druk afneemt. Tegelijkertijd lijkt de arbeidsmarkt min of meer in evenwicht te zijn en blijft de loondruk beperkt, waarbij de loonkostenindex in het tweede kwartaal afneemt en de sterke productiviteitsgroei de druk op de arbeidskosten per eenheid product beperkt. Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2026 bedraagt de totale CPI-inflatie naar verwachting gemiddeld 3,4% in 2026, om vervolgens af te nemen tot 2,9% in 2027 en 2,2% in 2028. De projectie voor 2026 is met 0,2 procentpunt naar boven bijgesteld, voornamelijk als gevolg van betere realisatiecijfers in het tweede kwartaal en hogere prijzen voor AI-gerelateerde invoer. Tijdens de vergadering van juli heeft het Federal Open Market Committee besloten de doelbandbreedte voor de federal funds rate ongewijzigd te laten op 3,50-3,75%.

In China zette de verslechtering van de binnenlandse vraag door in het derde kwartaal, ondanks aanhoudende steun van de uitvoer en van AI-gerelateerde investeringen. De reële bbp-groei vertraagde in het tweede kwartaal van 2026 tot 0,9% op kwartaalbasis, als gevolg van de zwakke vraag van huishoudens en de remmende werking van de hogere energieprijzen. De indicatoren voor de bedrijvigheid in juli verrasten neerwaarts, waarbij de groei op jaarbasis van de detailhandelsverkopen, de industriële productie en de investeringen in kapitaalgoederen alle aanzienlijk onder de consensusverwachtingen uitkwam. De daling van de huizenprijzen bleef het vertrouwen, de consumptie en de investeringen drukken, terwijl de zwakkere inkomens- en arbeidsmarktomstandigheden de ongunstige omstandigheden voor huishoudens nog deden toenemen. Een enquête onder huishoudens van de People's Bank of China wijst op een gestaag afnemend vertrouwen in het toekomstige inkomen en de huidige werkgelegenheid, in overeenstemming met de groeivertraging in de loonkosten. De uitvoer bleef veerkrachtig, ondersteund door de AI-gerelateerde vraag, maar ook de invoer nam sterk toe. Het goederenoverschot van China ten opzichte van de Europese Unie (EU) bleef toenemen, waarin de beperkte blootstelling van de EU aan AI-gerelateerde invoervraag in China tot uiting komt. De uitvoerprijzen waren niet langer aan deflatie onderhevig, waarbij AI-gerelateerde producten in mei 2026 goed waren voor ongeveer twee derde van de totale uitvoerprijsinflatie. Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van juni 2026 neemt de reële bbp-groei naar verwachting af van 5,1% in 2025 tot 4,5% in 2026, 4,3% in 2027 en 4,0% in 2028. In vergelijking met de projecties van juni is de groei voor 2026 met 0,2 procentpunt naar beneden bijgesteld, na de zwakkere realisatiecijfers voor het tweede kwartaal, maar met 0,2 procentpunt naar boven voor 2027 als gevolg van hogere investeringen in AI-infrastructuur. De totale CPI-inflatie blijft volgens de projecties gematigd, met 1,2% in 2026, 1,3% in 2027 en 1,5% in 2028 bij aanhoudende economische zwakte en een geringe vraag van de huishoudens.

In het Verenigd Koninkrijk bleek de economische bedrijvigheid in het tweede kwartaal veerkrachtiger dan verwacht, terwijl de hogere energierekeningen van huishoudens de inflatie in juli opdreven. Het reële bbp groeide in het tweede kwartaal van 2026 met 0,4% op kwartaalbasis, voornamelijk ondersteund door particuliere beleggingen en consumptie, en enquête-indicatoren wezen op een bescheiden groei aan het begin van het derde kwartaal. Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2026 groeit het reële bbp naar verwachting in zowel 2026 en 2027 met 1,2% en in 2028 met 1,5%. De projecties voor 2026 en 2027 zijn met respectievelijk 0,2 en 0,1 procentpunt naar boven bijgesteld, als gevolg van de sterkere realisatiecijfers in het tweede kwartaal en afnemende aanbodtekorten. De totale CPI-inflatie steeg van 2,6% in juni tot 2,9% in juli, voornamelijk als gevolg van de verhoging van het gereguleerde prijsplafond voor energie, terwijl de kerninflatie ongewijzigd bleef op 2,6%. De aanwijzingen voor indirecte en tweede-ronde-effecten blijven beperkt, aangezien de inflatieverwachtingen van huishoudens afnemen en de particuliere loongroei matigt. De totale inflatie komt volgens de ramingen uit op 3,0% in 2026, 2,7% in 2027 en 2,0% in 2028. Tijdens de julivergadering heeft de Bank of England de beleidsrente ongewijzigd gelaten op 3,75%.

De groei in het eurogebied overtrof de verwachtingen in het tweede kwartaal van 2026 en steeg tot 0,6% op kwartaalbasis. Deze groei werd ondersteund door de binnenlandse vraag, de uitvoer en een sterke opleving van het Ierse bbp. Zelfs als de volatiele Ierse cijfers buiten beschouwing worden gelaten, bleef de economische groei robuust met 0,3% op kwartaalbasis, ondanks het conflict in het Midden-Oosten. Recente informatie wijst op aanhoudende groei in het derde kwartaal, hoewel het geopolitieke klimaat uitdagend blijft. De verwerkende nijverheid zal naar verwachting blijven profiteren van de uitgaven voor defensie en digitale technologieën, evenals van bedrijven die hun voorraden opbouwen om risico's in de toeleveringsketen te beperken. Ondertussen zal de bedrijvigheid in de dienstensector zich wellicht verder herstellen, nadat deze aanzienlijk was verzwakt door de energieschok in de nasleep van het conflict in het Midden-Oosten, onder meer dankzij de sterke vraag op het gebied van artificiële intelligentie (AI). Tegelijkertijd lijken bedrijven voorzichtig te zijn bij hun personeelsbeslissingen. Ze nemen minder mensen aan, maar ontslaan ook niet steeds meer werknemers, waardoor de werkloosheidsgraad ongewijzigd blijft. Op middellange termijn zou de groeidynamiek worden ondersteund door de aantrekkende particuliere consumptie, investeringen in nieuwe digitale technologieën en AI-gerelateerde activiteiten, overheidsuitgaven voor defensie en infrastructuur en enig herstel van de uitvoer.

Deze vooruitzichten worden weerspiegeld in de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2026, waarin een gemiddelde reële bbp-groei op jaarbasis wordt verwacht van 0,9% in 2026, 1,4% in 2027 en 1,5% in 2028. In vergelijking met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2026 is de bbp-groei voor 2026 licht naar boven bijgesteld, wat wijst op een grotere veerkracht dan verwacht, zoals blijkt uit meevallende cijfers en positieve enquête-indicatoren. De positiever dan verwachte ontwikkelingen in 2026 impliceren een overloopeffect in 2027, wat tot een opwaartse bijstelling leidt, terwijl de totale groei voor 2028 ongewijzigd blijft. De economische vooruitzichten voor het eurogebied blijven hoogst onzeker tegen de achtergrond van het aanhoudende conflict in het Midden-Oosten en de voortdurende volatiliteit van de energieprijzen. Om rekening te houden met deze onzekerheid werd het basisscenario aangevuld met geactualiseerde versies van het mildere, ongunstige en ernstige scenario uit de projecties van juni 2026.³

De economie van het eurogebied bleek in het tweede kwartaal van 2026 veerkrachtig, met een breed gedragen groei over alle sectoren en landen heen.

Volgens de meest recente raming van Eurostat steeg het reële bbp van het eurogebied in het tweede kwartaal van 2026 met 0,6% op kwartaalbasis, na een nulgroei in het eerste kwartaal. Als de volatiele gegevens voor Ierland buiten beschouwing worden gelaten, kwam de reële bbp-groei uit op 0,3%, net als in het eerste kwartaal. In het tweede kwartaal liep de groeidynamiek in de componenten van de binnenlandse vraag uiteen (Grafiek 3). De groei van zowel de particuliere

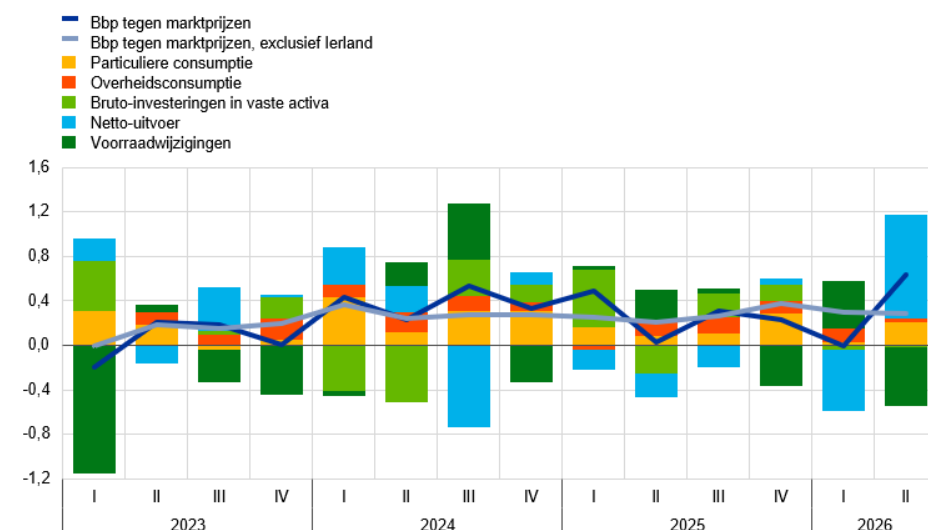
³ Zie de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2026.

consumptie als de overheidsconsumptie bleef positief, terwijl de investeringen iets verder afnamen. Tegelijkertijd droegen de voorraadwijzigingen negatief bij aan de bbp-groei. Hoewel het uitvoersaldo in de totaalcijfers sterk positief was, was het gematigder wanneer de volatiele Ierse handelsstromen buiten beschouwing werden gelaten. De productie werd in het tweede kwartaal ondersteund door zowel de industrie als de dienstensector, waarbij deze laatste sector opnieuw werd geschraagd door de informatie- en communicatiediensten. De dynamiek in de bouwnijverheid trok aan ten opzichte van het eerste kwartaal, waardoor de groei zich herstelde. De ontwikkelingen in de verwerkende nijverheid waren over het algemeen positief in de economieën van het eurogebied, maar werden sterk beïnvloed door de volatiliteit in sommige landen, met name een door Ierland gemelde stijging van 22%. De sector heeft nog altijd te kampen met tegenwind als gevolg van hogere tarieven en geopolitieke onzekerheid, maar wordt ook ondersteund door een toenemende productie in verband met de defensie-industrie. Ondanks de opmerkelijke verschillen tussen landen kenden de meeste lidstaten in het tweede kwartaal van 2026 een positieve bbp-groei.

Grafiek 3

Reëel bbp in het eurogebied en de samenstelling ervan

(mutaties in procenten op kwartaalbasis; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

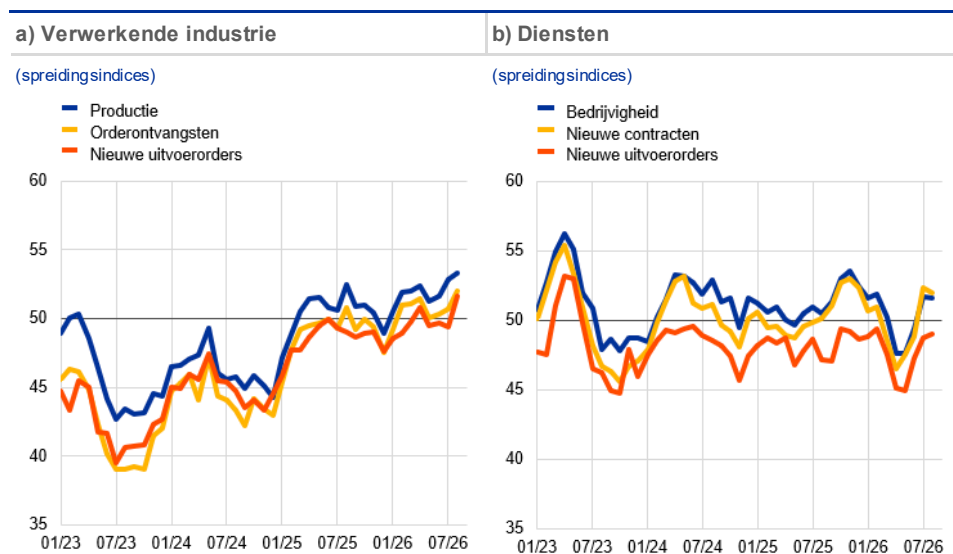
Toelichting: In de grafiek wordt ook het bbp exclusief Ierland getoond, omdat de Ierse gegevens bijzonder volatiel zijn. In de subcomponenten wordt echter de uitsplitsing van het bbp inclusief Ierland weergegeven. De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2026.

Recente informatie wijst op aanhoudende groei van de economische bedrijvigheid in het derde kwartaal van 2026, hoewel het geopolitieke klimaat uitdagend blijft. De samengestelde Purchasing Managers' Index (PMI) voor de productie van het eurogebied steeg in juli en augustus tot gemiddeld 52,0, wat een duidelijke verbetering is ten opzichte van de signalen van krimp in het tweede kwartaal (49,1). Deze verbetering deed zich in alle sectoren voor, wat wijst op een aanhoudende veerkracht van het eurogebied. Terwijl de index voor de productie in de verwerkende nijverheid in dezelfde periode van 51,8 tot 53,1 steeg, herstelde de index voor de bedrijvigheid in de dienstensector zich met een toename van 48,2 tot 51,7 (Grafiek 4). Dit wijst erop dat de verwerkende nijverheid stand zou blijven

houden dankzij uitgaven voor defensie en infrastructuur en doordat bedrijven voorraden opbouwen om risico's in de toeleveringsketen te beperken.⁴ Ondertussen zal de bedrijvigheid in de dienstensector zich naar verwachting blijven herstellen, na de aanzienlijke terugval als gevolg van de energieschok. Toekomstgerichte enquêteresultaten voor de orderontvangsten wijzen op een meer uitgesproken verbetering in de dienstensector dan in de industrie. Hoewel de levertijden van leveranciers als langer dan normaal worden beoordeeld, waren deze in juli en augustus wel korter dan in het tweede kwartaal. De enquêtes onder bedrijven en consumenten van de Europese Commissie schetsen een vergelijkbaar beeld, namelijk dat alle sectoren in het derde kwartaal zullen aantrekken.

Grafiek 4

PMI-indicatoren voor de verschillende bedrijfstakken van de economie



Bron: S&P Global Market Intelligence.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen augustus 2026.

De arbeidsmarkt blijft afkoelen, maar minder snel dan in de afgelopen maanden.

Bedrijven namen nog steeds minder personeel aan, waardoor de werkgelegenheidsgroei op jaarbasis licht afnam tot 0,50% in het tweede kwartaal van 2026, tegenover 0,53% in het eerste kwartaal en gemiddeld 0,7% in 2025. Tegelijkertijd lijkt het personeelsbestand geleidelijk te worden aangepast, zonder dat het aantal ontslagen aanzienlijk is toegenomen, waardoor de werkloosheidsgraad in juli met 6,4% ongewijzigd bleef ten opzichte van juni. De werkloosheidsgraad is sinds medio 2024 al met al stabiel gebleven (Grafiek 5). Daarnaast vertraagde de groei van de beroepsbevolking in het tweede kwartaal ten opzichte van het eerste kwartaal, deels door een afname van de immigratie, die deze groei tussen 2022 en 2024 sterk had ondersteund (zie [Kader 3](#)). Gelijktijdig met de vertraging van de werkgelegenheidsgroei en de opleving van de bbp-groei steeg de productiviteitsgroei op jaarbasis in het tweede kwartaal licht tot 0,7 %, nadat deze in het eerste kwartaal niet was toegenomen. De productiviteit, exclusief de effecten van de volatiele bbp-

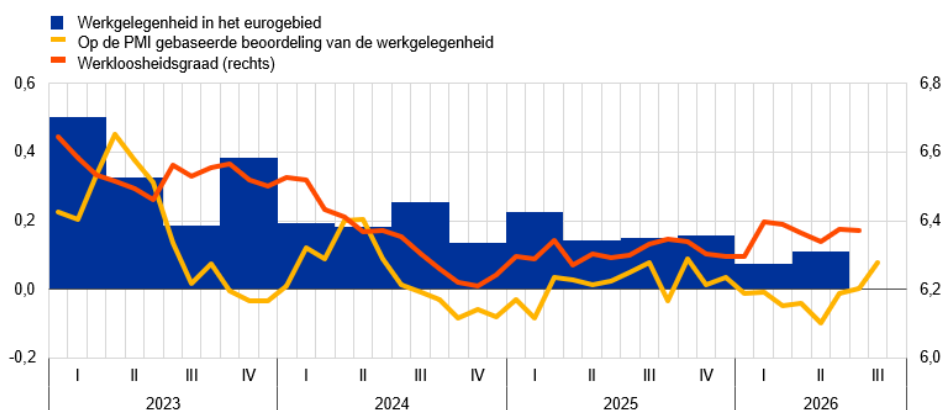
⁴ Zie het artikel "[Defence spending and its short and longer-term macroeconomic effects](#)" in dit nummer van het Economisch Bulletin.

gegevens uit Ierland, steeg in het tweede kwartaal ook met 0,7% op jaarbasis en heeft zich de afgelopen kwartalen aanhoudend en in toenemende mate hersteld.

Grafiek 5

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

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



Bronnen: Eurostat, S&P Global Market Intelligence en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De twee lijnen geven de ontwikkelingen op maandbasis weer, de staven de kwartaalcijfers. De PMI wordt uitgedrukt als afwijking van 50, vervolgens gedeeld door 10 om de groei van de werkgelegenheid op kwartaalbasis te meten. De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2026 voor de werkgelegenheid in het eurogebied, augustus 2026 voor de op de PMI gebaseerde beoordeling van de werkgelegenheid en juli 2026 voor de werkloosheidsgraad.

Kortetermijnindicatoren voor de arbeidsmarkt wijzen erop dat de verzwakkende arbeidsmarkt mogelijk de eerste tekenen van een opleving vertoont.

De samengestelde PMI-werkgelegenheidsindex op maandbasis steeg in augustus voor de derde maand op rij. De subindexen voor de dienstensector en de verwerkende nijverheid stegen, wat wijst op een nog steeds gematigd, maar licht verbeterend werkgelegenheidssentiment, terwijl de subindex voor de bouwnijverheid daalde. Tegelijkertijd bleef het aantal online vacatures op Indeed in augustus afnemen, zij het langzamer dan in de afgelopen maanden, en wijst zachte informatie uit de winstbesprekingen van bedrijven erop dat deze laatste het minder over zowel indienstnemingen als ontslagen hebben. Bovendien is de vrees dat het conflict in het Midden-Oosten een aanzienlijke weerslag op de arbeidsmarkt zou hebben, tot nu toe niet bewaarheid geworden; bedrijven die deelnamen aan de enquête over de toegang tot financiering van ondernemingen meldde dat het conflict minimale gevolgen heeft gehad op hun werkgelegenheidsvooruitzichten (zie [Kader 2](#)).

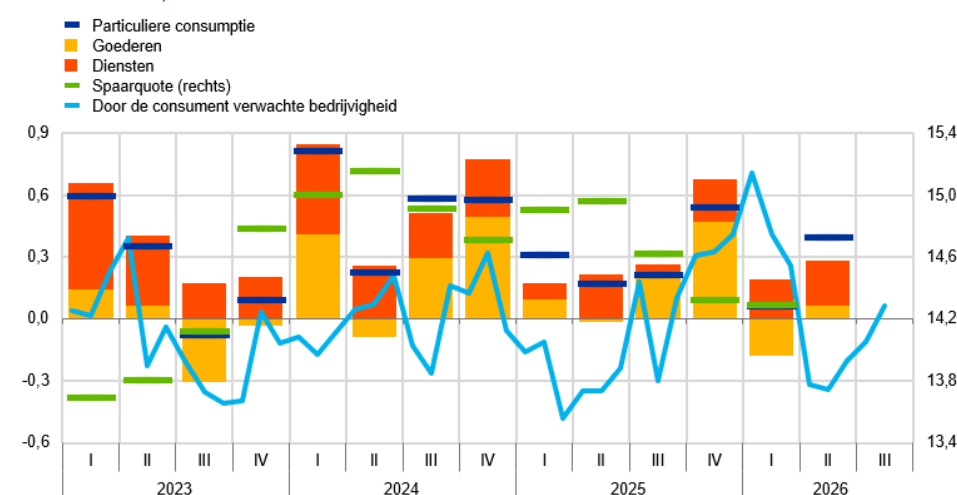
De particuliere consumptie trok in het tweede kwartaal van 2026 aan, maar de dynamiek zal op korte termijn wellicht afzwakken. De particuliere consumptie steeg in het tweede kwartaal van het jaar met 0,4% op kwartaalbasis, nadat deze in het voorgaande kwartaal niet was toegenomen (Grafiek 6). De binnenlandse bestedingen werden ondersteund door zowel de diensten, dankzij gunstige toeristenstromen, als de goederen, ondanks een daling van de uitgaven aan niet-duurzame goederen. De spaarquote bleef in het eerste kwartaal stabiel op 14,3%. Wat het derde kwartaal betreft, wijzen hoogfrequente indicatoren op een afzwakkende dynamiek in de bestedingen van huishoudens, omdat de economische gevolgen van het conflict in het Midden-Oosten geleidelijk tot uiting komen (zie

Kader 4). De detailhandelsverkopen daalden in juli met 0,6% op maandbasis en lagen daarmee 0,4% onder het gemiddelde van het tweede kwartaal, voornamelijk als gevolg van een daling van de onlineverkopen en van de verkoop van elektronische apparatuur en brandstof. De indicator van het consumentenvertrouwen van de Europese Commissie herstelde zich gemiddeld in juli en augustus, voornamelijk dankzij de verwachtingen van de huishoudens voor de algemene economische vooruitzichten. De opleving helpt de dienstensector om zich te herstellen van de aanvankelijke energieschok. Op basis van de conjunctuurenquêtes van de Europese Commissie in de verschillende sectoren verbeterde ook de door consumenten verwachte bedrijvigheid in juli en augustus, onder invloed van de detailhandel, het verschaffen van accommodatie en maaltijden, reisdiensten en voedingsmiddelen, maar dat werd deels gecompenseerd door de energieproducten. Deze signalen werden bevestigd door de Consumer Expectations Survey (CES), waaruit bleek dat het consumentenvertrouwen en de bestedingen zich in juli gedeeltelijk herstelden, met name voor niet-essentiële goederen en diensten, zoals reisdiensten. De hoge energieprijzen en de onzekerheid door het conflict in het Midden-Oosten zullen in de toekomst waarschijnlijk de consumptie drukken. Bovendien zouden de krappe – zij het versoepelende – kredietvoorwaarden volgens de CES en de enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied de dynamiek van de bestedingen van huishoudens verder kunnen drukken. Deze negatieve effecten kunnen echter worden opgevangen door veerkrachtige inkomens- en vermogensontwikkelingen, die de particuliere consumptie sinds eind 2022 hebben ondersteund, tegen de achtergrond van een historisch lage schuldenlast en een historisch lage schuldgraad van de huishoudens.

Grafiek 6

Particuliere consumptie, door consumenten verwachte bedrijvigheid en spaargeld van de huishoudens

(mutaties in procenten op kwartaalbasis; bijdragen in procentpunten; gestandaardiseerde procentuele saldi; percentage van het bruto beschikbaar inkomen)



Bronnen: Eurostat, Europese Commissie en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De "door consumenten verwachte bedrijvigheid" verwijst naar een gewogen gemiddelde van de bedrijfsverwachtingen voor de komende drie maanden met betrekking tot de productie in de verwerkende nijverheid, de werkgelegenheid in de bouwnijverheid, de bedrijvigheid in de handel en de vraag naar diensten, op basis van de conjunctuurenquête van de Europese Commissie en gewogen volgens de sectorale aandelen in de particuliere consumptie van het eurogebied uit de FIGARO-input-outputtabellen voor 2023. De reeks is gestandaardiseerd voor de hele steekproef vanaf januari 1999. De meest recente waarnemingen betreffen het eerste kwartaal van 2026 voor de spaarquote, het tweede kwartaal van 2026 voor de particuliere consumptie, de goederen en de diensten en augustus 2026 voor de door consumenten verwachte bedrijvigheid.

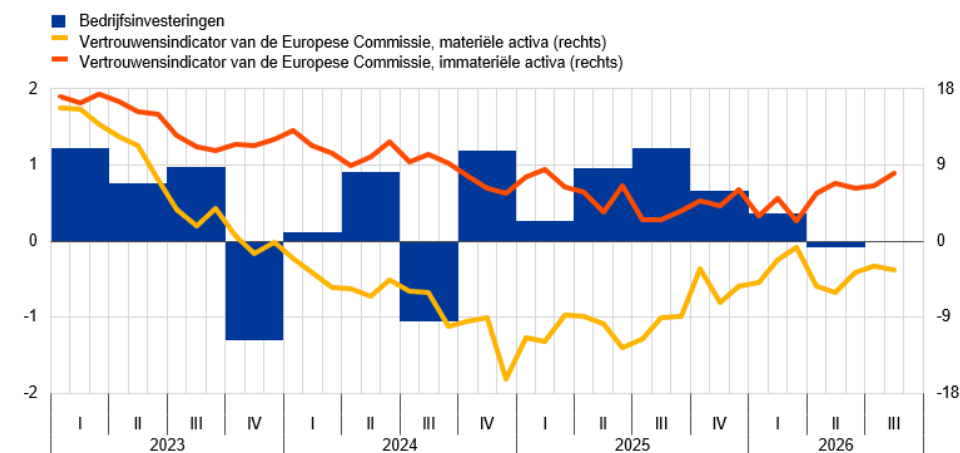
De bedrijfsinvesteringen namen in het tweede kwartaal van 2026 licht af, maar zullen naar verwachting in de tweede helft van het jaar weer aantrekken, ondersteund door aanhoudende uitgaven voor digitalisering en de uitbouw van defensie. De niet-bouwinvesteringen (exclusief de volatiele Ierse intellectuele-eigendomsproducten) daalden in het tweede kwartaal van het jaar met 0,1% op kwartaalbasis vanwege de toegenomen onzekerheid en hoge energiekosten (Grafiek 7, paneel a). De immateriële investeringen droegen positief bij, terwijl machines en apparatuur de bedrijfsinvesteringen drukten. Zowel de materiële als de immateriële activa winnen aan kracht in het derde kwartaal van 2026, zoals blijkt uit het toenemende vertrouwen in de kapitaalgoederensector en de sector van de digitale diensten. De verwachte investeringen in de tweede helft van 2026 en daarna worden nog steeds gestimuleerd door AI-technologie en digitalisering. De materiële investeringen worden aangewakkerd door de vraag naar AI-gerelateerde hardware, robotisering en defensiegerelateerde producten, met name in landen die halfgeleiders produceren. Volgens een enquête van de Europese Commissie zijn ruimte en uitrusting momenteel een grotere beperkende factor dan de vraag in de kapitaalgoederensector. De immateriële investeringen worden nog steeds gestimuleerd door digitalisering. Door de uitbreiding van de cloud en de invoering van AI worden er nu steeds meer datacenters gebouwd in Zuid-Europese landen, omdat ze over hernieuwbare energie en grond beschikken en toegang hebben tot NextGenerationEU-middelen. Tegelijkertijd vormen tekorten aan geschoolde arbeidskrachten en bezorgdheid over de beschikbaarheid van energie, de complexiteit van vergunningsprocedures en de implementatie van nieuwe EU-regelgeving uitdagingen voor de digitalisering. In de toekomst zal de investeringsgroei naar verwachting worden ondersteund door een stijgende vraag, een toenemend bruto-exploitatietooverschot en een verbeterd vertrouwen, terwijl hogere rentetarieven en onzekerheid over het Midden-Oosten een rem blijven vormen (zie [Kader 2](#)).

Grafiek 7

Dynamiek van de reële investeringen en enquêtegegevens

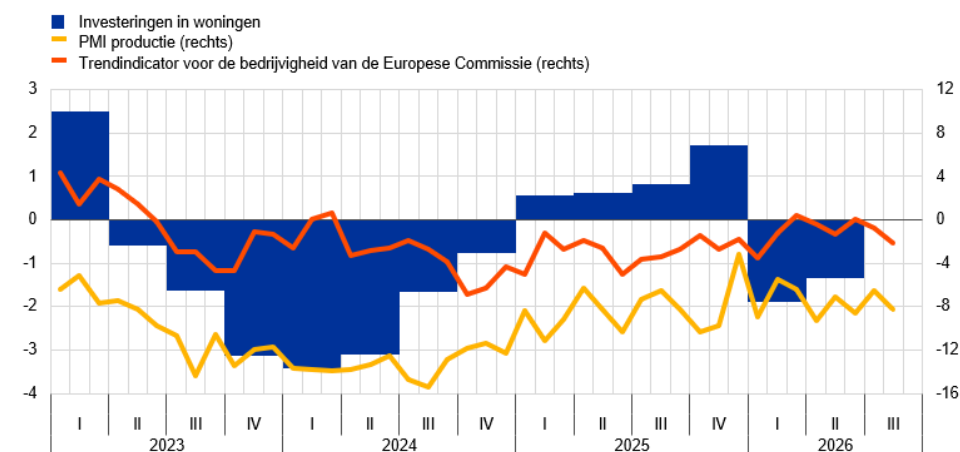
a) Bedrijfsinvesteringen

(mutaties in procenten op kwartaalbasis, procentuele saldi en spreidingsindex)



b) Investeringen in woningen

(mutaties in procenten op kwartaalbasis, procentuele saldi en spreidingsindex)



Bronnen: Eurostat, Europese Commissie, S&P Global Market Intelligence en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De lijnen geven de ontwikkelingen op maandbasis weer, de staven de kwartaalcijfers. De PMI's worden uitgedrukt als afwijking van 50. In paneel a) worden de bedrijfsinvesteringen gemeten aan de hand van de niet-bouwinvesteringen, exclusief de lichte immateriële activa. Voor de vertrouwensindicatoren verwijst "materiële activa" naar de kapitaalgoederensector (producenten van machines en apparatuur) en is "immateriële activa" een gewogen gemiddelde van de subsectoren die investeren in intellectuele-eigendomsproducten, namelijk uitgeverijen (NACE J58); ontwerpen en programmeren van computerprogramma's, computerconsultancyactiviteiten en aanverwante activiteiten (NACE J62) en dienstverlenende activiteiten op het vlak van informatie (NACE J63). In paneel b) verwijst de lijn van de trendindicator van de Europese Commissie voor de bedrijvigheid naar de gewogen gemiddelde beoordeling door de bouwnijverheid en de gespecialiseerde bouwnijverheid van de bedrijvigheidstrend voor de voorgaande drie maanden, met dezelfde standaardafwijking als de PMI. De lijn van de PMI voor de productie heeft betrekking op de bedrijvigheid op de huizenmarkt. De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2026 voor de investeringen en augustus 2026 voor de PMI voor de productie en de indicatoren van de Europese Commissie.

De investeringen in woningen daalden verder in het tweede kwartaal van 2026, maar zullen naar verwachting op korte termijn weer groeien. Op kwartaalbasis namen de investeringen in woningen met 1,3% af in het tweede kwartaal, na een afname met 1,9% in het voorgaande kwartaal (Grafiek 7, paneel b). De afname deed zich vrij algemeen voor in de grootste landen van het eurogebied, maar was bijzonder uitgesproken in Italië, waar de zwakte deels te wijten kan zijn aan tijdeffekten in verband met de geleidelijke afbouw van financiële stimuli voor renovatie. De productie in de bouwnijverheid en de gespecialiseerde

bouwactiviteiten lag in het tweede kwartaal dan weer gemiddeld 0,8% hoger dan in het voorgaande kwartaal. Op enquêtes gebaseerde indicatoren van de bedrijvigheid geven gemengde signalen af voor het derde kwartaal: de PMI-index voor de woningproductie lag in juli en augustus gemiddeld boven het niveau van het tweede kwartaal, terwijl de indicator van de Europese Commissie voor recente trends in de bouwnijverheid en de gespecialiseerde bouwactiviteiten onder het niveau van het tweede kwartaal daalde en de wegerelateerde beperkingen recordhoogtes bereikten. Tegelijkertijd bleef het aantal bouwvergunningen voor woningen stijgen, waarbij de groei op kwartaalbasis in mei 1,2% bedroeg. Volgens de consumentenenquête van de Europese Commissie veerden de intenties van huishoudens om verbouwingen uit te voeren in het derde kwartaal op, terwijl de intenties om een woning te kopen of te bouwen over het algemeen stabiel bleven. Uit de enquête van de ECB naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied van juli bleek echter dat de kredietvraag enigszins afneemt. Banken meldten in het tweede kwartaal namelijk een lagere vraag naar woningkredieten en verwachtten een verdere daling in het derde kwartaal. Over het geheel genomen zullen de investeringen in woningen op korte termijn wellicht weer beginnen te groeien, hoewel het herstel naar verwachting geleidelijk zal blijven verlopen.

Het recente herstel van de goederenuitvoer uit het eurogebied wijst nog niet op een algemene verbetering van de uitvoerdynamiek. Het volume van de goederenuitvoer naar landen buiten het eurogebied steeg in de drie maanden tot en met juni met 2,1%, na een zwak eerste kwartaal. Uit gegevens van de nationale rekeningen voor het tweede kwartaal blijkt ook dat de totale uitvoer met 3,4% steeg op kwartaalbasis. Dit resultaat moet echter met de nodige voorzichtigheid worden geïnterpreteerd, aangezien het werd beïnvloed door de volatiele Ierse uitvoer met betrekking tot de activiteiten van multinationale ondernemingen, die slechts in beperkte mate verband houden met de onderliggende handelsdynamiek in het eurogebied. Ook de uitvoer naar de Verenigde Staten trok in juni licht aan, maar de stijging gold vooral voor goederen die niet direct door invoerheffingen worden getroffen, waaronder sommige AI-gerelateerde producten zoals computerapparatuur voor datacenters, geheugen-, opslag- en netwerkapparatuur. De uitvoer van producten waarop invoerheffingen van toepassing zijn, bleef daarentegen teruglopen. Dit wijst erop dat de hogere Amerikaanse handelsbelemmeringen die vorig jaar werden opgelegd, mogelijk nog steeds de getroffen productcategorieën drukken. De enquête-indicatoren bleven gematigd, waarbij de PMI voor nieuwe uitvoerorders na vier en een half jaar pas net weer positief werd, hoewel de technologiegerelateerde uitvoerorders relatief robuust bleven, ondersteund door de wereldwijde uitbreiding van AI. Het conflict in het Midden-Oosten lijkt minder verstoring te zijn geweest dan eerder werd verwacht; de aanbodbeperkingen blijven beperken nemen af, maar hogere kosten en onzekerheid blijven de vooruitzichten drukken. Over het algemeen zal de uitvoer van het eurogebied op korte termijn naar verwachting langzamer groeien dan de buitenlandse vraag, waardoor het marktaandeel bij de uitvoer verder zal dalen. Dit weerspiegelt deels de recente sterke wereldwijde vraag naar AI-gerelateerde goederen, met name kerncomponenten voor datacenters zoals computer-, opslag- en netwerkhardware, waarin het eurogebied minder gespecialiseerd is dan sommige concurrenten. Gedurende de rest van de projectieperiode zullen de marktaandelen naar

verwachting onder druk blijven staan door algemenere uitdagingen op het gebied van concurrentievermogen. Aan de invoerzijde wijzen de gegevens van de nationale rekeningen erop dat de invoer in het tweede kwartaal met 1,5% toenam op kwartaalbasis, waardoor het uitvoersaldo een positieve bijdrage van 0,9 procentpunt leverde aan de bbp-groei van het eurogebied.

In het basisscenario wordt uitgegaan van een groei van het reële bbp op jaarbasis van 0,9% in 2026, 1,4% in 2027 en 1,5% in 2028. In vergelijking met de projecties van juni 2026 is de bbp-groei voor 2026 licht naar boven bijgesteld, vanwege meevallende cijfers en positieve enquête-indicatoren, die een overloopeffect in 2027 impliceren. De groeivoorzichten op korte termijn zijn verbeterd ten opzichte van de vorige medewerkersprojecties, wat met name te danken is aan de veerkracht van de particuliere consumptie en de overheidsuitgaven. Op middellange termijn zouden geleidelijk dalende energieprijzen en een sterke arbeidsmarkt de inkomens van huishoudens en daarmee ook de consumptie moeten ondersteunen. De groei zal in toenemende mate worden ondersteund door de bedrijfsinvesteringen en investeringen in woningen. De uitvoergroei zou moeten profiteren van de stijgende buitenlandse vraag, maar wordt afgeremd door uitdagingen op het gebied van concurrentievermogen en onzekerheid over het wereldwijde handelsbeleid. De economische vooruitzichten voor het eurogebied blijven hoogst onzeker tegen de achtergrond van het aanhoudende conflict in het Midden-Oosten en de voortdurende volatiliteit van de energieprijzen. Om rekening te houden met deze onzekerheid werd het basisscenario aangevuld met geactualiseerde versies van de drie alternatieve scenario's uit de projecties van juni 2026: een milder scenario, een ongunstig scenario en een ernstig scenario (zie [de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2026](#)).

De totale inflatie in het eurogebied op jaarbasis, gemeten aan de hand van de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP), steeg tot 3,3% in augustus 2026, tegen 2,9% in juli. Dat was het resultaat van een forse stijging van de energie-inflatie als gevolg van het conflict in het Midden-Oosten, terwijl de voedselinflatie ongewijzigd bleef.⁵ De HICP exclusief energie en voedingsmiddelen (HICPX) nam licht af van 2,5% in juli tot 2,4% in augustus, naar aanleiding van een daling van de diensteninflatie die de stijging van de inflatie van de niet-energetische industriële goederen (NEIG) ruimschoots tenietdeed. De indicatoren van de onderliggende inflatie zijn de afgelopen maanden vrijwel stabiel gebleven. De lonen vertoonden vooralsnog geen wezenlijke reactie op de energieschok. De jaarlijkse groei van de loonsom per werknemer daalde in het tweede kwartaal van 2026 tot 3,3%, tegen 3,5% in het eerste kwartaal van 2026.

Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2026 zal de totale inflatie gemiddeld 3,0% bedragen in 2026, voordat deze daalt tot 2,5% in 2027 en 2,1% in 2028.⁶ Vergeleken met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2026 blijft de totale inflatie onveranderd in 2026 en werd ze opwaarts bijgesteld voor 2027 en 2028. De vooruitzichten blijven zeer onzeker, met opwaartse risico's voor de inflatie. Om deze onzekerheid te illustreren, wordt het basisscenario aangevuld met bijgewerkte versies van de drie alternatieve scenario's uit de projecties van juni 2026. Deze scenario's verschillen qua aannames over de omvang en de duur van het conflict in het Midden-Oosten en de energieprijschok, de gevolgen van deze schok voor de internationale omgeving en de onzekerheid, en de doorwerking van indirecte en tweederonde-effecten op de inflatie.

Volgens de flashraming van Eurostat steeg de HICP-inflatie in het eurogebied in augustus 2026 tot 3,3%, tegen 2,9% in juli (Grafiek 8). Deze stijging was toe te schrijven aan een sterke toename van de energie-inflatie, terwijl de voedselinflatie stabiel bleef en de HICPX-inflatie licht daalde. Het veranderingspercentage op jaarbasis van de energieprijzen steeg fors, van 10,3% in juli tot 14,3% in augustus. Dat was het gevolg van een stijging van de energieprijzen met 2,9% op maandbasis en een aanzienlijk positief basiseffect.⁷ De voedselinflatie bedroeg 1,2% in augustus, net als in juli. Binnen de voedingscomponent liep de inflatie van bewerkte voedingsmiddelen terug van 0,7% in juli tot 0,6% in augustus, terwijl de inflatie van onbewerkte voedingsmiddelen in dezelfde periode steeg van 2,4% tot 2,7%. De veranderingen op maandbasis van de prijzen van onbewerkte voedingsmiddelen waren sterker dan gewoonlijk voor augustus, mogelijk als gevolg van enige

⁵ De afsluitingsdatum voor de gegevens in dit nummer van het Economisch Bulletin was 9 september 2026. Volgens de volledige publicatie van de HICP-gegevens die Eurostat op 17 september 2026 heeft gepubliceerd, bedroeg de jaarlijkse inflatie in het eurogebied 3,2% in augustus 2026.

⁶ Zie de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2026.

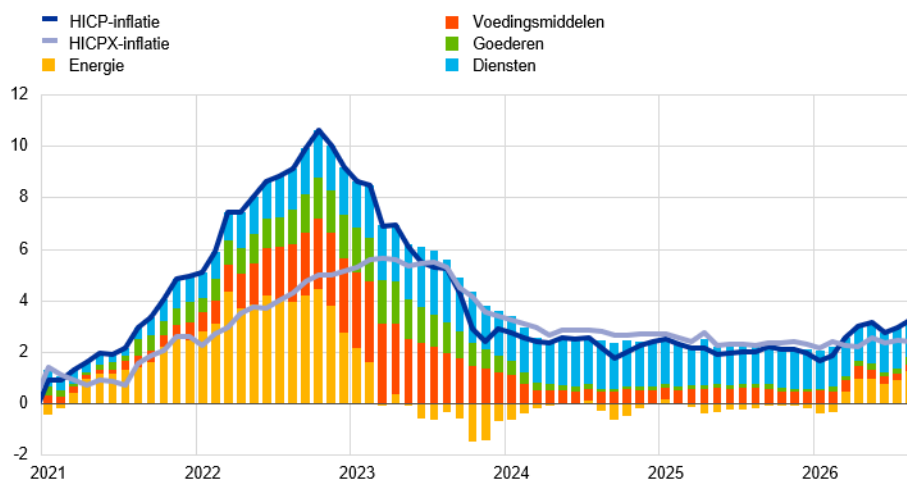
⁷ Zie voor een analyse van de elektriciteits- en gasprijzen voor consumenten het Kader "The uneven journey of wholesale gas and electricity prices to consumer bills" in dit nummer van het Economisch Bulletin.

opwaartse druk door het warme en droge weer in Europa tijdens de zomer. De HICPX-inflatie daalde van 2,5% in juli tot 2,4% in augustus. Dat was het gevolg van de daling van de diensteninflatie van 3,3% tot 3,0%, die de stijging van de NEIG-inflatie van 0,9% tot 1,2% ruimschoots tenietdeed.

Grafiek 8

Totale inflatie en de belangrijkste componenten ervan

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: "Goederen" verwijst naar niet-energetische industriële goederen; HICPX staat voor de HICP exclusief energie en voedingsmiddelen. De meest recente waarnemingen betreffen augustus 2026 (flashraming).

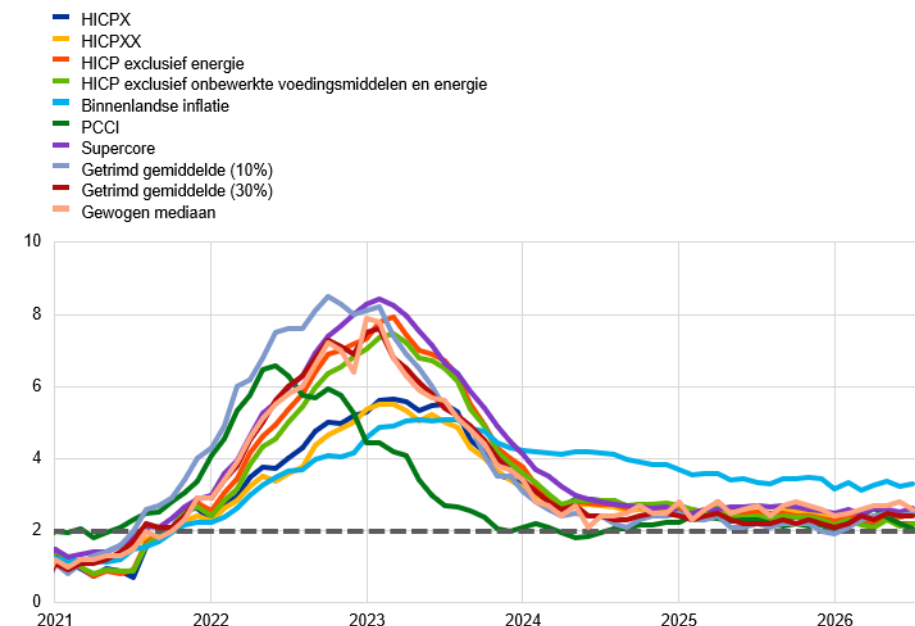
De indicatoren van de onderliggende inflatie bleven de afgelopen maanden grotendeels stabiel (Grafiek 9) en schommelden tussen 2,1% en 2,6% in juli 2026.

Na een lichte stijging in juli namen de op eliminatie gebaseerde inflatiemaatstaven voor augustus enigszins af. Bij de op modellen gebaseerde indicatoren daalde de persistente en gemeenschappelijke inflatiecomponent (Persistent and Common Component of Inflation – PCCI) licht, van 2,2% in juni tot 2,1% in juli, terwijl de PCCI exclusief energie ongewijzigd bleef op 2,1%. De Supercore-indicator, die conjunctuurgevoelige HICP-componenten omvat, nam licht toe van 2,5% in juni tot 2,6% in juli. In dezelfde periode was er een lichte stijging van 3,2% tot 3,3% van de binnenlandse inflatie, die componenten met een laag invoergehalte (voornamelijk diensten) omvat.

Grafiek 9

Indicatoren van de onderliggende inflatie

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

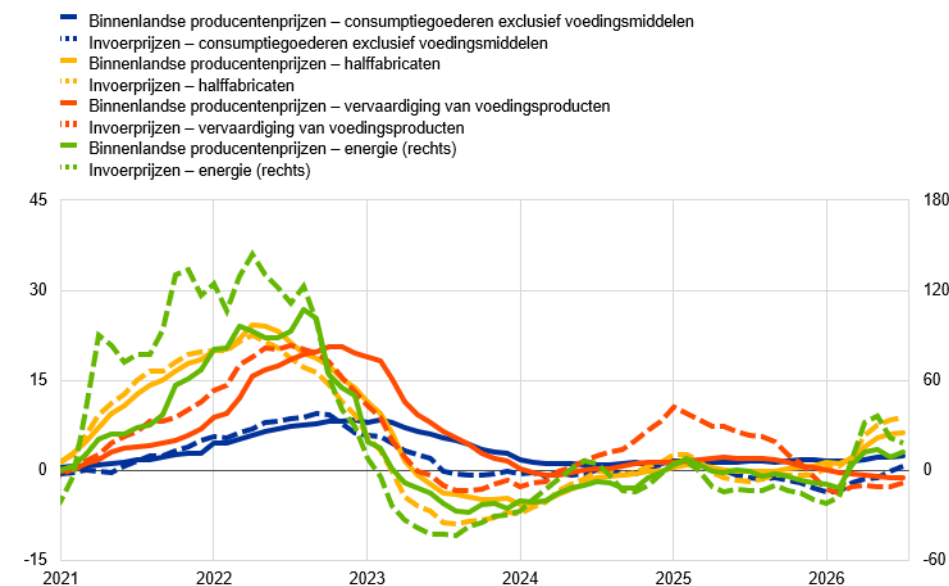
Toelichting: De grijze stippellijn vertegenwoordigt de inflatiedoelstelling van de Raad van Bestuur van 2% op middellange termijn. De HICPX is de HICP exclusief energie en voedingsmiddelen; de HICPXX is de HICPX exclusief reisartikelen, kleding en schoeisel. De meest recente waarnemingen betreffen augustus 2026 (flashraming) voor de HICPX, de HICPXX en de HICP exclusief energie, en juli 2026 voor de andere indicatoren.

De indicatoren van de prijsdruk op het productieproces stegen in juli 2026 in de meeste stadia van de prijsketen (Grafiek 10). In de vroege stadia van de prijsketen steeg de inflatie van de producentenprijzen voor energie van 8,8% in juni tot 12,9% in juli 2026, terwijl de inflatie van de invoerprijzen voor energie in dezelfde periode daalde van 21,8% tot 18,2%. Niettemin bleven beide indicatoren hoog, wat wijst op een aanhoudend hoge druk op de energieprijzen. De druk bleef ook hoog voor halffabricaten, als gevolg van forse stijgingen van de inflatie van de binnenlandse producentenprijzen en de invoerprijsinflatie, die in juli respectievelijk opliep tot 6,3% en 8,8%. In de latere stadia van de prijsketen wezen de indicatoren van de prijsdruk op het productieproces van consumptiegoederen exclusief voedingsmiddelen op een hogere inflatiedruk in dezelfde maand, aangezien zowel de invoerprijsinflatie als de inflatie van de binnenlandse producentenprijzen stegen, respectievelijk tot 0,7% en 2,4%. Na een hoge druk in 2025 bleef de prijsdynamiek in het productieproces voor voedselprijzen zwak en duidelijk negatief. De groei op jaarbasis van de producentenprijzen voor bewerkte voedingsmiddelen bleef in juli ongewijzigd op -1,2%, waardoor de in september 2025 begonnen geleidelijke neerwaartse trend werd onderbroken. De groei op jaarbasis van de invoerprijzen is daarentegen licht gestegen, van -2,6% in juni tot -2,0% in juli. Wegens het aanhoudende conflict in het Midden-Oosten worden de ontwikkelingen in de energie- en voedselprijzen, evenals de prijsdruk op het productieproces in het algemeen, nauwlettend gevolgd.

Grafiek 10

Indicatoren van de druk op het productieproces

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen juli 2026.

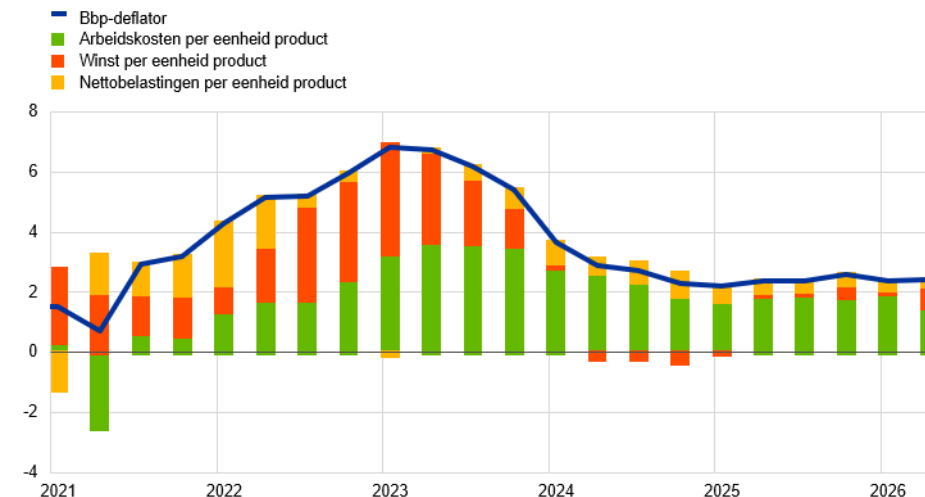
De binnenlandse kostendruk, afgemeten aan de groei van de bbp-deflator, bleef in het tweede kwartaal van 2026 ongewijzigd op 2,4% (Grafiek 11). Dat weerspiegelt een daling van de bijdrage van de arbeidskosten per eenheid product van 2,0% tot 1,5% en van de belastingen per eenheid product van 0,3% tot 0,2%, die wordt gecompenseerd door een stijging van de bijdrage van de winst per eenheid product van 0,1% tot 0,7%. De afname van de groei op jaarbasis van de arbeidskosten per eenheid product, van 3,5% tot 2,6%, was het gevolg van een toename van de groei van de arbeidsproductiviteit, van 0,0% tot 0,7%, die werd versterkt door een daling van de groei op jaarbasis van de loonsom per werknemer, van 3,5% tot 3,3%. De daling van deze laatste weerspiegelt een afname van de groei van de contractlonen, die vertraagde van 2,6% in het eerste kwartaal tot 2,4% in het tweede kwartaal van 2026, evenals een kleine afname van de bijdrage van de loondriftcomponent in dezelfde periode, van 1,0 procentpunt tot 0,9 procentpunt. Vooruitblikkend wijst de loontracker van de ECB, die werd bijgewerkt met gegevens over de loonakkoorden die tot eind augustus 2026 zijn gesloten, erop dat de druk op de contractlonen zich in 2026 zal stabiliseren op 2,6%, voordat deze in de eerste helft van 2027 licht zal toenemen tot 2,7%.⁸ Volgens de projecties van september 2026 zal de groei op jaarbasis van de loonsom per werknemer vertragen van 3,8% in 2025 tot 3,3% in 2026. In 2027 en 2028 zal deze groei naar verwachting op 3,3% blijven, boven het langetermijngemiddelde, onder invloed van gunstigere economische vooruitzichten en een veerkrachtige arbeidsmarkt. Door de verwachte daling van de inflatie zou de loondruk onder controle blijven.

⁸ Zie voor meer details "New data release: ECB wage tracker points to stable negotiated wages pressures in 2026", persbericht, Europese Centrale Bank (ECB), 17 juni 2026.

Grafiek 11

Uitsplitsing van de bbp-deflator

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De loonsom per werknemer draagt positief bij tot veranderingen in de arbeidskosten per eenheid product; de arbeidsproductiviteit levert een negatieve bijdrage. De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2026.

Tijdens de verslagperiode van 11 juni tot 9 september 2026 stegen de marktgebaseerde maatstaven van inflatiecompensatie op korte termijn licht tegen de achtergrond van een hogere volatiliteit, terwijl de inflatieverwachtingen op langere termijn nog altijd stevig verankerd waren op ongeveer 2% (Grafiek 12, paneel a). De inflatieverwachtingen van beleggers voor de korte termijn hielden gelijke tred met de schommelingen van de olieprijs en bleven erg gevoelig voor de onzekerheid over de ontwikkeling van het conflict in het Midden-Oosten. Na de ondertekening van het memorandum van overeenstemming tussen de Verenigde Staten en Iran op 17 juni 2026 daalden de marktgebaseerde maatstaven van inflatiecompensatie. Begin juli lagen deze maatstaven echter boven het niveau van vóór 17 juni, aangezien het conflict weer was opgelaaide en de olieprijs stegen. Aan het einde van de verslagperiode was de eenjaars toekomstige inflatieswaprente één jaar vooruit met ongeveer 15 basispunten gestegen, tot 2,3%. Voor middellange en langere looptijden bleven de maatstaven van inflatiecompensatie relatief stabiel: de vijfjaars toekomstige inflatieswaprente vijf jaar vooruit bleef tijdens de verslagperiode al met al ongewijzigd op ongeveer 2,2%. Na correctie voor inflatierisicopremies bleven de marktgebaseerde maatstaven van de inflatieverwachtingen op middellange en langere termijn stevig verankerd rond 2%. Zowel in de Survey of Professional Forecasters van de ECB voor het derde kwartaal van 2026 als in de Survey of Monetary Analysts van de ECB voor september 2026 beliepen de gemiddelde en de mediane inflatieverwachtingen op langere termijn nog altijd 2%.

Grafiek 12

Marktgebaseerde maatstaven van inflatiecompensatie en inflatieverwachtingen van de consumenten

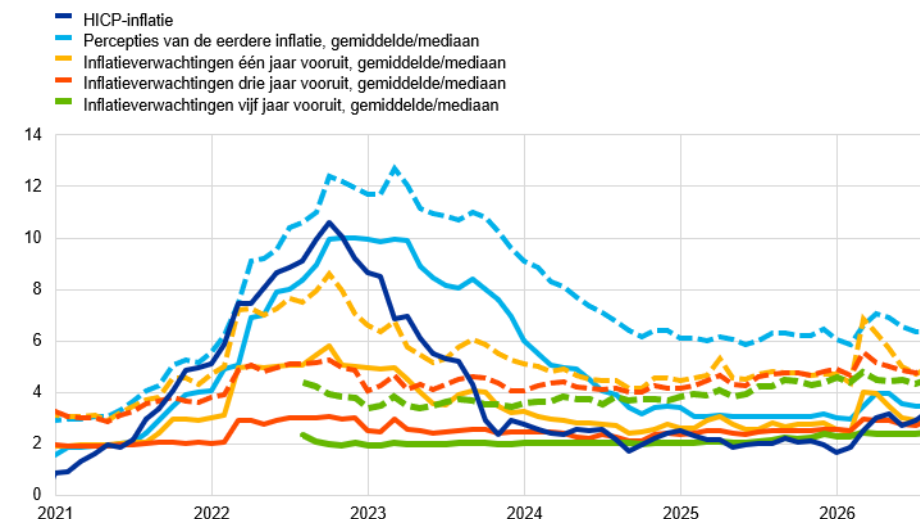
a) Marktgebaseerde maatstaven van inflatiecompensatie

(mutaties in procenten per jaar)



b) Totale HICP-inflatie en de Consumer Expectations Survey van de ECB

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: LSEG, Eurostat, Consumer Expectations Survey van de ECB en berekeningen van de ECB.
Toelichting: Paneel a) geeft de toekomstige inflatieswaprentes over twee verschillende looptijden voor het eurogebied weer. De verticale grijze lijn geeft het begin van de verslagperiode op 11 juni 2026 aan. In paneel b) geven de onderbroken lijnen het gemiddelde en de volle lijnen de mediaan weer. Voor paneel a) betreffen de meest recente waarnemingen 9 september 2026. Voor paneel b) betreffen de meest recente waarnemingen augustus 2026 voor zowel de HICP-inflatie (flashraming) als de Consumer Expectations Survey.

De inflatieverwachtingen van consumenten op korte en middellange termijn namen in augustus 2026 licht toe, terwijl de perceptie van de eerdere inflatie onveranderd bleef (Grafiek 12, paneel b). Volgens de Consumer Expectations Survey van de ECB van augustus 2026 bleef de mediaan voor de gevoelsinflatie in de voorgaande 12 maanden stabiel op 3,5%.⁹ De mediane inflatieverwachtingen

⁹ Het veldwerk voor de Consumer Expectations Survey van de ECB van augustus 2026 werd afgerond op 24 augustus 2026.

voor de komende 12 maanden namen licht toe van 2,9% in juli tot 3,0%, terwijl die voor de komende drie jaar stegen van 2,7% tot 2,9% in dezelfde periode.

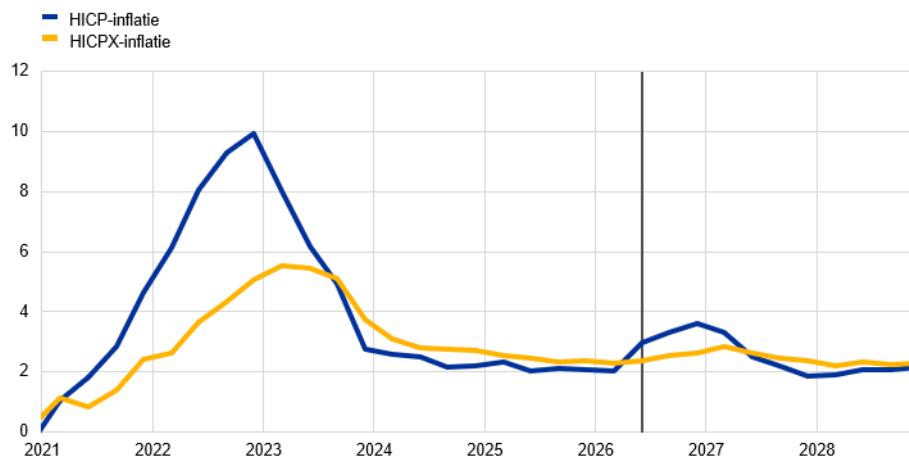
Tegelijkertijd stegen de mediane inflatieverwachtingen voor de komende vijf jaar met 0,1 procentpunt, tot 2,5%. Afgezien van de maandelijkse volatiliteit bleven de inflatieverwachtingen van consumenten boven het niveau van vóór het conflict in het Midden-Oosten. Ze waren de afgelopen maanden echter grotendeels stabiel en bleven wijzen op een terugkeer van de inflatie naar de doelstelling op middellange termijn.

Volgens de projecties van september 2026 zal de totale inflatie stijgen van 2,1% in 2025 tot 3,0% in 2026, voordat deze in 2027 daalt tot 2,5% en in 2028 terugkeert tot 2,1% (Grafiek 13). Er wordt verwacht dat de totale inflatie in het vierde kwartaal van 2026 zal toenemen tot 3,6%. De energie-inflatie zal naar verwachting eind 2026 pieken, onder invloed van hogere prijzen van energiegrofstoffen en van de prijzen van geraffineerde brandstoffen voor vervoermiddelen die sterker stegen dan de prijzen van ruwe olie. De energie-inflatie zou vervolgens scherp dalen in 2027 als gevolg van lagere prijzen van energiegrofstoffen en negatieve basiseffecten, en licht opveren in 2028 door de invoering van het EU-emissiehandelssysteem 2 (ETS2). De voedselinflatie zal naar verwachting stijgen op korte termijn, onder invloed van indirecte effecten door eerdere stijgingen van de energieprijzen die geleidelijk doorwerken en van de gevolgen van ongunstige weersomstandigheden. Later in de projectieperiode zou ze weer afnemen tot 2%. De HICPX-inflatie zal op korte termijn naar verwachting geleidelijk stijgen en gemiddeld 2,5% bedragen in 2026 en 2,6% in 2027, wat toe te schrijven is aan de geleidelijke toename van de indirecte effecten van hogere energieprijzen in binnen- en buitenland, naarmate de invoerprijzen en de inputkosten in de verwerkende nijverheid stijgen. Ze zal vervolgens wellicht dalen tot 2,3% in 2028. Vergeleken met de projecties van juni 2026 werden de vooruitzichten voor de totale HICP-inflatie voor 2027 met 0,2 procentpunten voor 2028 met 0,1 procentpunt naar boven bijgesteld. De HICPX-inflatie werd voor zowel 2027 als 2028 met 0,1 procentpunt naar boven bijgesteld.

Grafiek 13

HICP- en HICPX-inflatie van het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2026.

Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het laatste kwartaal vóór het begin van de projectieperiode weer. De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2026 voor de historische gegevens en het vierde kwartaal van 2028 voor de projecties. De projecties van september 2026 werden op 28 augustus 2026 afgerond en de afsluitingsdatum voor de technische aannames was 19 augustus 2026. Zowel de historische als de verwachte gegevens voor de HICP- en de HICPX-inflatie worden op kwartaalbasis gerapporteerd.

Tijdens de verslagperiode van 11 juni tot en met 9 september 2026 werden de korte marktrentes in het eurogebied voornamelijk bepaald door de ontwikkelingen in het conflict in het Midden-Oosten en de gevolgen daarvan voor de energieprijzen, aangezien marktdeelnemers hun inflatievooruitzichten voor de korte termijn aanpasten. Ondanks enige volatiliteit bleef de risicovrije kortetermijnrente aan het einde van de verslagperiode grotendeels ongewijzigd. Ondertussen steeg de risicovrije langetermijnrente tot historisch hoge niveaus als gevolg van een gesynchroniseerde wereldwijde stijging van de obligatierendementen. De rendementen op staatsobligaties in het eurogebied hielden in grote lijnen gelijke tred met de risicovrije rentes. De aandelenwaarderingen stegen tijdens de verslagperiode, waarbij de aandelenindices in het eurogebied en de Verenigde Staten grotendeels vergelijkbare stijgingen vertoonden, ondersteund door stevige bedrijfswinsten. Aan beide zijden van de Atlantische Oceaan concentreerden de winsten zich in de financiële sector, ondersteund door een steilere rendementscurve, terwijl de technologiefondsen volatiel bleven. De spreads op bedrijfsobligaties zijn zowel in het kredietwaardige als in het hoogrentende segment afgenomen. Op de valutamarkt steeg de euro zowel ten opzichte van de Amerikaanse dollar (+1,0%) als op handelsbasis (+0,4%).

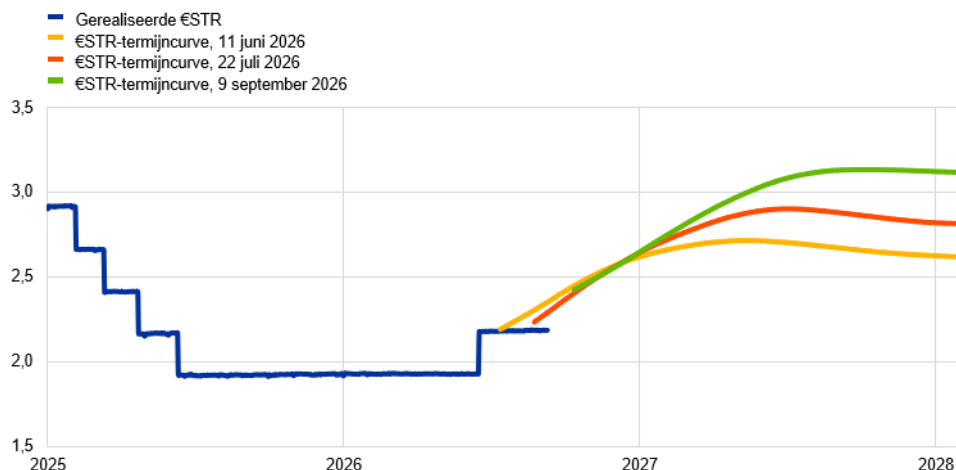
De risicovrije kortetermijnrente in het eurogebied bleef aan het einde van de verslagperiode grotendeels ongewijzigd, ondanks enige volatiliteit binnen de verslagperiode als gevolg van ontwikkelingen in het conflict in het Midden-Oosten, terwijl de risicovrije langetermijnrentes wereldwijd stegen (Grafiek 14).

De kortetermijnbenchmarkrente van de euro (€STR) kwam aan het einde van de verslagperiode uit op 2,19%, nadat de Raad van Bestuur tijdens zijn vergadering van 11 juni 2026 had besloten om de drie basisrentetarieven van de ECB met 25 basispunten te verhogen en tijdens zijn daaropvolgende vergadering van 23 juli besloot om deze ongewijzigd te laten. De overliquiditeit daalde met ongeveer € 101 miljard naar € 2.117 miljard, voornamelijk als gevolg van de aanhoudende daling in de portefeuilles van voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten. De kortetermijnrente vertoonde binnen de verslagperiode een uitgesproken volatiliteit doordat de marktdeelnemers de inflatievooruitzichten herbeoordeelden in reactie op de ontwikkelingen in het conflict in het Midden-Oosten en de daarmee samenhangende schommelingen van de energieprijzen. Aan het einde van de verslagperiode bleef de kortetermijnrente grotendeels ongewijzigd: op 9 september 2026 wees de €STR-termijncurve op cumulatieve renteverhogingen van ongeveer 40 basispunten tegen het einde van het jaar, wat ongeveer gelijk is aan het niveau dat aan het begin van de verslagperiode was ingeprijsd. Als we verder kijken dan 2026, steeg de €STR-termijnrente ten opzichte van het niveau van juni.

Grafiek 14

€STR-termijnrente

(procenten op jaarbasis)



Bronnen: Bloomberg Finance L.P. en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De termijncurve wordt geraamd aan de hand van de spotkoersen van de OIS (€STR).

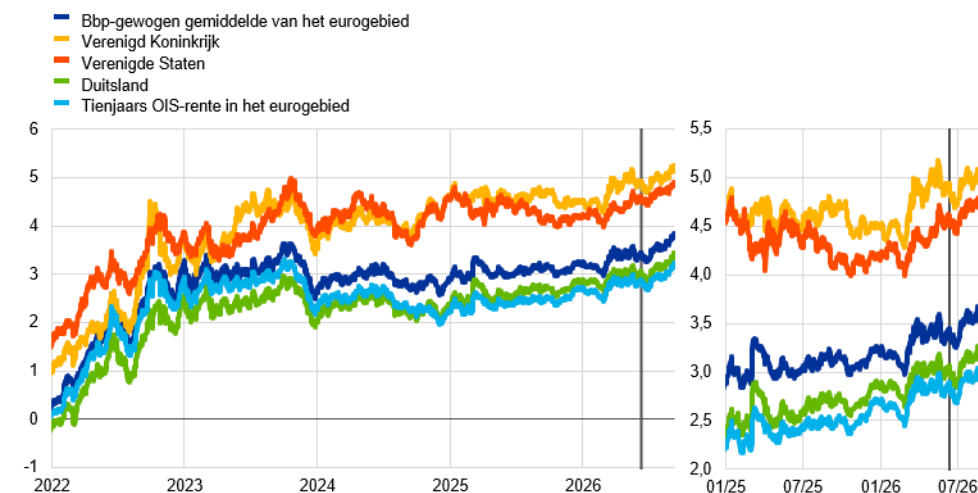
De risicovrije langetermijnrente steeg tijdens de verslagperiode naar ongekend hoge niveaus als gevolg van een gesynchroniseerde wereldwijde stijging van de obligatierendementen (Grafiek 15). De tienjaars OIS-rente in het eurogebied steeg in de verslagperiode met 37 basispunten en kwam uit op 3,2%. Het rendement op tienjaars Amerikaanse staatsobligaties steeg met ongeveer 38 basispunten naar 4,9%, terwijl het rendement op Britse staatsobligaties met ongeveer 37 basispunten steeg naar 5,3%, zij het met significante schommelingen gedurende de verslagperiode. De rendementen voor looptijden van meer dan tien jaar bereikten de hoogste niveaus in tientallen jaren. Deze wereldwijde herprijzing vond plaats tegen de achtergrond van een sterk toegenomen uitgifte van schuld papier door bedrijven om investeringen in artificiële intelligentie (AI) te financieren, met name in de Verenigde Staten. Daarnaast hebben aanzienlijke huidige en verwachte uitgaves van overheidsobligaties wereldwijd opwaartse druk op de rendementen uitgeoefend. De stijging van de langetermijnrendementen tijdens de verslagperiode zette een opwaartse trend voort die zich sinds eind 2024 in alle rechtsgebieden grotendeels parallel heeft ontwikkeld, vooral als gevolg van hogere reële termijnpremies.¹⁰

¹⁰ De langetermijnrendementen in het eurogebied bereikten eind 2024 een lokaal dieptepunt, na de cyclus van renteverhogingen in 2022-2023.

Grafiek 15

Rendementen op tienjaars staatsobligaties en de tienjaars OIS-rente op basis van de €STR

(procenten op jaarbasis)



Bronnen: LSEG en berekeningen van de ECB.

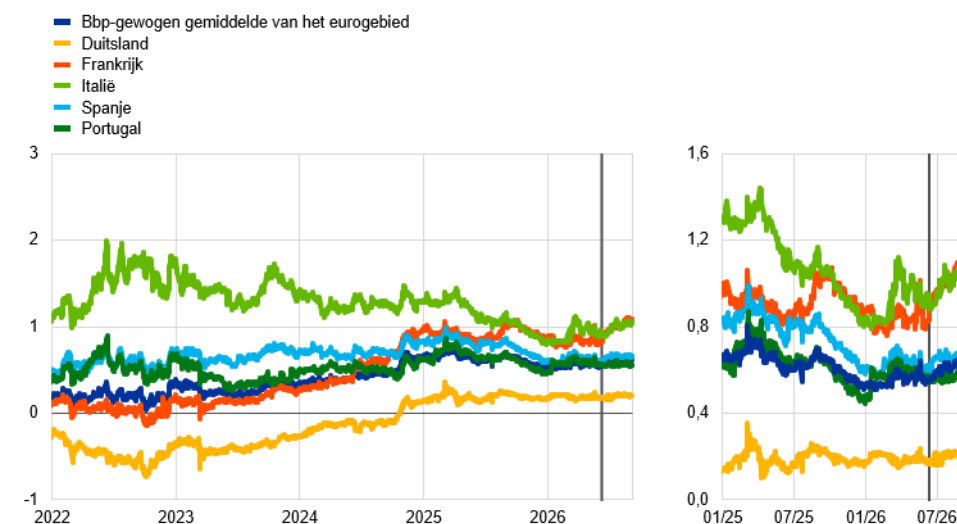
Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het begin van de verslagperiode op 11 juni 2026 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 9 september 2026.

De rendementen op langlopende staatsobligaties in het eurogebied zijn over de verslagperiode gestegen. Daarbij bleven de spreads ten opzichte van de risicovrije rente vrijwel onveranderd, ondanks enige heterogeniteit tussen landen (Grafiek 16). Het bbp-gewogen rendement op tienjaars staatsobligaties in het eurogebied nam toe met 45 basispunten en kwam uit op 3,9%. In het hele eurogebied volgden de rendementen op tienjaars staatsobligaties in grote lijnen de bewegingen van de risicovrije rente, hoewel de spreads in landen met een hoger schuldniveau licht toenamen.

Grafiek 16

Rendementsspreads op tienjaars staatsobligaties in het eurogebied ten opzichte van de tienjaars €STR-OIS-rente

(in procentpunten)



Bronnen: LSEG en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het begin van de verslagperiode op 11 juni 2026 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 9 september 2026.

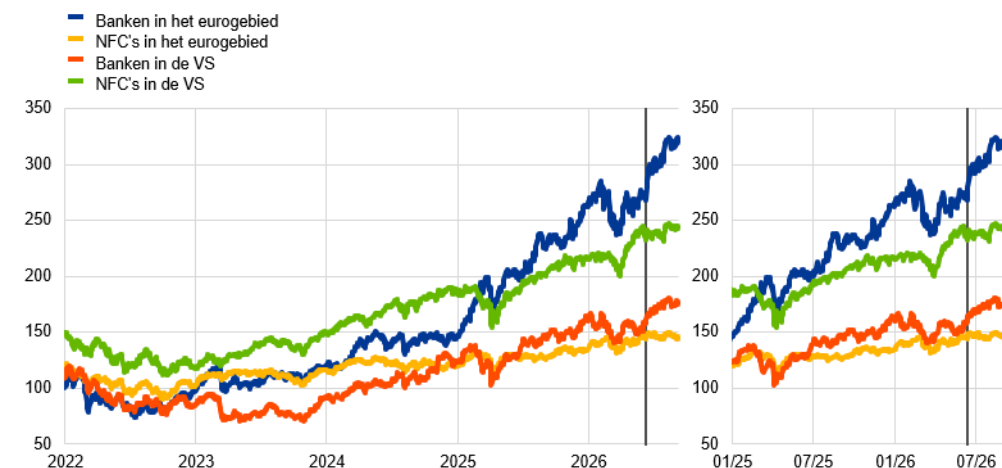
De aandelen in het eurogebied stegen tijdens de verslagperiode als gevolg van een positief winstseizoen, tegen een achtergrond van volatiliteit tijdens de verslagperiode als gevolg van ontwikkelingen in het conflict in het Midden-Oosten en zorgen over de opbouw van de AI-infrastructuur (Grafiek 17). De

benchmark-beursindex in het eurogebied steeg tijdens de verslagperiode met 2,7%, voornamelijk als gevolg van hogere waarderingen in de financiële sector. Terwijl de subindex voor niet-financiële ondernemingen (non-financial corporations – NFC's) 1,49% daalde, stegen de koersen van bankaandelen met 19,2%, ondersteund door een steilere rendementscurve en een sterk winstseizoen. Aandelen in de Verenigde Staten lieten een vergelijkbaar beeld zien: de brede index voor de aandelenmarkt steeg met 2,8%, waarbij de indices voor NFC's en banken met respectievelijk 2,4% en 9,1% omhoog gingen. De technologiefondsen waren in beide rechtsgebieden bijzonder volatiel, ondanks hoge winsten, als gevolg van hun gevoeligheid voor een hogere langetermijnrente en terugkerende bezorgdheid over te hoge waarderingen. Deze volatiliteit weerspiegelde ook de onzekerheid over de vraag of de aanzienlijke investeringen in AI voldoende winstgroei zouden genereren om te voldoen aan de hoge verwachtingen die in de geldende waarderingen zijn besloten.

Grafiek 17

Aandelenkoersindices eurogebied en VS

(index: 2 januari 2020 = 100)



Bronnen: LSEG en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het begin van de verslagperiode op 11 juni 2026 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 9 september 2026.

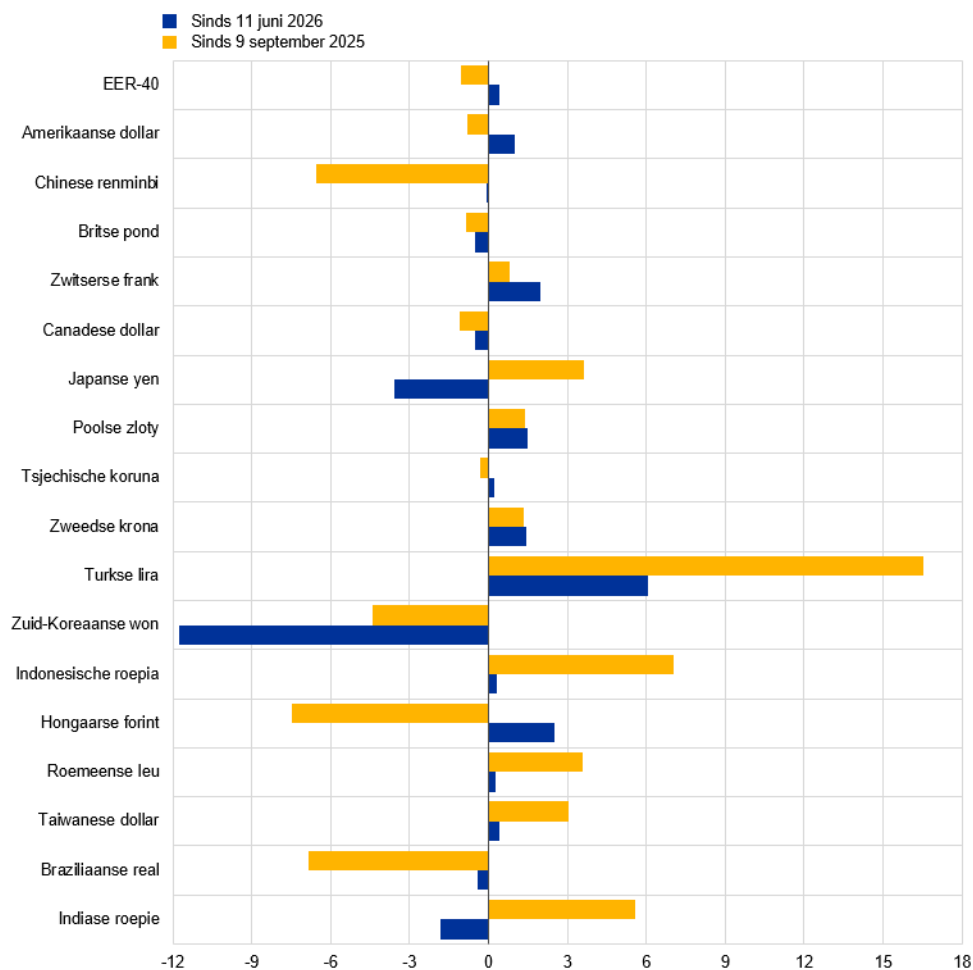
De spreads op bedrijfsobligaties in het eurogebied zijn zowel in het kredietwaardige als in het hoogrentende segment afgenomen. De daling was het meest uitgesproken in het hoogrentende segment, waar de spreads met ongeveer 9 basispunten afnamen. De spreads op kredietwaardige bedrijfsobligaties zijn met ongeveer 3 basispunten afgenomen, zowel voor niet-financiële als financiële ondernemingen.

Op de valutamarkten is de euro zowel ten opzichte van de Amerikaanse dollar als op handelsbasis in waarde gestegen (Grafiek 18). De waardeinstijging ten opzichte van de Amerikaanse dollar (+1,0%) werd voornamelijk veroorzaakt door verschuivingen in de marktverwachtingen ten aanzien van de monetairbeleidskoers van het Federal Reserve System. De nominaal-effectieve wisselkoers van de euro, afgemeten aan de valuta's van 40 van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied, steeg ondertussen licht met 0,4%, tegen de achtergrond van gemengde bilaterale wisselkoersontwikkelingen. De euro apprecieerde ten opzichte van de Zwitserse frank (+2,0%), de Poolse zloty (+1,5%) en de Hongaarse forint (+2,5%), maar deprecieerde ten opzichte van het Britse pond (-0,5%), de Zuid-Koreaanse won (-11,8%) en de Japanse yen (-3,6%). De JPY/EUR-wisselkoers vertoonde tijdens de verslagperiode een relatief grote volatiliteit. Eind juli voerden de Verenigde Staten en Japan een gecoördineerde interventie op de valutamarkt uit, wat aanvankelijk leidde tot een stijging van de yen. Tegen eind augustus was deze stijging echter weer grotendeels tenietgedaan. Sinds begin september is de yen ten opzichte van de euro sterk in waarde gestegen, voornamelijk als gevolg van verschuivingen in de marktverwachtingen ten aanzien van de monetairbeleidskoers van de Bank of Japan.

Grafiek 18

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

(mutaties in procenten)



Bron: Berekeningen van de ECB.

Toelichting: EER-40 is de nominaal-effectieve wisselkoers van de euro ten opzichte van de valuta's van 40 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 9 september 2026.

5 Financieringsvoorwaarden en ontwikkelingen in de kredietverlening

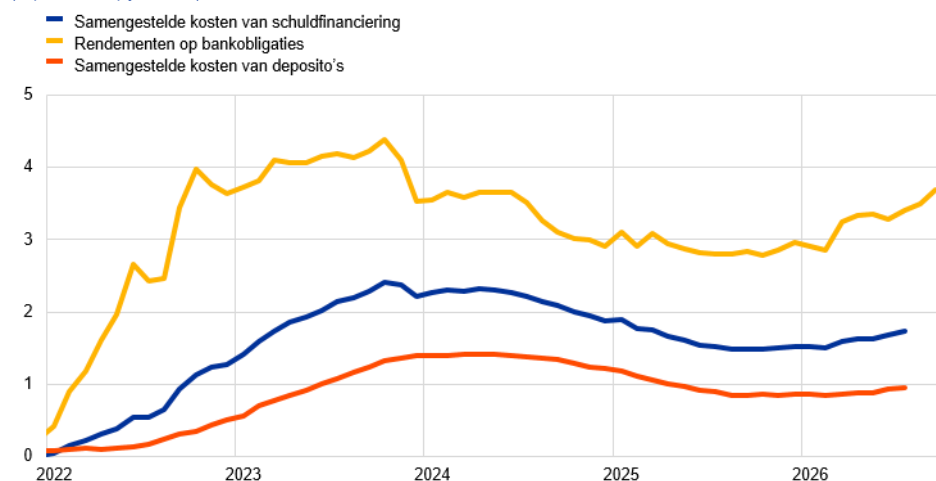
Sinds de vergadering van de Raad van Bestuur van 23 juli 2026 zijn de financieringsvoorwaarden voor bedrijven en huishoudens vrijwel stabiel gebleven. In juli bedroeg de bancaire rente voor bedrijven 3,8%, iets boven het niveau van mei, en de bancaire rente voor huishoudens bleef 3,5%. Tijdens de verslagperiode van 11 juni tot en met 9 september 2026 zijn zowel de kosten van schuldfinanciering via de markt als die van het eigen vermogen voor niet-financiële ondernemingen gestegen, wat wijst op een hogere risicovrije lange rente en een hogere risicopremie op aandelen. De groei van de kredietverlening aan bedrijven nam in juli verder toe tot 4,4%, terwijl de groei van de kredietverlening aan huishoudens vrijwel ongewijzigd bleef op 3,1%. De groei van het ruime monetaire aggregaat (M3) steeg op jaarbasis tot 3,4%.

De financieringskosten voor banken zijn in juni en juli vrijwel onveranderd gebleven, na sinds maart een opwaartse trend te hebben doorgemaakt (Grafiek 19). De samengestelde kosten van schuldfinanciering voor de banken van het eurogebied bedroegen juli 1,7%. De rendementen op bankobligaties stegen in dezelfde maand licht als gevolg van opwaartse druk op de mondiale obligatiemarkten, maar hun ecarts bleven beperkt. De interbancaire rentetarieven stegen na het besluit van de Raad van Bestuur in juni om de drie basisrentetarieven van de ECB te verhogen. De samengestelde depositorente, die de marginale kosten van financiering via bankdeposito's meet, steeg licht tot 1,0% in juli, wat is toe te schrijven aan hogere rentetarieven op termijndeposito's doordat banken de verhoging van de beleidsrente hebben doorberekend. Tegelijkertijd bleef de rente op girale deposito's en spaarrekeningen globaal onveranderd.

Grafiek 19

Samengestelde bankfinancieringskosten in het eurogebied

(in procenten op jaarbasis)



Bronnen: ECB, S&P Dow Jones Indices LLC en/of daaraan gelieerde ondernemingen, en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De samengestelde kosten van schuldfinanciering zijn het gemiddelde van de kosten voor nieuw afgesloten contracten voor banken van girale deposito's, deposito's met een opzegtermijn, termijndeposito's, obligaties en interbancaire leningen, gewogen naar de respectieve uitstaande bedragen. De samengestelde kosten van deposito's worden berekend als het gemiddelde van de rentetarieven op nieuwe contracten van girale deposito's, deposito's met een vaste looptijd en deposito's met een opzegtermijn, gewogen naar de respectieve uitstaande bedragen. De meest recente waarnemingen betreffen juli 2026 voor de samengestelde kosten van schuldfinanciering en de samengestelde kosten van deposito's, en 9 september 2026 voor de rente op bankobligaties.

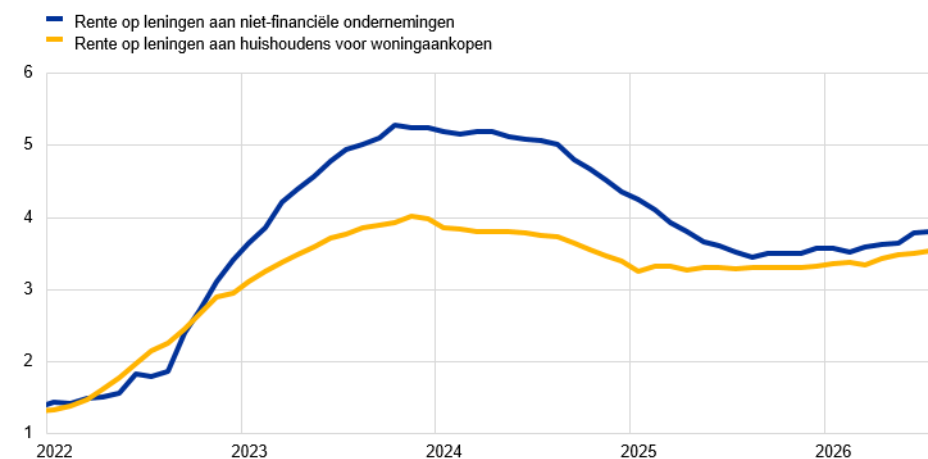
Tot en met juli steeg de bancaire rente voor bedrijven, terwijl die voor huishoudens stabiel bleef (Grafiek 20).

De kosten van bankkrediet voor niet-financiële ondernemingen zijn gestegen van 3,6% in mei tot 3,8% in juni en juli. De renteverhogingen hadden vooral betrekking op leningen met langere rentevaste perioden (meer dan vijf jaar). Het verschil tussen de rente op kleine en grote bedrijfsleningen verkrapte licht, doordat de debetrentes voor kleine en middelgrote ondernemingen relatief minder stegen dan die voor grote ondernemingen. De kredietkosten voor huishoudens voor de aankoop van een woning bleven in juni en juli vrijwel onveranderd op 3,5%.

Grafiek 20

Samengestelde bancaire debetrente voor bedrijven en huishoudens in het eurogebied

(in procenten op jaarbasis)



Bronnen: ECB en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De samengestelde rentetarieven voor bankkredieten worden berekend door de korte- en langetermijnrentes te aggregeren aan de hand van een 24-maands voortschrijdend gemiddelde van het totale aantal nieuwe contracten. De meest recente waarnemingen betreffen juli 2026.

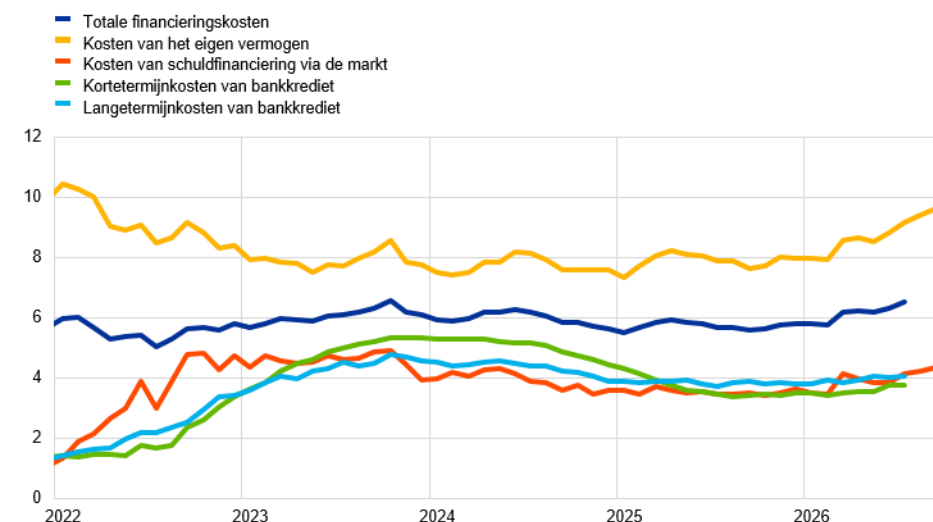
Tijdens de verslagperiode van 11 juni tot en met 9 september 2026 zijn zowel de kosten van schuldfinanciering via de markt voor bedrijven als de kosten van aandelenfinanciering gestegen. De totale financieringskosten voor niet-financiële ondernemingen – de samengestelde kosten van bankkrediet, schuldfinanciering via de markt en eigen vermogen – stegen voor de tweede achtereenvolgende maand, en kwamen in juli uit op 6,5% (Grafiek 21).¹¹ De belangrijkste oorzaken van deze stijging waren de kosten van het eigen vermogen en die van schuldfinanciering via de markt, terwijl de kosten van bankkrediet slechts marginaal stegen. Uit daggegevens voor de gehele verslagperiode blijkt dat de stijging van de kosten van schuldfinanciering via de markt voortkwam uit een hogere risicovrije rente, wat slechts deels werd gecompenseerd door een lichte daling van de ecart op bedrijfsobligaties, met name in het hoogrentende segment (zie Paragraaf 4 'Ontwikkelingen op de financiële markten'). De kosten van aandelenfinanciering stegen tijdens de verslagperiode eveneens, voornamelijk als gevolg van een hogere risicopremie op aandelen, waarbij de stijging van de risicovrije lange rente een kleinere rol speelde.

¹¹ Door het vertraagd beschikbaar komen van gegevens over de kosten van leningen bij banken zijn cijfers over de totale financieringskosten voor niet-financiële ondernemingen slechts beschikbaar tot en met juli 2026.

Grafiek 21

Nominale kosten van externe financiering voor bedrijven uit het eurogebied, per component

(in procenten op jaarbasis)



Bronnen: ECB, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg Finance L.P., LSEG en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De totale financieringskosten voor niet-financiële ondernemingen worden gebaseerd op maandgegevens en berekend als het gemiddelde van de kosten van kort- en langlopend bankkrediet (gemiddelde maandgegevens) en de kosten van schuldfinanciering via de markt en eigen vermogen (maandultimogegevens), gewogen naar de gerelateerde uitstaande bedragen. De meest recente waarnemingen betreffen 9 september 2026 voor de kosten van schuldfinanciering via de markt en van het eigen vermogen (daggegevens) en juli 2026 voor de totale financieringskosten en de kosten van kort- en langlopend bankkrediet (maandgegevens).

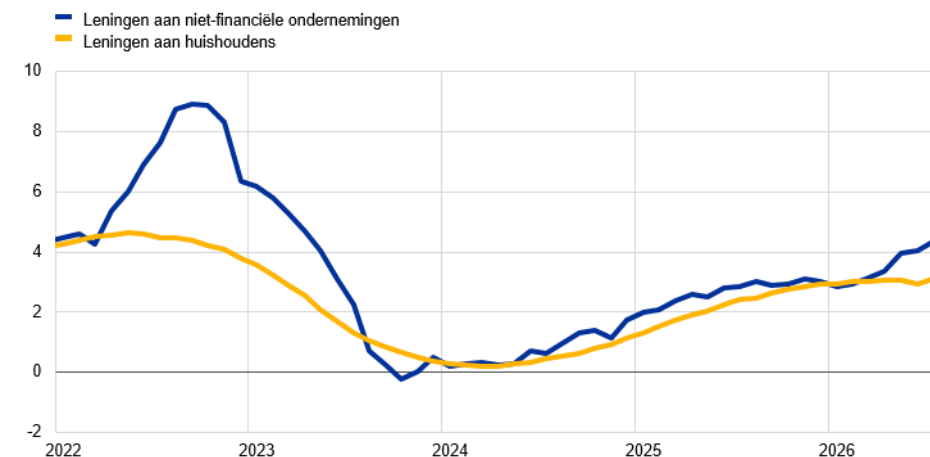
De groei van de kredietverlening aan bedrijven nam in juli verder toe, terwijl de groei van de kredietverlening aan huishoudens vrijwel ongewijzigd bleef ten opzichte van de voorgaande maanden (Grafiek 22).

De groei op jaarbasis van de kredietverlening van banken aan niet-financiële ondernemingen, die doorgaans met enige vertraging reageert op monetair beleid, steeg verder tot 4,4% in juli. Met de opgaande lijn sinds het niveau van 4,0% in mei en juni ligt het groeicijfer nu rond het historisch gemiddelde van 4,3% sinds begin 1999. De groei op jaarbasis van de externe schuldfinanciering door bedrijven steeg in juli tot 4,4%, eveneens omhoog van 4,0% in mei en juni, als gevolg van een sterkere groei van bankleningen aan bedrijven, terwijl de netto-uitgifte van bedrijfsobligaties bescheiden bleef. Al met al stegen de kortlopende leningen sterk in de eerste helft van het jaar en in juli, waarschijnlijk als gevolg van de grotere behoefte aan werkkapitaal door de energieschok. Het groeitempo op jaarbasis van leningen aan huishoudens bleef vrijwel gelijk en bedroeg in juli 3,1%, onder het historisch gemiddelde van 4,1% sinds begin 1999. De groei van het consumptief krediet en de hypothecaire kredietverlening bleef schommelen rond respectievelijk 5% en 3%. De groei bij overige vormen van kredietverlening aan huishoudens, waaronder leningen aan eenmanszaken, bleef gematigd, in lijn met historische trends. Volgens de meest recente [Consumer Expectations Survey](#) van de ECB voor juli 2026 heeft het conflict in het Midden-Oosten nog altijd een negatieve invloed op de verwachtingen van huishoudens over de toegang tot krediet. Wel zijn deze zorgen iets afgenomen.

Grafiek 22

MFI-leningen in het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: ECB en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De leningen van monetaire financiële instellingen (MFI's) zijn gecorrigeerd voor verkopen en securitisaties van leningen en in het geval van niet-financiële ondernemingen ook voor saldocompensatie (notional cash pooling). De meest recente waarnemingen betreffen juli 2026.

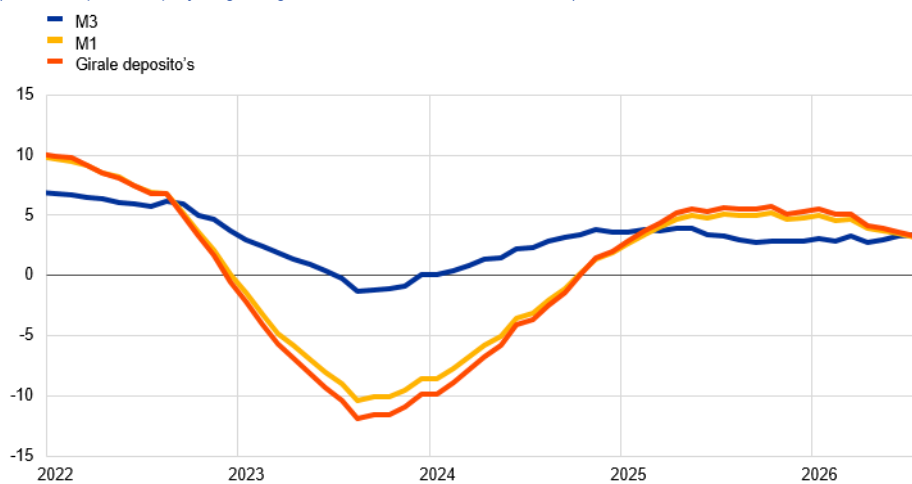
De groei van het ruime monetaire aggregaat (M3) steeg op jaarbasis licht in juni en juli, maar bleef over het geheel genomen gematigd (Grafiek 23).

De groei op jaarbasis van M3 steeg in juli naar 3,4%, na sinds medio 2025 rond 3% te hebben geschommeld. Dit percentage ligt ruim onder het historisch gemiddelde van 5,2% sinds begin 1999. In de maanden tot en met juli vertoonden de maandelijkse stromen echter een verhoogde volatiliteit door zeer wisselvallige netto buitenlandse stromen. De groei op jaarbasis van het eng gedefinieerde monetaire aggregaat M1 – bestaande uit de chartale geldomloop en girale deposito's – daalde van 3,7% in mei en 3,5% in juni tot 3,1% in juli. Deze daling houdt verband met de forse uitstroom van deposito's bij niet-bancaire financiële intermediairs in juli, die de instroom van de voorgaande maanden deels compenseerde. Vanuit het perspectief van de tegenposten heeft de binnenlandse kredietverlening sinds het begin van het conflict in het Midden-Oosten een grotere rol gespeeld bij de geldschepping. Daarentegen bleef de vermindering van de balans van het Eurosysteem de M3-groei drukken.

Grafiek 23

M3, M1 en girale deposito's

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



Bron: ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen juli 2026.

6 Begrotingsontwikkelingen

Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2026 zal de begrotingskoers in het eurogebied naar verwachting verruimen in 2026, om vervolgens in 2027 en 2028 weer te verkrappen.¹² De verwachte verruiming in 2026 is breed gedragen aan de uitgavenzijde, terwijl de daaropvolgende verkrapping het gevolg is van het terugdraaien van tijdelijke energiesteunmaatregelen, het aflopen van de meeste financiering vanuit het Next Generation EU-programma (NGEU) en niet-discretionaire factoren. Het begrotingstekort van de totale overheid, dat in 2025 uitkwam op 3,0% van het bbp, zal naar verwachting in 2026 aanzienlijk toenemen tot 3,6% van het bbp, in 2027 pieken op 3,7% en in 2028 weer dalen naar 3,6%. De schuldquote van het eurogebied zal naar verwachting stijgen tot net onder 90% van het bbp in 2028, doordat de aanhoudende primaire tekorten en tekort-schuldcorrecties de gunstige effecten van rente/groei-ecarts tenietdoen.

Na in 2025 neutraal te zijn geworden, zal de begrotingskoers van het eurogebied naar verwachting in 2026 met 0,5 procentpunt van het bbp verruimen, om in 2027 en 2028 met een vergelijkbaar cijfer cumulatief te verkrappen.¹³ De verruiming in 2026 is breed gedragen aan de uitgavenzijde.

Hogere overheidsinvesteringen zijn het gevolg van toegenomen uitgaven voor defensie en infrastructuur, met name in Duitsland, maar ook in kleinere landen, naast door NGEU gefinancierde uitgaven. Ook de begrotingsoverdrachten zullen naar verwachting toenemen als gevolg van een sterke groei van de pensioenuitgaven en andere sociale uitkeringen, en vanwege door NGEU gefinancierde kapitaaloverdrachten aan bedrijven. De tijdelijke energiesteunmaatregelen die overheden sinds het begin van het conflict in het Midden-Oosten hebbengenenomen, bieden een extra stimulans van ongeveer 0,1 % van het bbp in 2026, voornamelijk via lagere indirecte belastingen en hogere subsidies. In 2027 zal de begrotingskoers naar verwachting met ongeveer 0,4 procentpunt van het bbp verkrappen, deels als gevolg van het terugdraaien van deze energiesteunmaatregelen en als gevolg van het aflopen van de meeste NGEU-financiering. Deze verkrapping wordt in de meeste landen breed gedragen, maar wordt in Duitsland deels gecompenseerd door aanhoudende begrotingsstimulansen. De verdere verkrapping over 2027 en 2028 is voornamelijk toe te schrijven aan niet-discretionaire factoren, met name het remmende effect van het begrotingsbeleid ('fiscal drag') en de ontkoppeling van de belastinggrondslagen van het bbp.¹⁴ Vergeleken met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-

¹² Zie de [door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2026](#).

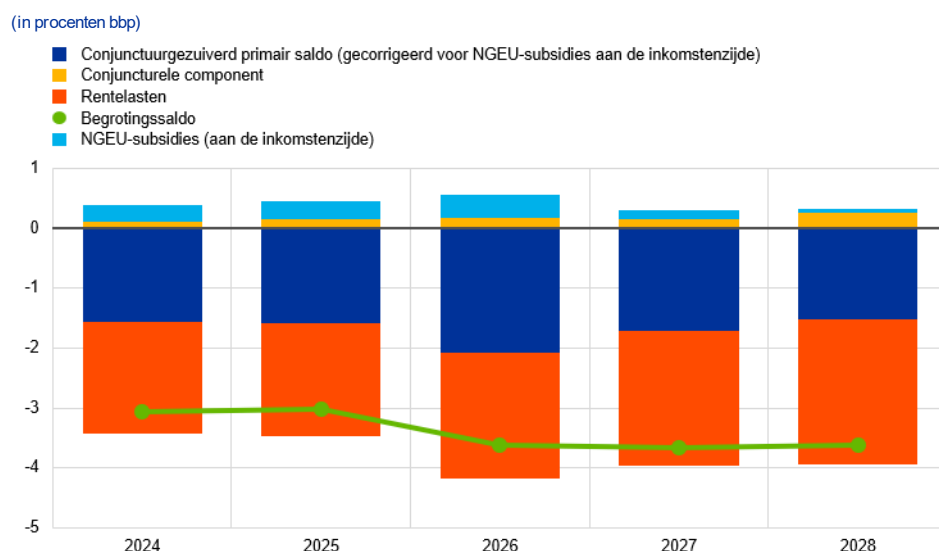
¹³ De begrotingskoers weerspiegelt de richting en omvang van de stimulans die uitgaat van het begrotingsbeleid op de economie, naast de automatische reactie van de overheidsfinanciën op de conjunctuur. Deze koers wordt hier gemeten als de mutatie van het voor de conjunctuur gecorrigeerde primaire saldo verminderd met de overheidssteun aan de financiële sector. Aangezien de hogere overheidsinkomsten in verband met NGEU-subsidies vanuit de EU-begroting geen verkleinend effect op de vraag hebben, wordt het conjunctuurgezuiverde primaire saldo gecorrigeerd om die inkomsten buiten beschouwing te laten. Zie voor meer informatie over het begrip "begrotingskoers van het eurogebied" het artikel "[The euro area fiscal stance](#)", *Economisch Bulletin*, nummer 4, ECB, 2016.

¹⁴ Onder 'fiscal drag' wordt de stijging van de belastingopbrengsten verstaan die zich voordoet wanneer de nominale belastinggrondslagen toenemen, maar de parameters van een progressief belastingstelsel niet overeenkomstig worden aangepast.

economische projecties voor het eurogebied van juni 2026 wijzen herziene historische gegevens voor Duitsland en Frankrijk op een enigszins ruimere begrotingskoers in 2025, terwijl de vooruitzichten voor de periode daarna grotendeels onveranderd blijven.

Het begrotingssaldo van de totale overheid in het eurogebied zal naar verwachting verslechteren, waarbij de tekortpiek in 2027 ruim boven de 3%-limiet uitkomt (Grafiek 24). Terugkijkend zien we dat het begrotingstekort van het eurogebied licht is teruggelopen van 3,1% in 2023 tot 3,0% van het bbp in 2025. Het cijfer voor 2025 is met 0,1 procentpunt naar boven bijgesteld ten opzichte van de projecties van juni 2026, voornamelijk als gevolg van herziene gegevens voor Duitsland. Naar verwachting zal dit percentage in 2026 duidelijk stijgen naar 3,6% van het bbp, in 2027 een piek bereiken van 3,7% en in 2028 weer licht dalen tot 3,6%. De grootste verslechtering van het begrotingssaldo zal naar verwachting plaatsvinden in 2026, als gevolg van de verruiming van de begrotingskoers. Daarnaast zullen de rentebetalingen naar verwachting stijgen met 0,2 procentpunt van het bbp in 2026 en cumulatief met nog eens 0,3 procentpunt in 2027 en 2028. Gedurende dezelfde periode zullen de gunstige conjuncturele component en de geraamde budgettaire verkrapping de aanhoudende stijging van de rentebetalingen naar verwachting grotendeels compenseren, wat in 2028 zal leiden tot een lichte verbetering van de begrotingssituatie. Vergeleken met de projecties van juni 2026 blijft het begrotingssaldo gedurende de projectieperiode grotendeels onveranderd, doordat het basiseffect van het hogere tekort in 2025 en de lichte verruiming van de begrotingskoers in 2026 worden gecompenseerd door gunstigere conjuncturele ontwikkelingen.

Grafiek 24
Begrotingssaldo en componenten



Bronnen: Berekening van de ECB en door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2026
Toelichting: De gegevens betreffen het aggregaat van de totale overheid van alle 21 landen in het eurogebied.

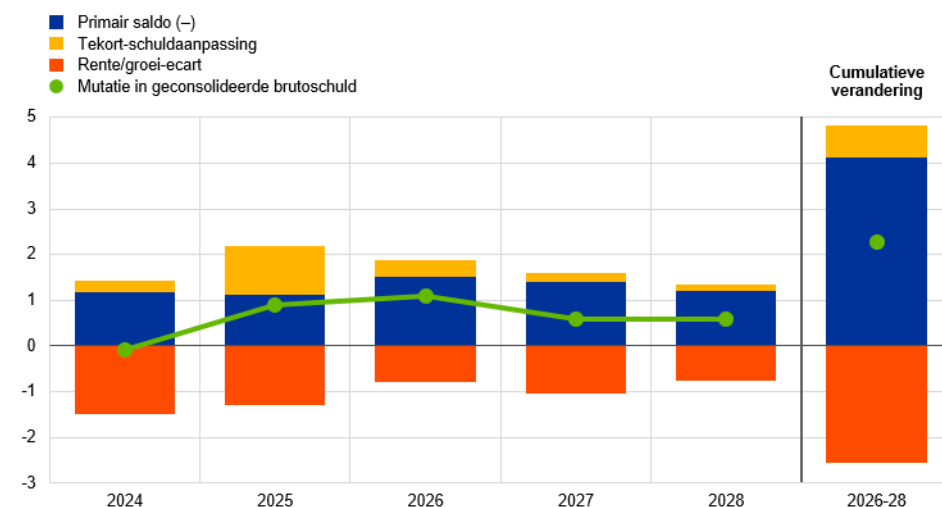
De schuldquote in het eurogebied vertoont gedurende de projectieperiode naar verwachting een stijgende lijn, tot net onder 90% van het bbp in 2028. Dit

betekent een omslag ten opzichte van de aanzienlijke daling die tussen 2021 en 2024 werd waargenomen. De schuldquote in het eurogebied stijgt naar verwachting van 87,1% in 2025 tot 89,4% aan het einde van de projectieperiode. Deze stijging is het gevolg van aanhoudende primaire tekorten en kleine maar consistent positieve tekort-schuldaanpassingen, die slechts gedeeltelijk worden gecompenseerd door gunstige rente/groei-ecarts (Grafiek 25). Ten opzichte van de projecties van juni 2026 is de schuldquote van de overheid gedurende de gehele projectieperiode naar beneden bijgesteld. Dit kan worden toegeschreven aan de lagere schuldquote berekend voor 2025 en gunstiger rente/groei-ecarts als gevolg van een hogere nominale bbp-groei.

Grafiek 25

Bepalende factoren voor de schuldquote in het eurogebied

(procenten bbp tenzij anders aangegeven)



Bronnen: Berekening van de ECB en door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2026

Toelichting: De gegevens betreffen het aggregaat van de totale overheid van alle 21 landen in het eurogebied.

Recente ontwikkelingen op het gebied van de begrotingsgovernance waren gericht op buitensporigtekortprocedures en de mogelijkheid om de nationale ontsnappingsclausule uit te breiden naar energiegerelateerde uitgaven. De Raad van de Europese Unie opende op 10 juli een buitensporigtekortprocedure voor Bulgarije, terwijl de buitensporigtekortprocedures voor zes andere eurolanden worden opgeschort.¹⁵ De Raad van de Europese Unie heeft tot dusver ingestemd met de activering van de nationale ontsnappingsclausule voor defensie-uitgaven voor 14 landen van het eurogebied.¹⁶ Op 18 augustus heeft de Europese Commissie een mededeling gepubliceerd met nadere details over haar eerdere voorstel om het toepassingsgebied van de nationale ontsnappingsclausule uit te breiden tot energiegerelateerde maatregelen, dat was aangekondigd als onderdeel

¹⁵ De landen van het eurogebied die momenteel aan een buitensporigtekortprocedure onderworpen zijn, zijn België, Bulgarije, Frankrijk, Italië, Oostenrijk, Slowakije en Finland.

¹⁶ De nationale ontsnappingsclausule is geactiveerd voor België, Bulgarije, Duitsland, Estland, Griekenland, Spanje, Kroatië, Letland, Litouwen, Oostenrijk, Portugal, Slovenië, Slowakije en Finland. Op 11 september heeft Italië verzocht om de ontsnappingsclausule voor zowel defensie-uitgaven als energiegerelateerde maatregelen te activeren. Meer informatie over de [nationale ontsnappingsclausule voor defensie-uitgaven](#) is te vinden op de website van de Raad van de Europese Unie.

van het voorjaarspakket 2026 van het Europees Semester.¹⁷ In de mededeling wordt uitgelegd dat de uitbreiding betrekking heeft op maatregelen die de structurele veiligheid en veerkracht van het Europese energiesysteem versterken en de transitie naar niet-fossiele brandstoffen versnellen. Tot dusver hebben alleen Griekenland en Italië om een dergelijke uitbreiding verzocht, hoewel de Commissie heeft aangegeven dat in een later stadium ingediende verzoeken ook in overweging zullen worden genomen.

¹⁷ Zie voor meer details de mededeling van de Commissie "[Richtsnoeren voor de lidstaten inzake de uitbreiding van het toepassingsgebied van de nationale uitzonderingsclausule voor energiezuikerheid](#)".

Kaders

1 Which countries are most vulnerable to the industrial rise of China? Mapping Europe's uneven exposure

Prepared by Ginevra Aguiari, Francesco Chiacchio, Matteo Falagiarda, Vanessa Gunnella and Emiel Cornelius Marchand

The rapid industrial transformation of China creates an uneven distribution of challenges and opportunities across EU economies. The so-called “China shock 2.0” combines a number of developments in China, including a rapid expansion of high-technology manufacturing, a stronger policy focus on industrial self-reliance and pervasive gains in price competitiveness. While these developments have intensified competitive pressures in some sectors, they may also benefit European economies through lower-cost imports, investment linkages and technological spillovers.¹ The balance of risks and opportunities differs across EU countries, reflecting differences in sectoral specialisation, integration into manufacturing value chains and exposure to sectors in which Chinese firms have rapidly expanded. Understanding this heterogeneity is important from a broader EU perspective, as asymmetric exposure to global shocks can have implications for competitiveness, investment and growth, as well as for macroeconomic convergence and the functioning of the monetary union.

The similarity between the goods export structures of China and several EU countries has increased substantially in recent years. An index measuring the overlap between the sectoral composition of Chinese goods exports and that of each EU country points to rising export similarity across a number of EU countries.² The increase is most pronounced in manufacturing-intensive economies, such as Germany, while it is more limited in countries with more specialised export structures, including some smaller EU countries (Chart A, panel a). Sectoral evidence suggests that this increase was driven mainly by machinery and transport equipment (Chart A, panel b), reflecting the rapid rise of China's automotive industry and a broader move up the value chain towards more advanced and technology-intensive products. This points to intensifying competition in sectors that have been key drivers of growth in some European economies over past decades, including automotive production and industrial machinery.

¹ See, for example, Amicucci et al. (2026), Anaya Longaric et al. (2026) and Lane (2026).

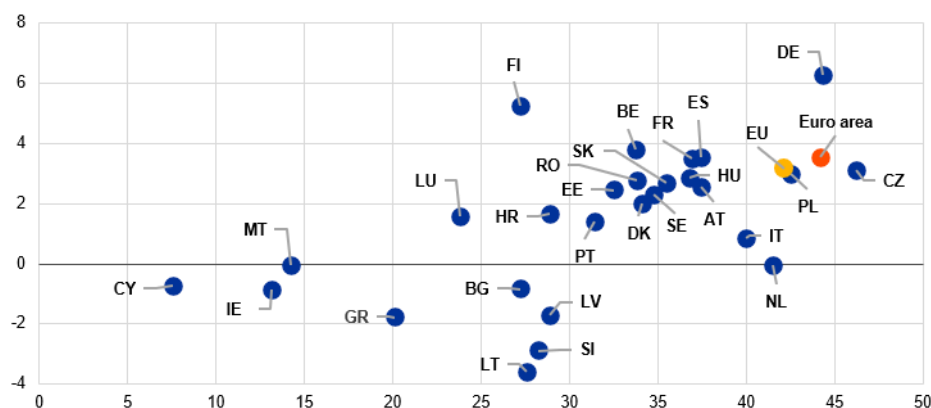
² The Export Similarity Index builds on the measure proposed by Finger and Kreinin (1979). For a recent application to China's trade patterns, see de Soyres et al. (2025).

Chart A

Similarity between the EU's and China's goods exports

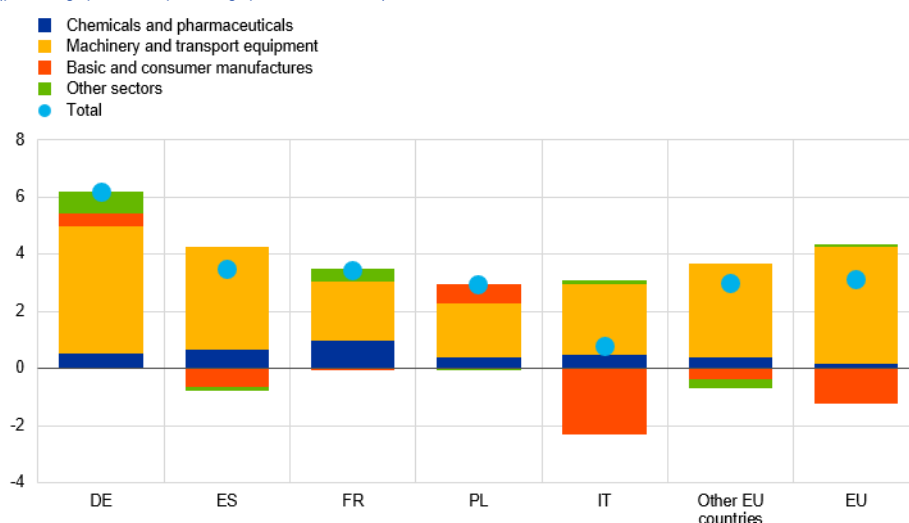
a) Export similarity with China in 2025 and change since 2019

(x-axis: similarity, percentages; y-axis: change, percentage points)



b) Sectoral contributions to changes in export similarity with China between 2019 and 2025

(percentage points and percentage point contributions)



Sources: Trade Data Monitor and ECB calculations.

Notes: The Export Similarity Index measures the overlap between the goods export structures of China and EU countries across sectors. Higher values indicate more similar export baskets. EU, euro area and "Other EU countries" aggregates exclude trade flows among countries within each aggregate. Panel b): Positive contributions indicate sectors in which export structures have become more similar over time, while negative contributions indicate increasing divergence. Sector classifications are based on Standard International Trade Classification (SITC) categories, with selected categories aggregated for presentation.

Alongside rising export competition, China appears to have become less dependent on European industrial imports.

The similarity between the goods export structures of EU countries and Chinese goods imports has decreased across the EU since 2019 (Chart B, panel a). The fall is most pronounced in economies integrated into European manufacturing and automotive value chains, including Germany and several central European economies. This largely reflects developments in machinery and transport equipment (Chart B, panel b), sectors in which these economies are highly specialised. This is consistent with greater competition from Chinese producers, substitution by other foreign suppliers, shifts in the composition of Chinese demand and recent weakness in domestic demand in

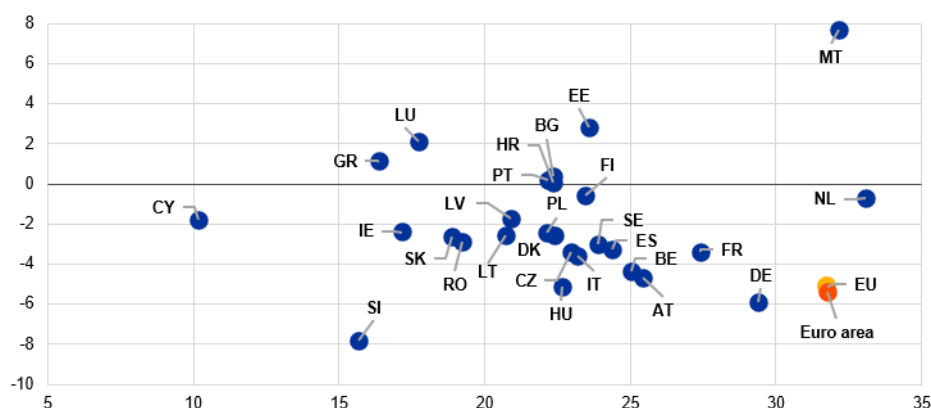
China. These developments have been accompanied by a marked decline in EU exports to China since 2019 (Chart C). While the decline is broad-based across EU countries, it has been particularly pronounced in Germany, reflecting the country's specialisation in manufacturing and capital goods.

Chart B

Similarity between EU goods exports and China's goods imports

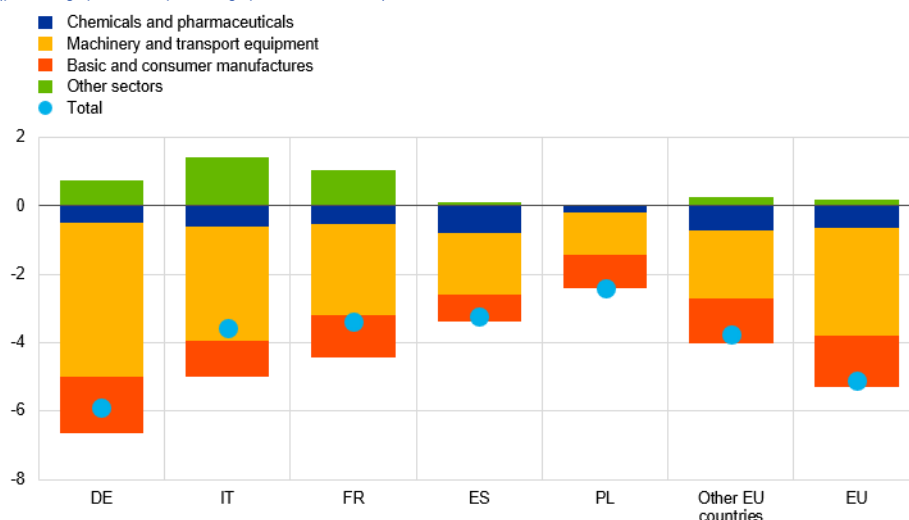
a) Partner similarity with China in 2025 and change since 2019

(x-axis: similarity, percentages; y-axis: change, percentage points)



b) Sectoral contributions to changes in partner similarity with China between 2019 and 2025

(percentage points and percentage point contributions)

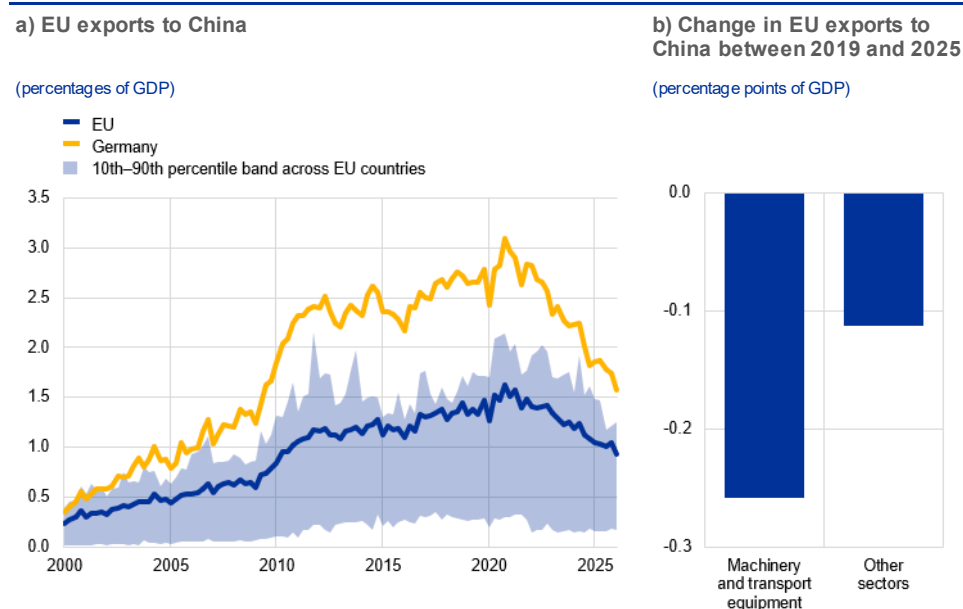


Sources: Trade Data Monitor and ECB calculations.

Notes: The Partner Similarity Index (de Soyres et al., 2025) measures the overlap between the goods export structures of EU countries and the sectoral composition of Chinese goods imports. Higher values indicate a closer match between EU exports and Chinese imports. EU, euro area and "Other EU countries" aggregates exclude trade flows among countries within each aggregate. Panel b): Positive contributions indicate sectors in which EU export structures have become more similar to the sectoral composition of Chinese imports over time, while negative contributions indicate increasing divergence. Sector classifications are based on SITC categories, with selected categories aggregated for presentation.

Chart C

EU exports of goods to China



Sources: Trade Data Monitor, Eurostat and ECB calculations.

Note: The chart shows 12-month cumulative exports to China as a percentage of nominal GDP.

Rising competition from China and declining Chinese dependence on European imports are weighing on EU export performance.

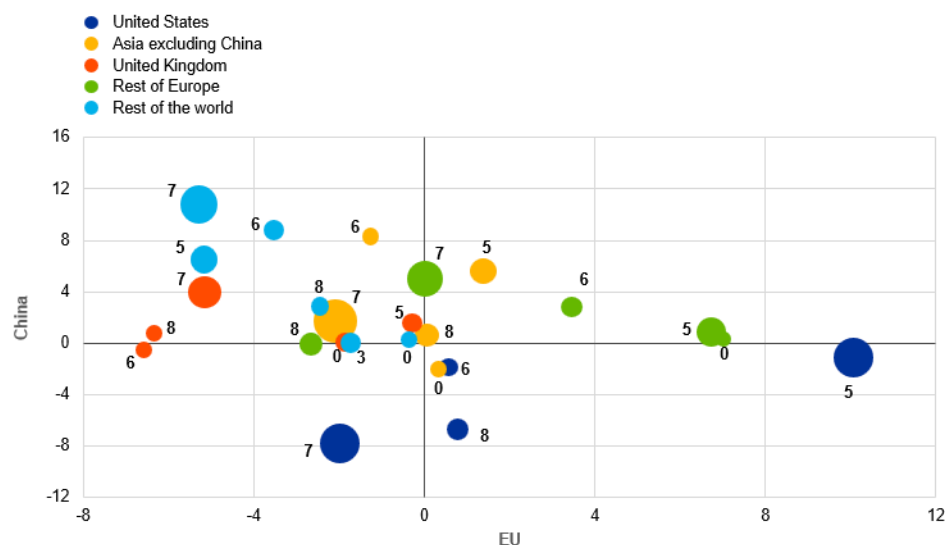
Although global trade has continued to expand in recent years, the EU's share in global goods exports has declined, particularly in sectors and destinations where China has strengthened its global presence, notably machinery and transport equipment (Chart D). In Asia, it is likely that China's deep integration into regional supply chains and its growing strength in intermediate and capital goods are amplifying competitive pressure. In more price-sensitive third markets, Chinese firms may also be benefiting from cost advantages and broader product ranges.³ By contrast, EU countries have increased their export market shares in the United States, while China's share has declined, which may reflect trade reorientation linked to recent US-China trade tensions. These gains have been concentrated in higher-value-added sectors, highlighting areas in which European firms remain internationally competitive.

³ Rising competition from Chinese exporters may affect European firms not only through lower export market shares but also through reduced pricing power and lower profit margins in competing sectors (Al-Haschimi et al., 2024).

Chart D

Changes in EU and Chinese goods export market shares for selected products and destinations between 2019 and 2025

(changes in export market shares, percentage points)



Sources: Trade Data Monitor and ECB calculations.

Notes: The bubbles refer to the following SITC sectors: 0 (Food); 3 (Energy); 5 (Chemicals and pharmaceuticals); 6 (Basic manufactures); 7 (Machinery and transport equipment); 8 (Consumer manufactures). The colour indicates the export destination, while the bubble size reflects the share in extra-EU exports in 2025. Only sectors accounting for more than 1% of extra-EU exports are shown.

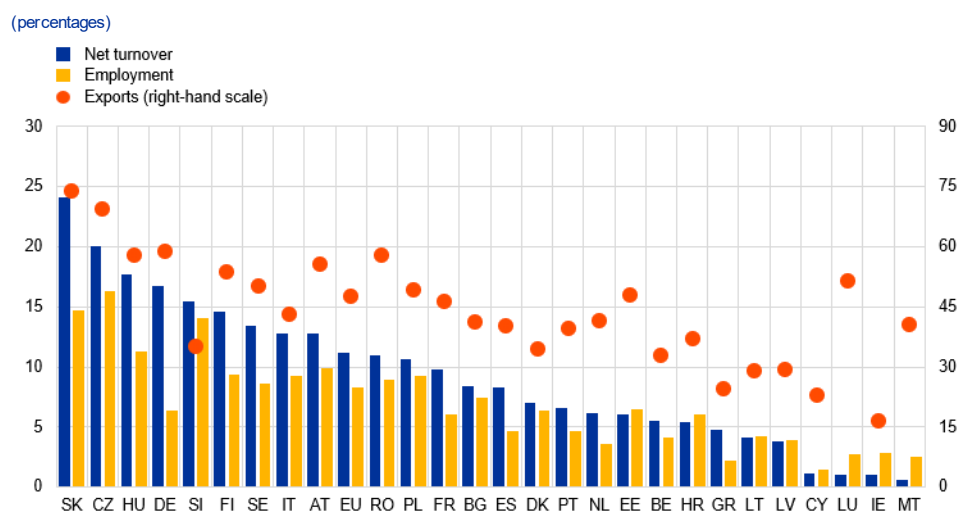
The industrial rise of China is redefining global trade, leaving European economies unevenly exposed.

While the aggregate picture is largely shaped by manufacturing-intensive economies, the effects vary considerably across countries and sectors. Economies specialised in machinery, transport equipment and other capital goods appear more exposed to rising competition from Chinese firms and declining Chinese demand for imported industrial goods. By contrast, some sectors have shown greater resilience so far, highlighting areas in which European firms remain internationally competitive.⁴ In addition, some of the economies most exposed to rising competition from China are also highly reliant on sectors dependent on critical raw materials (Chart E), highlighting potential vulnerabilities in strategic supply chains and to Chinese export restrictions on these materials (Attinasi et al., 2025; Banin et al., 2025). Understanding the uneven impact of China's rise across countries and sectors can help inform policy responses at the EU and national levels. For the most exposed economies, diversifying supply chains, strengthening domestic industrial capacity and fostering innovation may be important to enhance resilience and adapt to a changing global trade environment.

⁴ The analysis focuses on goods trade and does not reflect strengths in services trade, where several European economies maintain strong international positions. Nor does it capture the potential benefits of deeper economic linkages with China, including through investment flows and technology transfer.

Chart E

Dependence on critical raw materials by country



Sources: Eurostat, Trade Data Monitor and ECB calculations.

Notes: Blue bars show the share of firms' net turnover in sectors dependent on critical raw materials (NACE sectors 24-30). Yellow bars denote the corresponding share of employment. Orange dots denote the corresponding share of total goods exports. Employment and turnover data refer to 2024; export data refer to 2025.

References

Al-Haschimi, A., Emter, L., Gunnella, V., Ordoñez Martínez, I., Schuler, T. and Spital, T. (2024), "[Why competition with China is getting tougher than ever](#)", *The ECB Blog*, 3 September.

Amicucci, A., Gnolato, N., Gunnella, V., Lindemann, C., Merendino, A. and Montes-Galdón, C. (2026), "[The impact of China's industrial rise on the euro area](#)", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB.

Anaya Longaric, P., Esposito, C., Gunnella, V., Lecourt, N., Martínez Hernández, C. and Pongetti, G. (2026), "[What has kept goods inflation low? The role of the import exposure to China](#)", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB.

Attinasi, M.-G., Boeckelmann, L., Gerinovics, R. and Meunier, B. (2025), "[Unveiling the hidden costs of critical dependencies](#)", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB.

Banin, M., D'Agostino, M., Gunnella, V. and Lebastard, L. (2025), "[How vulnerable is the euro area to restrictions on Chinese rare earth exports?](#)", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB.

de Soyres, F., Fisgin, E., Gaillard, A., Santacreu, A.M. and Young, H. (2025), "[The Sectoral Evolution of China's Trade](#)", *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 28 February.

Finger, J.M. and Kreinin, M.E. (1979), "A Measure of 'Export Similarity' and Its Possible Uses", *The Economic Journal*, Vol. 89, No 356, December, pp. 905-912.

Lane, P.R. (2026), "[Europe and the world economy](#)", keynote speech at the Asian Monetary Policy Forum, Singapore, 22 May.

Navigating uncertainty: how the Middle East conflict is shaping expectations and coping strategies of firms

Prepared by Katalin Bodnár, Davide Fantino, Sara Lamboglia and Laura Lebastard

The Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE) in the euro area for the second quarter of 2026 sheds light on the exposure of firms to the conflict in the Middle East, its impact on their expectations, and their coping strategies.¹ Building on earlier analysis based on the survey for the first quarter of 2026, which revealed a significant shift in expectations among firms surveyed after the outbreak of hostilities in the Middle East on 28 February 2026, ad hoc questions included in the wave for the second quarter provide further evidence on how the conflict is affecting euro area firms.² The latest survey round also allows us to assess whether the distribution of firms' answers shifted after the announcement of the Memorandum of Understanding (MoU) between Iran and the United States on 14 June, with about a quarter of respondents replying after the announcement was made.³ Maritime attacks subsequently resumed in early July, highlighting the continued relevance of firm-level analysis on the impact of the conflict.

Firms in the trade sector, exporters and small and medium-sized enterprises (SMEs) reported the highest exposure to the conflict in the Middle East. On average, large firms reported being less exposed to the conflict than SMEs, with 28% reporting an exposure score of over seven on a scale of one to ten, compared with 35% for SMEs (Chart A). Exporting firms reported a higher degree of exposure on average than non-exporters. This likely reflects two factors: (i) exporting firms may operate in geographically distant markets that are more directly affected by the conflict in the Middle East than the euro area; and (ii) exporters are more likely to engage in importing activities (Bernard et al., 2012), heightening their vulnerability to global supply chain disruptions. While exporters tend to be larger firms, the greater exposure of SMEs suggests that size and internationalisation may affect firms through different channels: exporters are more exposed given their stronger integration into global trade networks, whereas SMEs may have limited ability to absorb cost shocks or adjust supply chains. SMEs are also more reliant on consumer demand and more sensitive to the energy shock associated with the conflict.⁴ Across sectors, the largest share of highly exposed firms is found in the trade sector (comprising wholesale and retail trade) and the smallest share in other services. The lower exposure of firms in the other services sector likely reflects their smaller share in energy costs and a stronger domestic focus. These heterogeneities are confirmed when looking at average exposure scores as an alternative metric of the exposure of firms to the conflict.

¹ For more information, see the ECB's SAFE report for the second quarter of 2026.

² For previous analysis see Fantino et al. (2026).

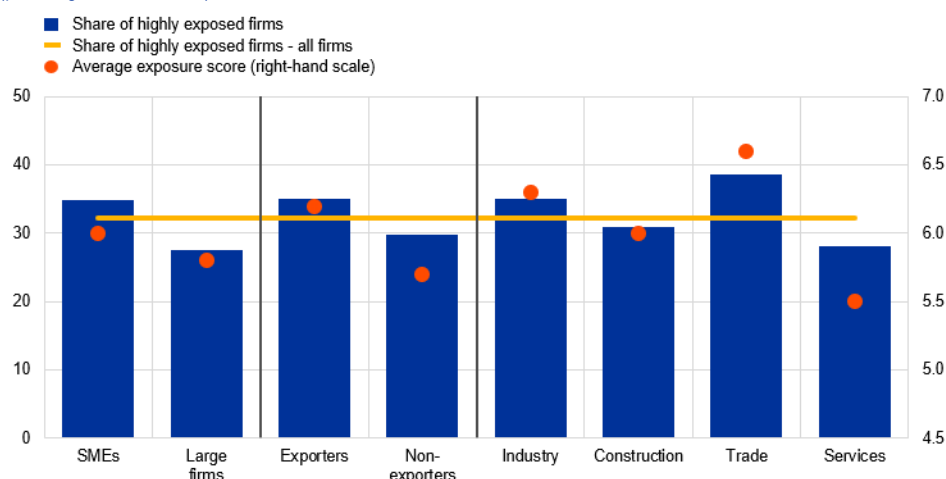
³ The fieldwork took place between 21 May and 26 June 2026.

⁴ See Dausà i Noguera et al. (2026).

Chart A

Share of firms that are highly exposed to the conflict in the Middle East and average exposure score, by firm type

(percentages and score 1-10)



Sources: SAFE and ECB staff calculations.

Notes: Survey-weighted results. "Highly exposed firms" refer to those that indicated a score of over seven on a scale of one to ten for the question "To what extent has the war in the Middle East (including higher energy prices, supply chain and shipping disruptions) affected your firm's business?" "Trade" stands for wholesale and retail trade. All the differences between average scores are statistically significant. The latest observations are for the second quarter of 2026.

The conflict in the Middle East has primarily affected firms' expectations for nominal variables and demand, while the impact on other real variables is seen as muted.

Firms reported that the conflict has had the largest effect on expectations for nominal variables, with a net 79% of firms expecting higher input costs, a net 58% higher selling prices and a net 43% higher wages over the next 12 months (Chart B). While more highly exposed firms reported an upward impact on expectations for input costs and selling prices than those that are less exposed, the effect on wage expectations was broadly the same across firms. This suggests that firms view wage developments as being driven primarily by broad-based inflationary pressures – as workers may seek compensation for expected increases in the cost of living – rather than by the degree of exposure of their sector or firm. A net 40% of firms reported that the conflict has had a negative impact on profit expectations.

Looking at real variables, a net 14% of firms reported lower expectations for demand. By contrast, firms anticipated no change in their expectations for employment, average hours worked and investment growth, with net percentages for these variables close to zero. However, looking solely at highly exposed firms, a net 11% reported that the conflict has had a negative impact on their expected investment growth. Splitting the sample before and after the date of the MoU announcement showed little change in the distribution of answers. This suggests that the announcement had a limited effect on firms' assessment of the economic implications of the conflict.

Chart B

Impact of the conflict in the Middle East on firms' expectations



Sources: SAFE and ECB staff calculations.

Notes: Survey-weighted results. In response to the question "How does the war in the Middle East and the associated changes in energy prices affect your firm's expectations over the next 12 months?", firms were able to report whether their expectations had increased, decreased or remained unchanged. Net percentages were calculated as the share of firms replying that their expectations had increased minus those replying that their expectations had decreased. "Low exposure" refers to firms that indicated a score of less than five on a scale of one to ten for the question in Chart A. The latest observations are for the second quarter of 2026.

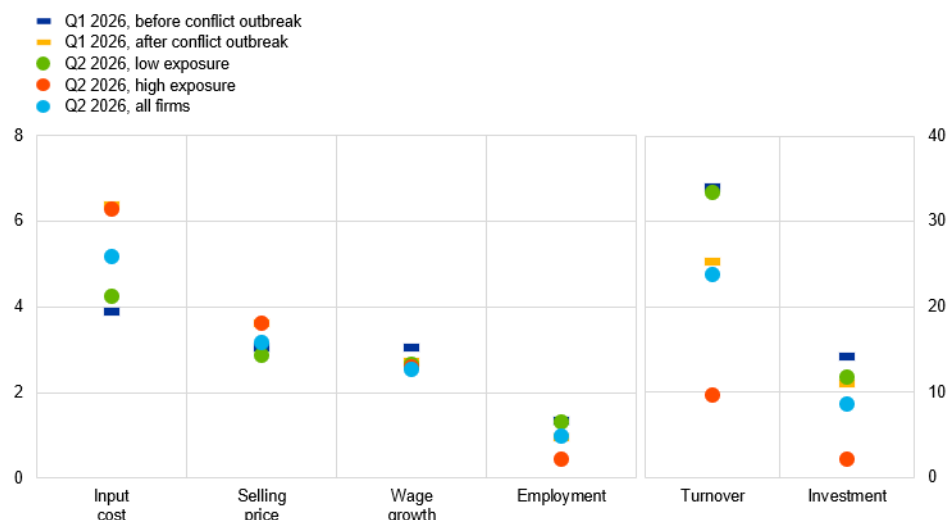
Firms' quantitative expectations for changes in input costs and selling prices remained elevated overall and above pre-war levels, but wage growth expectations eased (Chart C).

Firms that were highly affected by the conflict reported higher cost and price growth expectations – comparable to those observed in responses collected just after the outbreak of the conflict on 28 February – whereas the expectations reported by less affected firms aligned more closely with pre-conflict survey responses. By contrast, wage growth expectations eased somewhat compared with the previous round, both for highly exposed and less exposed firms. The easing of wage growth expectations in the second quarter compared with the first quarter appears to contrast with the net 43% of the firms that reported higher wage expectations following the outbreak of the conflict. However, this likely reflects that if the conflict had not existed, wage growth expectations would have slowed more significantly. This interpretation also seems to be consistent with the qualitative responses in the ECB's Corporate Telephone Survey on expectations for selling prices and wages (see Elding et al., 2026).

Chart C

Firms' expectations by exposure and interview date

(left-hand scale: percentage changes over the next 12 months; right-hand scale: net percentages of expected increases over the next three months)



Sources: SAFE and ECB staff calculations.

Notes: Survey-weighted average expectations of changes. Regular SAFE questions about expectations. Input cost, selling price, wage and employment expectations refer to the next 12 months. Turnover and investment expectations refer to three months ahead. Net percentages of expected increases were calculated as the share of firms replying that their expectations had increased minus those replying that their expectations had decreased. The "high exposure" and "low exposure" groups are classified as in Chart B. The latest observations are for the second quarter of 2026.

Qualitative expectations for turnover and investment growth over the next three months and employment growth expectations for the next 12 months weakened in the second quarter compared with pre-conflict levels. The

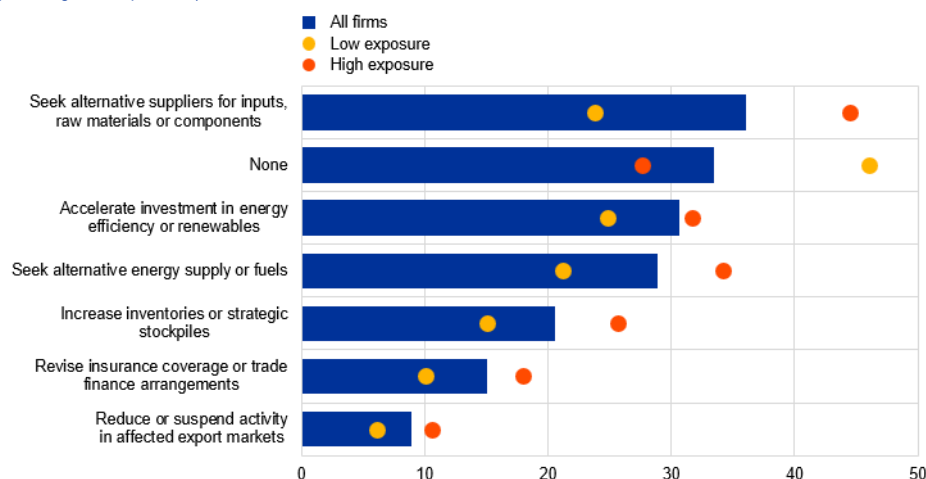
expected moderation was noticeably more pronounced for turnover than for investment. Highly exposed firms drove the expectations down, with only a net 10% of firms expecting turnover to increase and a net 2% expecting investment to rise – well below the figures recorded among all firms before the outbreak of the conflict in the first quarter (a net 34% and a net 14% respectively). Employment growth expectations over the next 12 months stood at 1.4% in the first quarter, before the outbreak of the conflict, and decreased to 1.0% in the second quarter when highly affected firms expected lower growth (0.5%).

About two-thirds of respondents are taking action in response to the conflict by seeking alternative suppliers and accelerating investment in energy efficiency (Chart D). The most common strategies reported by firms in response to the conflict were: seeking alternative suppliers for inputs, raw materials or components (36%), accelerating investment in energy efficiency or renewables (31%), and seeking alternative energy suppliers or fuels (29%). Almost half of low exposure firms reported taking no action, compared with only 28% of highly exposed firms. For the second group, the most common strategy was to seek alternative suppliers for inputs (44%). Very few firms reported having reduced, or planning to reduce, their activity in affected export markets. At the same time, a significant share of the firms that reported a low degree of exposure are also taking action to hedge against future shocks stemming from geopolitical tensions.

Chart D

Strategies of firms in response to the conflict in the Middle East

(percentages of respondents)



Sources: SAFE and ECB staff calculations.

Notes: Survey-weighted percentages of firms answering the question "Which of the following actions has your firm already taken or which plans has it made for the next 12 months in response to the geopolitical tensions in the Middle East?" Firms were able to select multiple options. The "high exposure" and "low exposure" groups are classified as in Chart B. The latest observations are for the second quarter of 2026.

References

Bernard, A., Jensen, B., Redding, S. and Schott, P. (2012), "The Empirics of Firm Heterogeneity and International Trade", *Annual Review of Economics*.

Dausà i Noguera, N., Dimou, M. and Kouvavas, O. (2026), "[Tracing the ripple effects of the Middle East war on euro area consumption](#)", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB.

European Central Bank (ECB) (2026), "[Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area - Second quarter of 2026](#)", July.

Elding, C., Morris, R., Riedel, Z. and Roma, M. (2026), "[Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#)", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB.

Fantino, D., Ferrando, A., Groß, J., Lamboglia, S., Lebastard, L., Rariga, J. and Schmidt, M. (2026), "[How the war in the Middle East is reshaping euro area firms' expectations](#)", *The ECB Blog*, ECB, 26 May.

Main results of the latest euro area demographic projections

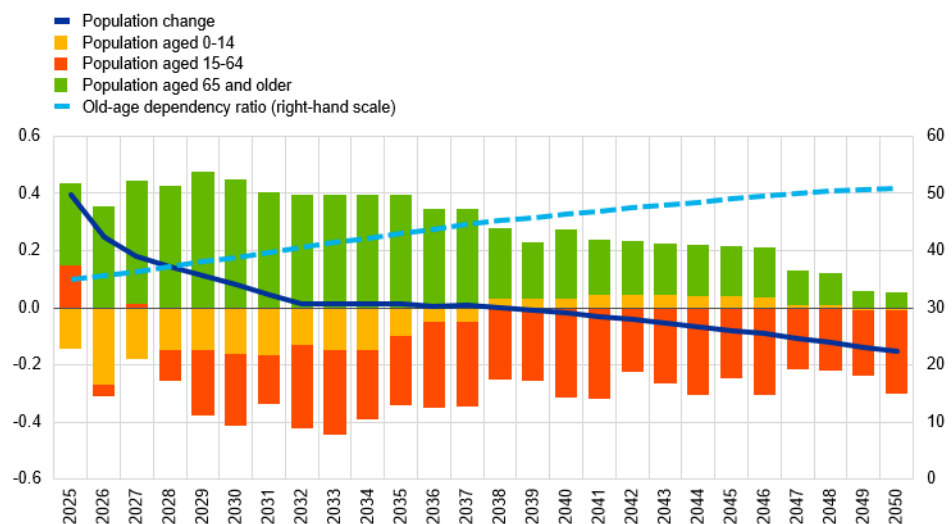
Prepared by Stephan Haroutunian, Leo Orlygsson and Joachim Schroth

The latest demographic trends suggest that the euro area population will rise temporarily before declining to stand at 358 million in 2050, the same as in 2025, albeit with a different age structure (Chart A). According to the EUROPOP 2025 projections, which were published on 16 April 2026, the population of the euro area is expected to edge up to a peak of 361.4 million in 2037 before falling afterwards.¹ The structure of the population will change significantly: the number of people aged 65 and over will increase, while the number of children (aged 0-14) and people of working age (aged 15-64) will decline.² The strong increase in the older population up to the middle of the next decade reflects the fact that a large contingent of the “baby boomer” generation will reach retirement age. There is then a decline in the 15-64 age group as those born during the recent period of low birth rates reach working age.

Chart A

Total population growth projections, age-group contributions and old-age dependency ratio

(left-hand scale: annual percentage changes and percentage point contributions; right-hand scale: percentages)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: The solid blue line shows the projected annual percentage change for the total population in EUROPOP 2025 and the bars represent the percentage point contributions of the different age cohorts. The dashed blue line indicates the old-age dependency ratio, which is defined as the proportion of individuals aged 65 or older relative to the working-age population.

After 2050 the population decline is projected to broadly continue at the same rate and in the same composition as predicted for 2050. This decline – at an

¹ See European Commission (2026).

² The working age is commonly defined as people aged between 15 and 74 years old. However, for the economic and fiscal analysis of demographic change the 15-64 age group is more indicative.

average growth rate of around -0.2% per year – is mostly driven by a decrease in the working-age population. It results in an increase in the old-age dependency ratio, which is projected to increase from 35% in 2025 to 51% in 2050 and 62% in 2100.³ In other words, at present, for every one elderly person there are currently just under three people of working age; this will fall to around two working-age people for every one elderly person in 2050 and significantly below that in 2100.

Population projections for the next two decades have been revised up on account of higher migration inflows (Chart B). Net immigration flows into the euro area over the period from 2022 to 2024 were significantly higher than anticipated in the previous EUROPOP projections, which were published in 2023. This reflects stronger economic immigration and Russia's war in Ukraine lasting longer than anticipated. For the period from 2022 to 2050, average net immigration was revised up from 1.2 million people per year to around 1.4 million people per year. Spain accounts for more than half of this revision, with the country receiving one-third of the euro area's projected net inward migration. In line with past patterns, 77% of migrants are projected to be of working age. A further 20% are aged under 15 and thus likely to enter the labour force in the future, boosting potential economic growth.⁴ However, these migration projections are surrounded by great uncertainty and imply a ratio of net migration to population that is markedly higher than the long-run historical average. Furthermore, projected inward migration is concentrated in countries like Spain, where migration flows fluctuate considerably over the business cycle and can quickly reverse.

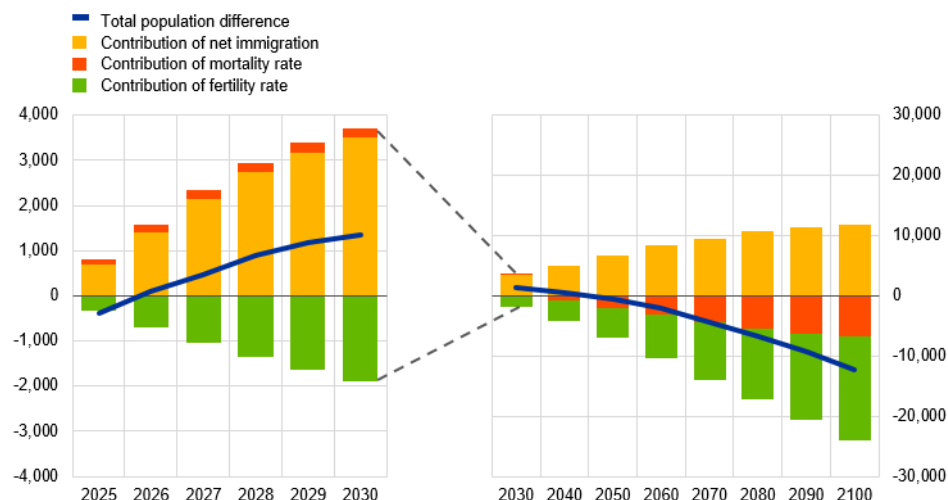
³ The projected decline in the aggregate population masks large cross-country heterogeneity. The population is projected to increase between 2025 and 2100 in seven euro area countries, notably in Luxembourg (+36.4%) and Malta (+26.0%). Among the 14 countries for which a population decline over this period is projected, Latvia (-34%), Lithuania (-33.4%) and Greece (-30.1%) are of particular note.

⁴ As discussed in Arce et al. (2026), over the past few years migration has generally contributed to an increase in the euro area labour force and supported economic growth. See also Consolo et al. (2026).

Chart B

Revisions to the euro area population outlook compared with EUROPOP 2023

(absolute difference in thousands of persons)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: Revisions are calculated as the difference between the EUROPOP 2025 and the EUROPOP 2023 demographic projections for the change in population levels relative to 1 January 2025. The left-hand panel shows the yearly difference between the two sets of projections until 2030 and the right-hand panel shows the differences on a decade-by-decade basis. The blue line shows revisions to population stocks on 1 January, including a projection error of around -400,000 for 1 January 2025, while the stacked bars show cumulative revisions to population changes up to and including the respective year.

The euro area population in the longer run has been revised down from the previous EUROPOP projections as a result of significantly lower fertility rates.

In EUROPOP 2023 the total fertility rate was assessed to have fallen temporarily because of the pandemic, but the latest data show a more persistent decline. The total euro area fertility rate stood at 1.33 children per woman in 2024 and is projected to decline further until 2026. Like previous projections, EUROPOP 2025 predicts that the fertility rate will recover over the projection horizon, albeit to a lower level. This downward revision is based on certain cross-country convergence assumptions.⁵ It can also be explained by several socioeconomic factors affecting fertility around the world, some of which may not reverse in the near future. These include higher levels of female education and economic independence (Kim, 2026), housing shortages (Li, 2024) and the divergence in political opinions between young men and young women (Milosav et al., 2026) potentially making finding a compatible partner more difficult.

The most recent revision to the fertility rate has been the largest since the first EUROPOP in 2008 (Chart C).

The European Commission has successively revised down fertility rates across EUROPOP vintages. However, the revision to the fertility rate compared with EUROPOP 2023 is as large as all previous revisions since 2008 – the first year the population projections were published in their current format – combined. Compared with EUROPOP 2008, 13 million fewer children were born or are projected to be born over the period 2020-50. The downward revision compared with EUROPOP 2023 was also sizeable, at -5.7 million. Together with the moderate upward revision to mortality rates, which had not fully returned to pre-pandemic

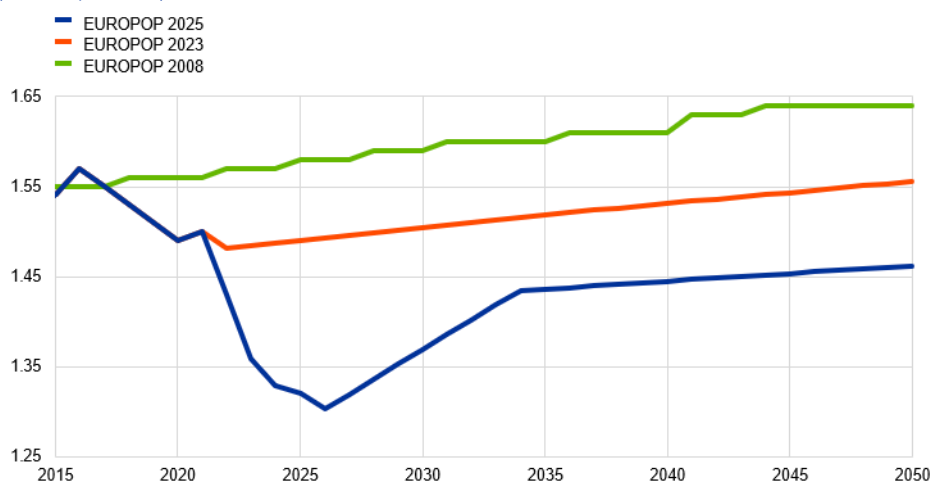
⁵ The decline of the fertility rate in 2025 and 2026 is based on the number of live births for the first half of 2025.

levels by 2024, this fully offsets the stronger net inward migration by 2050. In the second half of the century, despite an assumed further recovery in the fertility rate from 1.46 children per woman in 2050 to 1.53 by 2100, the decline in population is more pronounced than in EUROPOP 2023, with the population in 2100 lower by 12 million. The biggest contributors to this fall are Germany (-9.4 million) and Italy (-5.4 million). This is only partly compensated for by Spain (+4.6 million), whose population is projected to be higher than that of Italy in 2100. While the strongest downward revisions are in the 0-14 population group, the working-age population in 2100 is also predicted to be 7 million people lower than projected in EUROPOP 2023. At 175 million, it is significantly lower than the current level of 228 million. However, if future pension reforms result in increased labour force participation, this decrease may not imply such a large drag on the potential growth component.

Chart C

Euro area fertility rate projections across different EUROPOP vintages

(live births per woman)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Note: The fertility rate is defined as the average number of children born to a woman over her lifetime.

The latest demographic outlook is likely to ease the cost-of-ageing pressures on public finances initially before intensifying them later on. The Commission's 2024 Ageing Report shows that age-related expenditure in the euro area – i.e. public spending on pensions, healthcare, long-term care and education – is projected to increase by 1.3 percentage points under the baseline scenario to reach 26.4% of GDP in 2050. The increase is due mainly to increasing pension and long-term care costs and, to a lesser extent, healthcare costs. Education costs are projected to decrease given the low fertility. According to EUROPOP 2025, the more benign demographic outlook up to around 2050, driven by stronger net immigration, is projected to lead to a lower old-age dependency ratio compared with EUROPOP 2023. This will somewhat ease the funding pressure on age-related expenditure until this migrant population retires. However, the persistence of net immigration is subject to great uncertainty, as the resolution of conflicts, for example, can lead to a reversal of some of these flows. At the same time, the lower fertility rates, a dimension which is more structural in nature than the evolution of net immigration, are lowering the population. This latter factor translates into smaller cohorts entering

the labour market, which in turn raises the old-age dependency ratio and the associated funding pressures on pension systems. Therefore, the more positive population developments compared with EUROPOP 2023 for the period up to 2050 should not lead to complacency on the need for pension system reforms.

Overall, a shrinking and ageing population continues to pose significant challenges for the euro area economy. Labour market and pension reforms should be geared towards increasing labour force participation. Higher age-related expenditure and a smaller tax base in the working-age population is likely to put increasing pressure on public finances.⁶ In particular, countries that already have vulnerable public finances should refrain from rolling back past pension reforms that have helped improve the sustainability of their pension systems. Rebuilding fiscal buffers that were depleted during the pandemic and energy crises and improving the growth-friendliness of public finances would make it easier to manage the increasing ageing-related costs.

References

Arce, O., Consolo, A., Dias da Silva, A. and Weissler, M. (2025), "[Foreign workers: a lever for economic growth](#)", *The ECB Blog*, ECB, 8 May.

Bodnár, K. and Nerlich, C. (2022), "[The macroeconomic and fiscal impact of population ageing](#)", *Occasional Paper Series*, No 296, ECB, June.

Consolo, A., Dias da Silva, A., Furbach, N. and Gomez-Salvador, R. (2026), "[Drivers of the labour force in the euro area](#)", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB.

European Commission (2024), "[2024 Ageing Report – Economic & Budgetary Projections for the EU Member States \(2022-2070\)](#)", *Institutional Paper*, No 279, April.

European Commission (2026), "[Population projections in the EU](#)".

Kim, J. (2023), "[Female education and its impact on fertility](#)", IZA World of Labor.

Li, W. (2024), "Do surging house prices discourage fertility? Global evidence, 1870-2012", *Labour Economics*, Vol. 90, October.

Milosav, Đ., Dickson, Z., Hobolt, S.B., Klüver, H., Kuhn, T. and Rodon, T. (2026), "[The youth gender gap in support for the far right](#)", *Journal of European Public Policy*, Vol. 33, Issue 2, pp. 444-468.

⁶ See also Bodnár and Nerlich (2022).

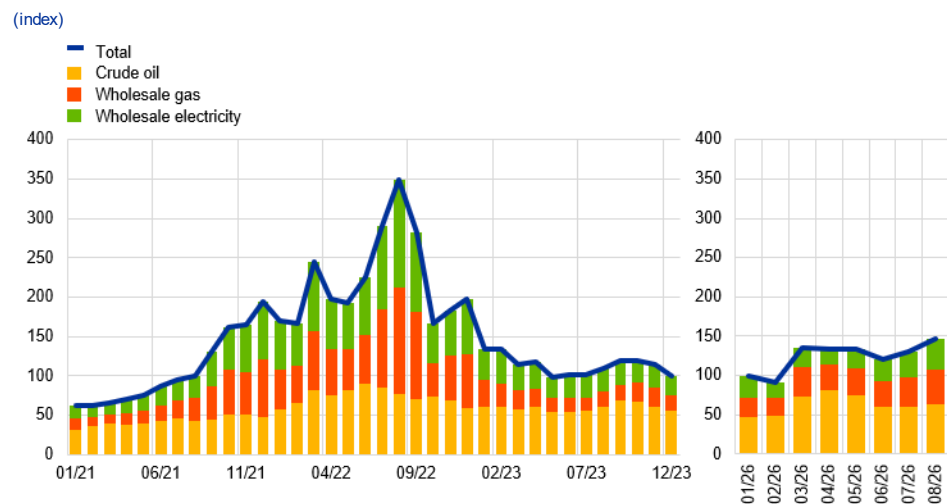
The uneven journey of wholesale gas and electricity prices to consumer bills

Prepared by Friderike Kuik, Eliza Lis and Johannes Schäfer

The sharp rise in energy prices in the first half of 2026 evoked memories of the 2021-22 energy price shock, but the nature of the shock in 2026 is different in several ways. So far, the 2026 energy price shock has been smaller in scale, with more limited increases in wholesale gas and electricity prices than during the last energy crisis (Chart A).¹ The impact of wholesale gas prices on wholesale electricity prices – which is typically strong with gas prices being the marginal price-setter for electricity prices – was dampened by a shift towards electricity generated from renewables. In addition, the way in which wholesale gas and electricity prices pass through to retail prices has evolved. This box examines how changes in wholesale gas prices are transmitted to consumers, focusing on their impact on wholesale electricity prices as well as retail price-setting for gas and electricity.²

Chart A

Total energy cost index for the euro area



Sources: LSEG Eurostat and ECB calculations.

Notes: Wholesale gas prices refer to the Dutch TTF gas prices. Crude oil prices (in EUR/barrel), wholesale gas prices (in EUR/MWh) and wholesale electricity prices (in EUR/MWh) are indexed to August 2021 = 100 and January 2026 = 100, and then aggregated. Aggregation weights for the total energy cost index are based on the respective contribution of oil, gas and electricity to EU final energy consumption, based on data up to and including 2024 and held fixed thereafter. The latest observations are for August 2026.

Pressures on electricity prices have been lower in 2026 compared with 2021-22, in part owing to higher shares of electricity generated from renewables. In 2021-22 droughts reduced hydropower generation and a large number of French nuclear power plants were under maintenance. This led to a high reliance on gas for electricity generation across Europe at a time when gas supplies were severely reduced following the outbreak of the war in Ukraine (Chart B, panel a).³ So far in

¹ See also European Central Bank (2026) and Demuth et al. (2026).

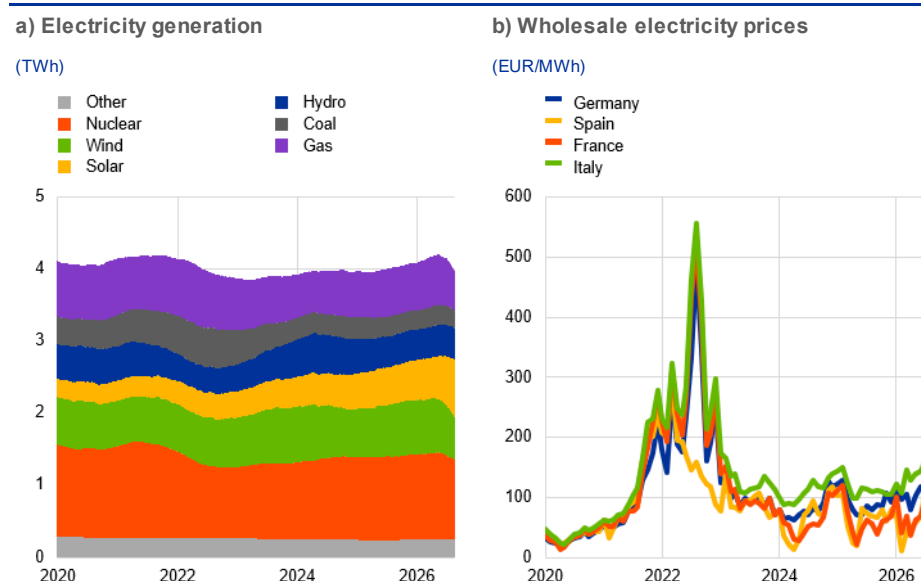
² For an analysis of the pass-through of crude oil to consumer fuel prices, see Kuik et al. (2026).

³ Kuik et al. (2022).

2026, gas market pressures have been comparably lower.⁴ Furthermore, many countries have increased their low-carbon electricity generation, particularly through renewables (Chart B, panel a). As a result, wholesale electricity prices have increased more modestly in 2026 compared with 2021-22. They have also diverged across European markets since the 2021-22 energy price shock (Chart B, panel b).

Chart B

Aggregate electricity generation and wholesale electricity prices in euro area countries



Sources: European Network of Transmission System Operators for Electricity, LSEG and ECB calculations.

Notes: In panel a), the data are based on a 365-day centred moving average of the sum of daily electricity generation in Germany, Spain, France and Italy. "Other" comprises electricity generated from various smaller sources, including biomass, geothermal energy, other renewables, oil, oil shale, peat and waste. In panel b), the data are based on monthly averages. The latest observations are for 20 August 2026 for panel a) and August 2026 for panel b).

The effect of rising shares of electricity generated from renewables on wholesale electricity prices is negative, non-linear and uneven across countries (Chart C). At the same time, there are substantial cross-country

differences in renewable electricity capacity and generation.⁵ Together, these factors can cause uneven price developments. In Spain, where the share of electricity generated from renewables is highest, the number of hours in which electricity prices are set by gas prices is consistently lower and has decreased substantially over the years (Chart D). Similar developments are seen in France, where nuclear power often dominates the electricity mix and price-setting. By contrast, in Italy, electricity prices are still frequently determined by gas prices.

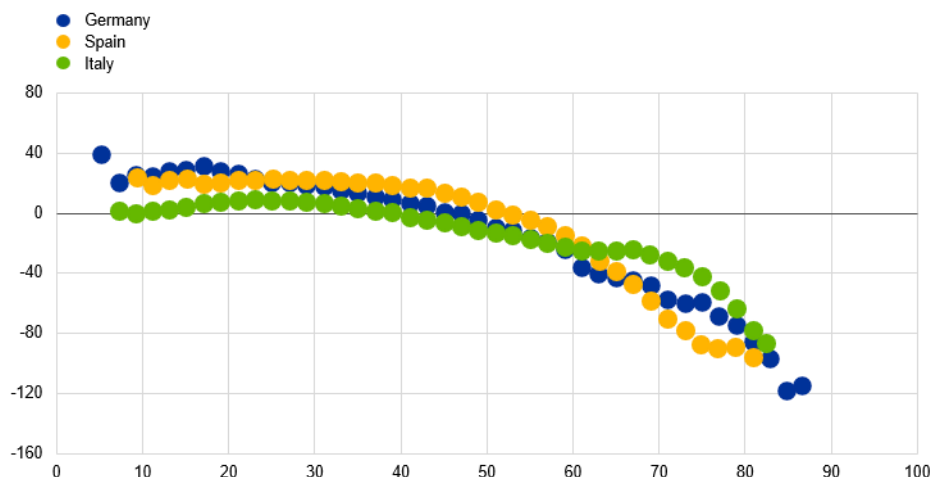
⁴ Demuth et al. (2026).

⁵ See European Commission (2026). For an explanation of broader policy considerations to meet EU energy security and climate neutrality objectives, see Grynberg et al. (2026).

Chart C

Wholesale electricity prices and renewable electricity generation

(x-axis: percentage share of renewable electricity generation, y-axis: percentage deviation from price expected)



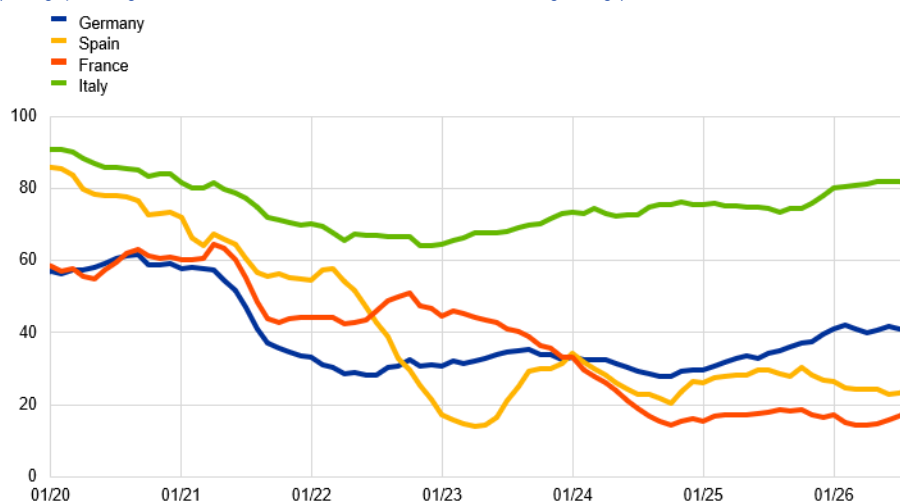
Sources: European Network of Transmission System Operators for Electricity, LSEG and ECB calculations.

Notes: Based on Quintana (2024), day-ahead wholesale electricity prices are regressed on natural gas and EU Emissions Trading System allowance prices. The regression residuals capture the deviation from the price expected with gas as the marginal price-setter, primarily reflecting the role of technologies other than gas as the marginal price-setter. Residuals are aggregated within 2 percentage point-wide bins of the corresponding renewable share. France is excluded given the outsized role of nuclear power in terms of both the share of electricity generation and price-setting. The data are from 2015 onwards. The latest observations are for July 2026. The data for June 2022 to February 2023 are excluded for Spain because the "Iberian exception" was in place, a policy measure decoupling wholesale electricity prices from gas prices.

Chart D

Hours in which gas sets the price of electricity

(average percentage share of hours within a month, 12 months centred moving average)



Sources: European Network of Transmission System Operators for Electricity, LSEG and ECB calculations.

Notes: The electricity price in a given hour is classified as gas price-setting if the hourly wholesale electricity price is equal to or greater than the short-run marginal cost of gas-fired electricity. This cost of gas-fired electricity is calculated from the daily wholesale gas price and the daily EU Emissions Trading System price, assuming 2 MWh of gas input per 1 MWh of electricity output and an emission factor of 0.4 tons of CO₂ per MWh of electricity produced with gas. The latest observations are for August 2026.

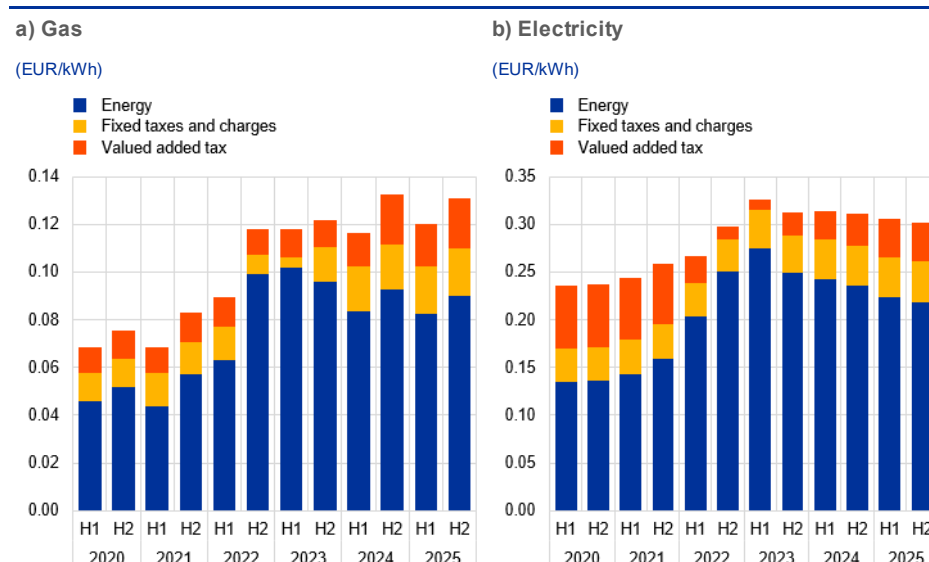
The pass-through of wholesale gas and wholesale electricity prices to gas and electricity inflation, as measured by the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP), depends on retail price-setting mechanisms and price composition.

Retail prices can be regulated or market-based and can be adjusted flexibly or at

fixed intervals in both sectors. The pass-through rate is fastest when prices are market-based and flexibly adjusted. Relatively slow-moving taxes and charges dampen the transmission of wholesale energy price changes to HICP gas and electricity inflation. In 2025 taxes and charges accounted for 31% of gas prices and 27% of electricity prices, on average, in the euro area (Chart E).⁶ The strength of pass-through can also depend on the duration of the energy price spike. For example, in countries where energy providers buy electricity and gas years in advance on the futures market and offer longer-term contracts to their customers, a short-lived spike in wholesale prices may only have a limited impact on consumers.

Chart E

Retail price composition in the euro area



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: The retail prices shown apply to consumers who fall within the median consumption bands of 20-199 GJ for gas and 2000-4999 kWh for electricity. Aggregated data for euro area countries are based on HICP weights using each country's contribution to euro area gas and electricity.

The pass-through of wholesale prices to retail prices has sped up for gas prices overall, but the broad pattern of lagged and uneven transmission remains for both gas prices and electricity prices (Chart F).

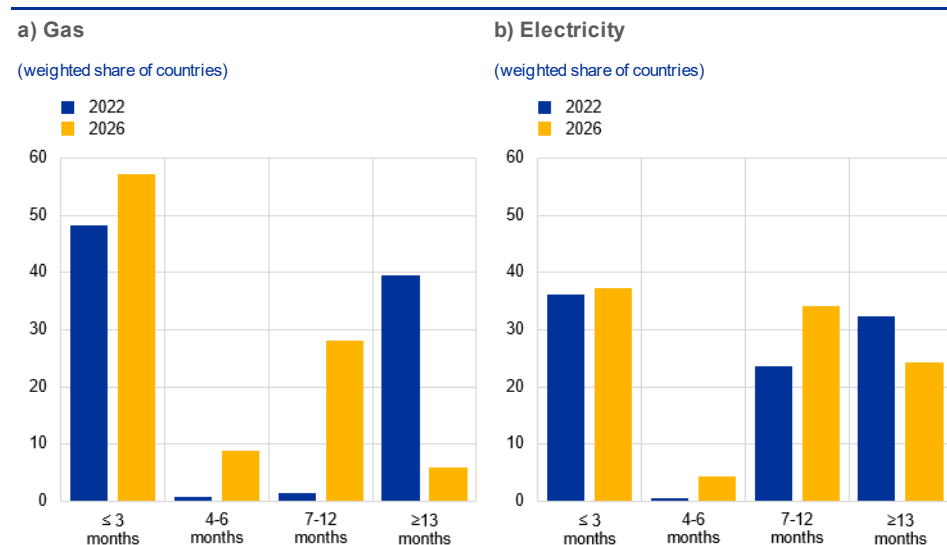
In several euro area countries, electricity and gas retail markets have been increasingly liberalised. New contract types tend to shorten the duration of fixed-term contracts or introduce more flexible tariffs. These tariffs often have closer links to wholesale prices, which increases the frequency of retail price changes. A 2026 survey of Eurosystem national central banks found that changes in wholesale gas prices are expected to be passed on to HICP gas inflation within 1-3 months in more than half of the euro area, within 4-6 months in around one-tenth of the euro area and within 7-12 months in around one-third of the euro area – all higher than in 2022. Notably, the share of countries to report a slow pass-through within 13-24 months has decreased from

⁶ The compilation of HICP gas and electricity price indices also plays a role in how quickly and intensely retail price changes show up in the HICP. Until 2023 some countries only recorded part of their existing contracts in the HICP (e.g. only new contracts), resulting in the HICP not being fully representative of the actual costs households face in times of high wholesale price swings. This methodology has now been adjusted to a representative coverage of different contract types.

around 40% to around 5% since 2022. The rate of pass-through for electricity prices is distributed more widely (between less than a month and up to two years) and is still estimated to be roughly the same as in 2022.

Chart F

Pass-through of changes in wholesale prices to HICP gas and electricity inflation in euro area countries



Source: ECB.

Notes: Based on a survey of Eurosystem national central banks. Answers are weighted by the contribution of each country to euro area HICP gas and electricity inflation.

Several structural features have evolved since the 2021-22 energy price shock and changed the transmission of wholesale gas prices to consumer bills. The growing share of renewables in electricity generation has weakened the mechanical link between wholesale gas and wholesale electricity prices. The pass-through of changes in wholesale prices to HICP gas inflation has accelerated. Alongside improvements in HICP electricity and gas price indices that better represent consumer costs, these developments suggest that shifts in wholesale gas prices may feed through to HICP gas inflation somewhat more swiftly than in the past, but less intensely for HICP electricity inflation, with cross-country variation remaining in both cases. Energy supply and demand continue to be affected by the conflict in the Middle East but were also affected by the extreme weather events during the summer. This implies that wholesale energy price dynamics require close monitoring, as their pass-through to consumer prices remains an important source of near-term volatility in HICP inflation.

References

Demuth, L., Manu, A. and Stalla-Bourdillon, A. (2026), “[Energy shock: why oil and gas prices have risen less than expected](#)”, *The ECB Blog*, ECB, 27 July.

European Central Bank (2026), [June 2026 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area](#).

European Commission (2026), “[EU energy markets: evolving gas-electricity price linkages in a more volatile system](#)”, *2026 Spring Economic Forecast*, 26 May.

Grynberg, C., Vinci, F. and De Sanctis, A. (2026), “[Energy security and industrial competitiveness: the case for a European Energy Union](#)”, *Occasional Papers Series*, No 388, ECB.

Kuik, F., Adolfsen, J.F., Lis, E.M. and Meyler, A. (2022), “[Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB.

Kuik, F., Lis, E., Nickel, C. and Porqueddu, M. (2026), “[From well to pump: how fuel prices are formed](#)”, *The ECB Blog*, ECB, 31 July.

Quintana, J. (2024), “[The impact of renewable energies on wholesale electricity prices](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 2024/Q3, Banco de España, 4 September.

The evolution of financial conditions in the euro area and the United States: a Macro-Finance FCI perspective

Prepared by Tilman Bletzinger, Giulia Martorana and Jakub Mistak

Shifts in market expectations for the stance of US monetary policy can influence global financial conditions, including through spillovers to the euro area. Market expectations for US policy interest rates were revised significantly in both directions over the summer, amid heightened geopolitical risks and an uncertain economic outlook. As risks and uncertainty persist, policy rate paths for both the United States and other advanced economies remain subject to further reassessments. For the United States, the impact of such monetary policy reassessments is unlikely to remain confined to the domestic economy: a large body of empirical literature finds that US monetary policy shocks are transmitted strongly to euro area financial conditions.¹

To shed light on these spillovers, this box extends the Macro-Finance Financial Conditions Index (FCI), originally developed for the euro area, to the United States. The framework has several features which carry over to the US case.² The FCI is estimated through a vector autoregressive (VAR) model to summarise the information contained in a set of financial prices in a single index that is relevant for macroeconomic dynamics.³ It incorporates financial variables with minimal transformation and is expressed in units and a scale comparable to those of a policy rate. The US specification combines the effective federal funds rate, the ten-year Treasury yield, the real two-year forward Treasury rate one year ahead and real five-year spot Treasury rate, the mortgage and corporate bond spreads over Treasuries, the cyclically adjusted equity price-to-earnings (CAPE) ratio and the nominal effective exchange rate of the US dollar.

The estimated coefficients point to a dominant role for interest rates, alongside smaller contributions from credit spreads and equity valuations (Chart A, panel a). The effective federal funds rate carries the highest coefficient (0.63), followed by the two real rates (around 0.45 each) and the ten-year Treasury yield (around 0.40). The mortgage and corporate bond spreads enter with smaller coefficients (of about 0.11 each), capturing risk premia and borrowing costs for households and firms. The CAPE ratio carries a negative coefficient, consistent with higher equity valuations implying looser financial conditions. The dollar exchange rate receives the smallest positive weight, reflecting the relatively low trade openness of the US economy and the role of the US dollar as a global currency.⁴

¹ See, for example, Ca' Zorzi et al. (2023).

² For details of the methodology and a specification for the euro area, see Bletzinger et al. (2026).

³ The FCI is estimated jointly with the VAR on monthly data from January 1999 to December 2025. Inflation enters as the gap between annual personal consumption expenditures (PCE) inflation and the Federal Reserve's 2% inflation target, and economic output as its deviation from potential output.

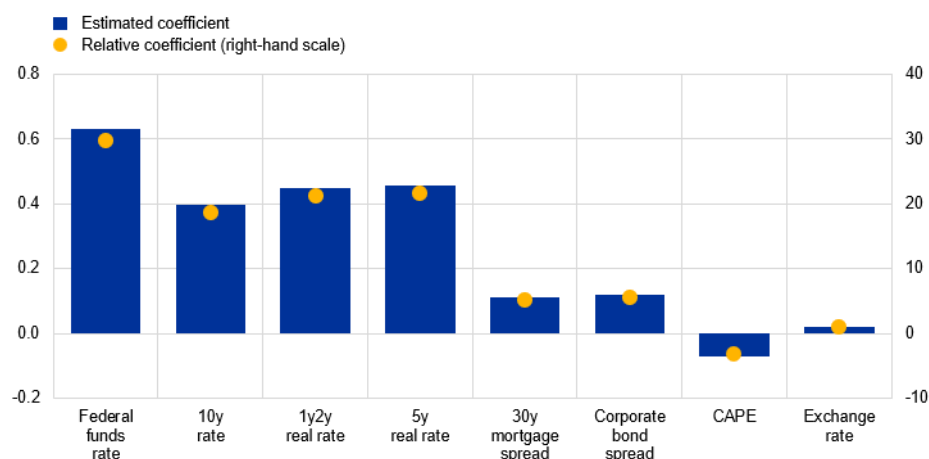
⁴ As in the euro area version of the Macro-Finance FCI, the coefficients are normalised such that the sum of their squared values is equal to 1.

Chart A

The US Macro-Finance FCI

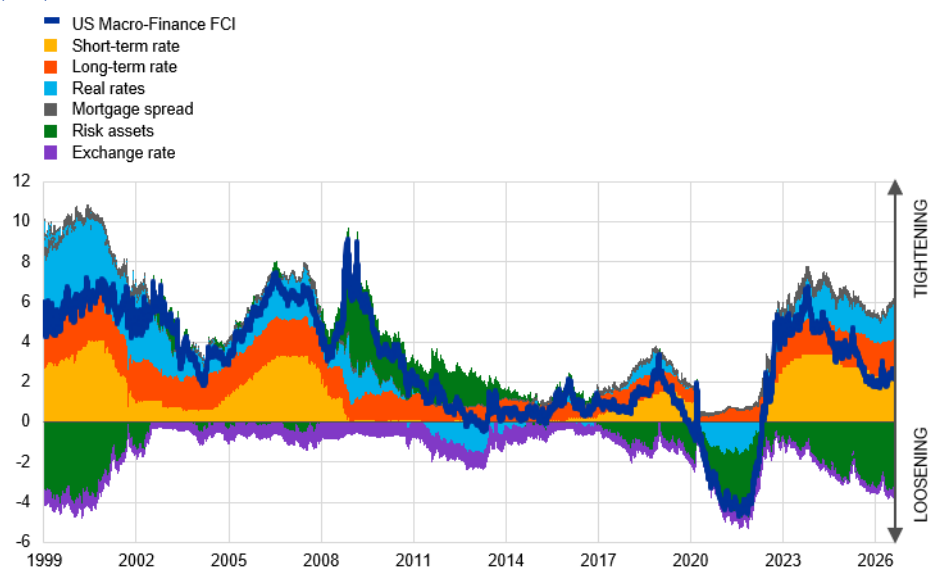
a) FCI coefficients

(coefficients)



b) The US Macro-Finance FCI and its decomposition

(index)



Sources: LSEG, Haver Analytics and ECB staff calculations.

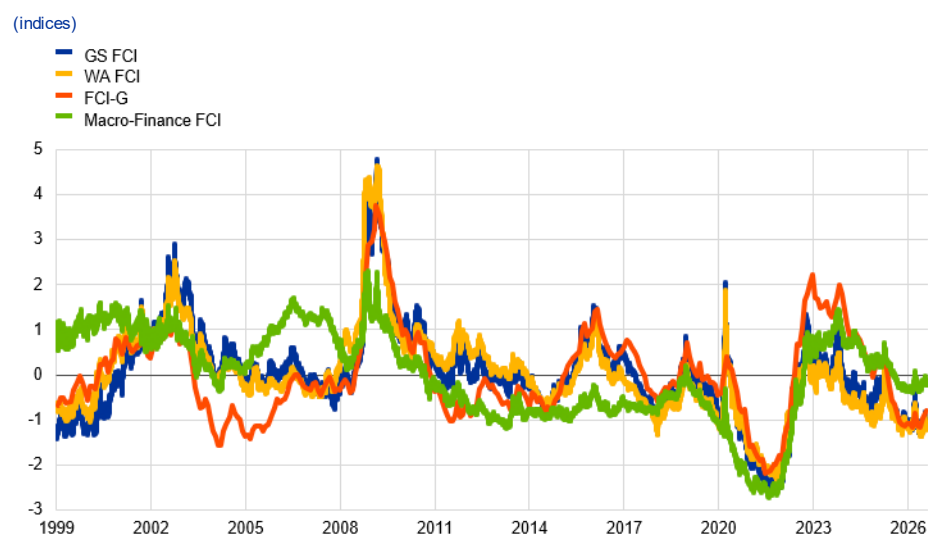
Notes: In panel a), the blue bars show the estimated coefficients of the variables entering the US Macro-Finance FCI; the yellow markers show the same coefficients normalised to sum to 100. In panel b), the index is decomposed into "short-term rate" (effective federal funds rate), "long-term rate" (ten-year Treasury yield), "real rates" (real two-year forward Treasury rate one year ahead and real five-year spot Treasury rate), "mortgage spread" (30-year mortgage rate less the 30-year Treasury yield), "risk assets" (A-rated corporate bond spread over the ten-year Treasury yield and the CAPE ratio) and "exchange rate" (nominal effective exchange rate of the US dollar). The latest observations are for 28 August 2026.

The US Macro-Finance FCI tracks the key economic and financial episodes in the United States since 1999 (Chart A, panel b). The index tightened persistently during the Federal Reserve System's 1999-2001 interest rate hiking cycle and reached its all-time high during the global financial crisis, with a tightening stemming from risk assets. It was stable over the period 2010-14, with the federal funds rate near the effective lower bound, and fell to its lowest level in August 2021 following the policy easing related to the COVID-19 pandemic. The most pronounced tightening in the sample was the 2022-24 hiking cycle. The financial conditions then

loosened throughout 2025 as the Federal Reserve began cutting rates, before tightening following the outbreak of the war in the Middle East. The index broadly co-moves with established US benchmarks, particularly during episodes of financial market stress, although it diverges at times owing to the benchmarks' heavier reliance on equity prices (Chart B).⁵

Chart B

The US Macro-Finance FCI and other US FCIs



Sources: LSEG, Haver Analytics and ECB staff calculations.

Notes: "GS FCI" is the Goldman Sachs FCI, "WA FCI" the weighted-average FCI and "FCI-G" the Financial Conditions Impulse on Growth. All FCIs are z-scored. The latest observation for the FCI-G is for July 2026. For all others, the latest observation is for 28 August 2026.

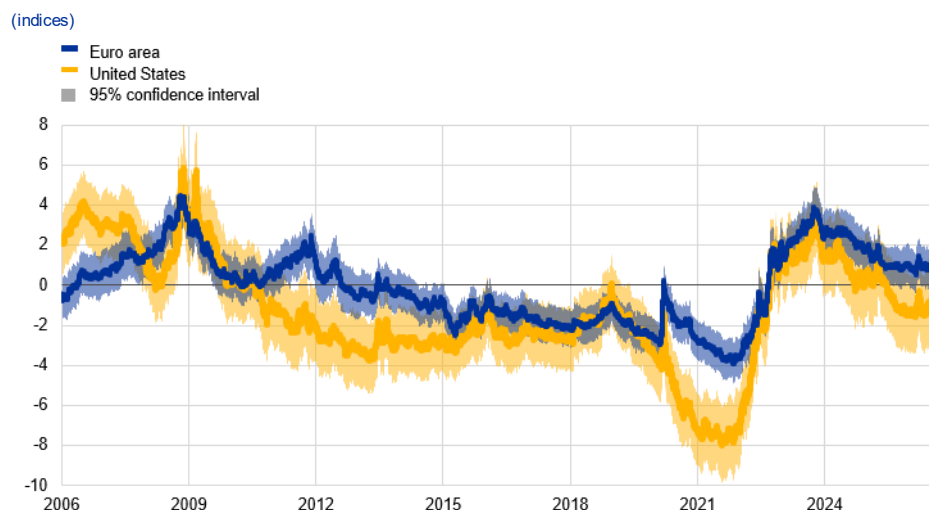
The US and euro area Macro-Finance FCIs display broadly synchronised dynamics, with the correlation between US and euro area financial conditions primarily explained by risk assets. Chart C plots the two indices in terms of gaps versus their model-implied unconditional means, such that zero corresponds to financial conditions consistent with inflation at target and output at potential in the respective VAR models, making the indices broadly comparable.⁶ Chart D captures this co-movement through the rolling correlation between the two indices, decomposed into the additive contributions of the main channels. The correlation remains positive throughout the sample and increases during episodes of global stress, such as the post-global financial crisis period and the pandemic. Risk assets are the dominant channel linking the two indices, while real and long-term rates make smaller but persistent positive contributions, particularly between 2022 and 2025, when the Federal Reserve and the ECB responded in broadly similar ways to a common inflation shock. By contrast, the foreign exchange channel reduces the correlation between the US and euro area FCIs during periods of monetary policy divergence between the ECB and the Federal Reserve.

⁵ See Hatzius et al. (2017), Arrigoni et al. (2022) and Ajello et al. (2023).

⁶ The VAR model-implied unconditional mean provides a benchmark for financial conditions, analogous to the FCI* concept of Caballero et al. (2025), but with the limitation that the benchmark is constant over time.

Chart C

The Macro-Finance FCI gaps for the United States and the euro area

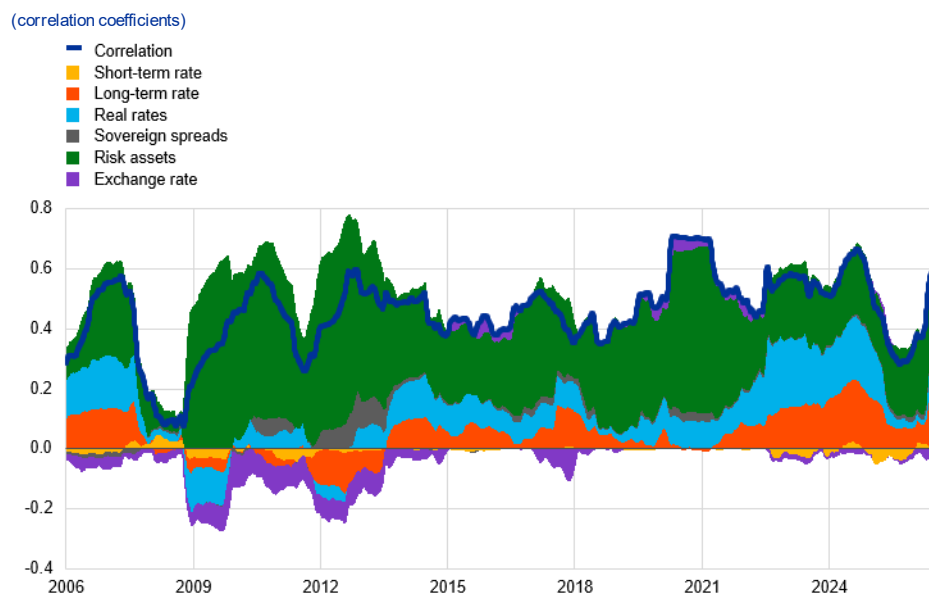


Sources: LSEG, Haver Analytics and ECB staff calculations.

Notes: Each Macro-Finance FCI is shown in terms of a gap versus its unconditional mean, which is the value consistent with inflation at target and a closed output gap. The shaded bands reflect parameter estimation uncertainty. The latest observations are for 28 August 2026.

Chart D

Time-varying correlation between US and euro area financial conditions, decomposed by channel



Sources: LSEG, Haver Analytics and ECB staff calculations.

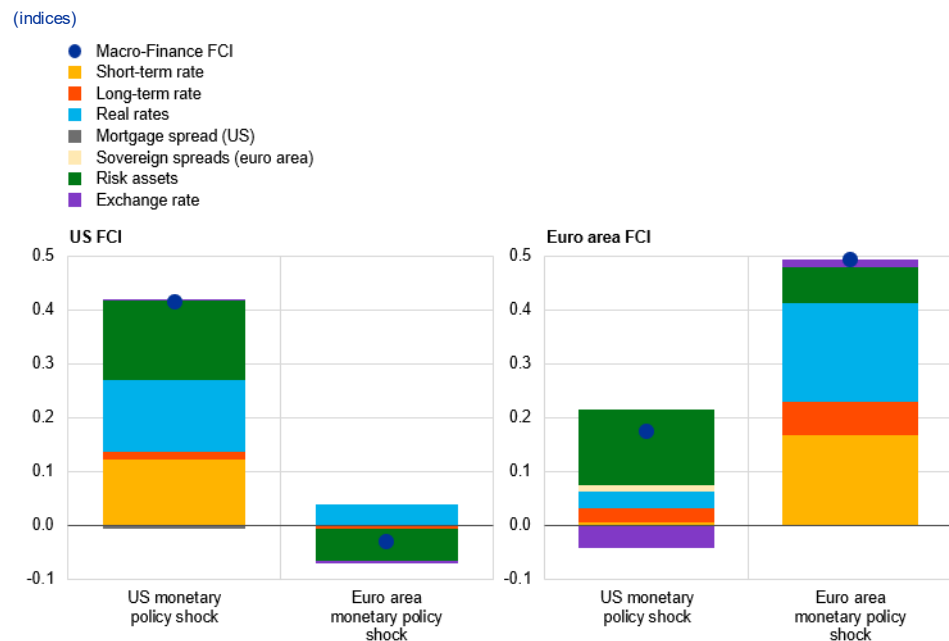
Notes: The chart shows the rolling correlation between the five-trading-day changes in the US and euro area Macro-Finance FCIs, computed over a trailing window of 252 trading days and decomposed into contributions from the euro area channels, which are shown as coloured bands. The sample starts on 5 January 2006. The latest observations are for 28 August 2026.

Unexpected changes in US policy rates significantly affect euro area financial conditions, with the spillover transmitted mainly through risk assets. Chart E shows the estimated one-day responses of the US and euro area FCIs to an

unexpected 25 basis point tightening shock in either jurisdiction.⁷ A Federal Reserve tightening shock raises both the US FCI and, to a smaller extent, the euro area FCI, with the spillover driven primarily by risk-asset repricing and partly offset by the exchange rate channel.⁸ An equally sized ECB tightening shock raises the euro area FCI across long-term rates, real rates and risk assets, while having little impact on the US FCI.

Chart E

Decomposition of the Macro-Finance FCI responses to US and euro area monetary policy shocks



Sources: LSEG, Haver Analytics, Jarociński and Karadi (2020) and ECB staff calculations.

Notes: Responses of the US (left panel) and euro area (right panel) Macro-Finance FCIs to 25 basis point Federal Reserve and ECB monetary policy shocks, identified from high-frequency surprises around the respective policy announcements. The dark blue markers show the response of the headline index; the coloured bars show the additive contributions of the individual channels.

Looking ahead, changes in the expected US policy rate path could affect euro area financial conditions, with risk assets likely to remain a key propagation channel. The estimates presented in this box suggest that risk assets account for most of the response of euro area financial conditions to US monetary policy shocks, by far the largest and statistically most robust of the channels considered. This reflects the high degree of integration of global equity and corporate bond markets and means that changes in the compensation required for holding US risk assets tend to spill over to euro area risk assets, transmitting US monetary policy to euro area financial conditions. Any reassessment of market expectations regarding the US policy rate path could therefore be followed by a broad-based repricing of risk

⁷ Daily changes in the two Macro-Finance FCIs and their components are regressed on US and ECB monetary policy shocks identified using high-frequency surprises around the respective policy announcements, following Jarociński and Karadi (2020).

⁸ The pass-through from US monetary policy shocks to euro area equities is consistent with previous evidence from Grothe et al. (2021).

assets and a spillover to euro area financial conditions irrespective of the ECB's policy stance.

References

- Ajello, A., Cavallo, M., Favara, G., Peterman, W.B., Schindler, J. and Sinha, N.R. (2023), "[A New Index to Measure U.S. Financial Conditions](#)", *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 30 June.
- Arrigoni, S., Bobasu, A. and Venditti, F. (2022), "[Measuring Financial Conditions using Equal Weights Combination](#)", *IMF Economic Review*, Vol. 70, pp. 668-697.
- Bernanke, B.S. and Kuttner, K.N. (2005), "[What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?](#)", *The Journal of Finance*, Vol. 60, No 3, pp. 1221-1257.
- Bletzinger, T., Martorana, G. and Mistak, J. (2026), "[Looser, tighter, clearer: a new Financial Conditions Index for the euro area](#)", *Working Paper Series*, No 3193, ECB, February.
- Caballero, R.J., Caravello, T.E. and Simsek, A. (2026), "[FCI-star](#)", *NBER Working Papers*, No 33952, National Bureau of Economic Research, revised.
- Ca' Zorzi, M., Dedola, L., Georgiadis, G., Jarociński, M., Stracca, L. and Strasser, G. (2023), "[Making Waves: Monetary Policy and Its Asymmetric Transmission in a Globalized World](#)", *International Journal of Central Banking*, Vol. 19, Issue 2, June, pp. 95-144.
- Grothe, M., Helmersson, T., Quint, D. and Vassallo, D. (2021), "[Risk of spillovers from US equity market corrections to euro area markets and financial conditions](#)", *Financial Stability Review*, ECB, May.
- Hatzius, J., Stehn, S.J., Fawcett, N., Fishman, K.R. (2017), "[Our New G10 Financial Conditions Indices](#)", *Global Economics Analyst*, Goldman Sachs, 20 April.
- Jarociński, M. and Karadi, P. (2020), "[Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks](#)", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 12, No 2, April, pp. 1-43.

6 US equity market developments during the AI boom

Prepared by Magdalena Grothe, Bruno Lopes Mendes, Ana-Simona Manu and Luca Tondo

In recent years US equity valuations have been supported by strong realised and expected earnings linked to the artificial intelligence (AI) boom. The “AI boom” refers to the fast pace of innovation and growing use of AI technologies since the public release of ChatGPT in November 2022, leading to investment opportunities in many sectors across the economy and rapidly rising equity valuations. Seen through the lens of a dividend discount model, increasing equity valuations can be supported by three main factors: higher earnings expectations, lower discount rates and lower risk premia.¹ The earnings seasons earlier this year saw many US companies report strong results, with the overall earnings growth for S&P 500 firms again outperforming earlier expectations.² Strong earnings have fed into expectations of further increases in profits, supported by the continued expansion of AI-related investment and expectations of associated productivity gains. One way to gauge the role of earnings, interest rates and risk premia in equity returns is by applying a dividend discount model, which breaks down returns into these key components. The model decomposition shows that expectations of continued rising corporate profitability are the main factor fuelling risk asset prices in the United States (Chart A, panel a). As well as supporting valuations, high earnings expectations also dampened equity risk, as shown by a decomposition of market-based estimates of tail risks to equity prices using quantile regressions (Chart A, panel b).

¹ For a broader historical discussion of technology-driven boom and bust cycles in equity markets, see Andersson et al. (2026).

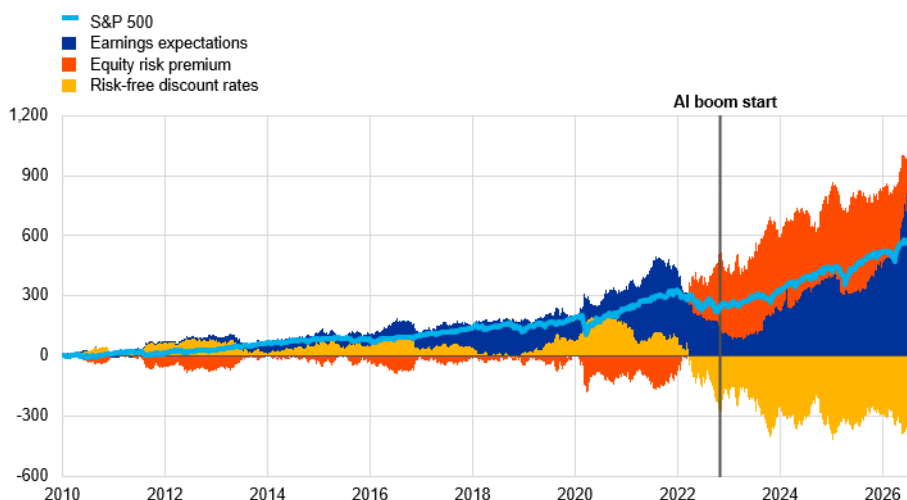
² For related analyses of US equity market developments, strong earnings performance, growing market concentration and related risks, see Grothe et al. (2024) and the ECB’s *Financial Stability Review* (2026).

Chart A

Drivers of US equity prices

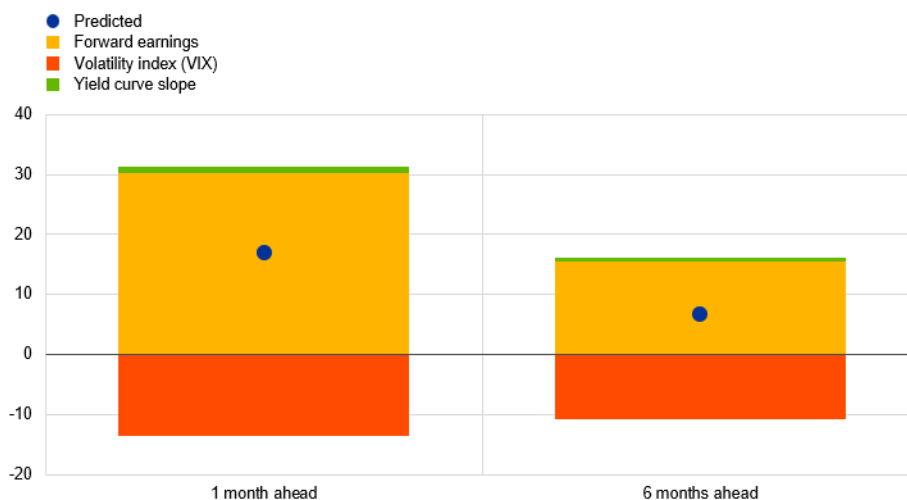
a) Decomposition of S&P 500 returns

(cumulative changes and contributions since January 2010 in percentage points)



b) Decomposition of predicted 10th percentile of S&P 500 returns

(year-on-year percentage changes)



Sources: Bloomberg, Cboe Global Markets, LSEG, Haver analytics and ECB staff calculations.

Notes: Panel a): The decomposition is based on a dividend discount model. The model includes share buybacks, discounts future cash flows with interest rates of appropriate maturity and covers three expected dividend growth horizons. The residual from decomposing the returns into earnings expectations and discount factors, shown in red, can be interpreted as the contribution from the equity risk premium. A higher contribution means a lower equity risk premium. Positive contributions can be interpreted as risk-on sentiment, supporting equity prices beyond the contributions from earnings expectations and discount rates. "AI boom start" refers to end-October 2022. Panel b): The dots denote the expected 10th percentile of year-on-year S&P 500 returns for one-month and six-month horizons estimated with quantile regressions. The variables in the model are the term spread (10y-2y), implied equity volatility (Cboe Volatility Index (VIX)) and 12-month forward earnings per share growth. The latest observations are for 21 August 2026 (panel a, weekly data) and 31 August 2026 (panel b).

During the AI boom, risk appetite in US equity markets has been strong and the compensation investors expect to receive for equity risk has fallen to low levels. The equity risk premium is a common measure of the compensation demanded by investors for bearing equity risk, which can be interpreted as the excess return of equities over risk-free assets. It can be approximated as the difference between a company's earnings yield, which is a measure of the earnings a company is expected to generate over the next 12 months relative to its stock

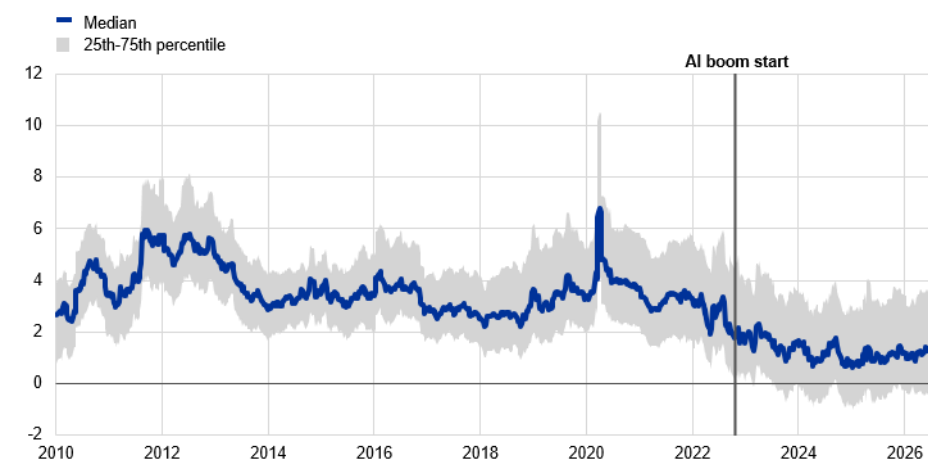
price, and the 10-year US Treasury bond yield. From a historical perspective, the distribution of equity risk premia across individual S&P 500 stocks has become compressed, falling close to zero for the 25th percentile (Chart B, panel a). A closer look at intra-sectoral firm-level distributions reveals that risk pricing in the equity market has become subdued across several US sectors. The trend is particularly marked in the technology sector, where many AI-related companies are classified, but can also be observed in other sectors such as industrials (Chart B, panel b). This likely reflects investors' heightened appetite for AI-related exposure, as well as broader optimism about the potential benefits to be gained from AI adoption. In addition, higher-risk stocks within sectors have benefited from more favourable risk pricing, as shown by the compression of the upper tails of the sectoral risk distributions, which is a sign of broader investor risk appetite across sectors.

Chart B

Equity risk pricing across S&P 500 companies

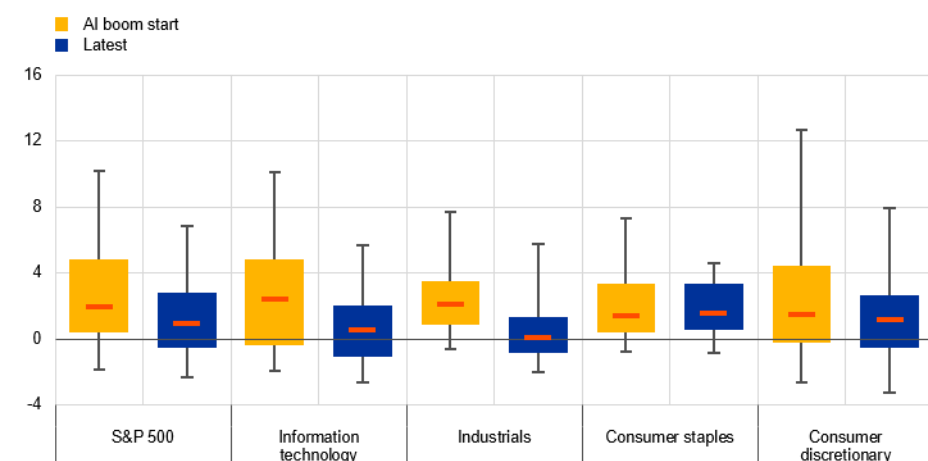
a) Distribution of S&P 500 equity risk premia

(percentage points)



b) Distribution of equity risk premia for S&P 500 sectors

(percentage points)



Sources: LSEG and ECB staff calculations.

Notes: The equity risk premium is proxied for each company in the S&P 500 index as the difference between the company's earnings yield and the 10-year US Treasury bond yield. In panel a), "AI boom start" refers to end-October 2022. In panel b), the red horizontal lines depict the median, the whiskers represent the 5th and 95th percentiles and the yellow and blue bars cover the 25th to 75th percentile range. The latest observations are for 28 August 2026 (weekly data).

Strong earnings and ample investor risk appetite have helped US stock markets stay resilient to pressures related to higher longer-term US interest rates and geopolitical headwinds. The AI boom has kept US equity markets unusually insulated from large adverse shocks. This can be shown by comparing the reaction of the US equity risk premium to shocks before and after the start of the AI boom, using local projections and model-derived structural shocks. Since the start of the AI boom in autumn 2022, US equity risk premia have shown lower and insignificant reactions to adverse US macro shocks and to global risk-off shocks, contrasting sharply with the re-pricing patterns observed previously (Chart C, panel a). The high resilience of the US equity market to adverse geopolitical shocks was particularly evident during the initial weeks of the conflict in the Middle East. An

event study analysis helps summarise the reactions of equity returns to sharply increasing geopolitical risk during the first three months of the conflict. The results show that during the initial phase of the conflict in March 2026, the AI-related segment of the US market (here proxied by the “Magnificent 7” group of firms) and the information technology sector more broadly remained largely insulated from the shock, while other sectors such as consumer staples experienced a fall in equity returns (Chart C, panel b).³ In April and May the broader US equity market stayed resilient to geopolitical headwinds, led by the AI-related segments.

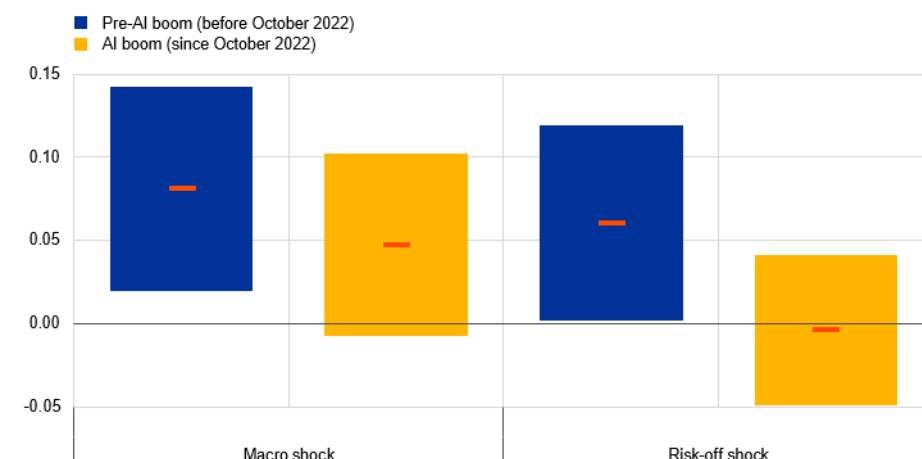
³ See also a related analysis of recent market reactions to geopolitical shocks in Ferrari Minesso et al. (2026).

Chart C

Sensitivity of US equity risk pricing to adverse shocks

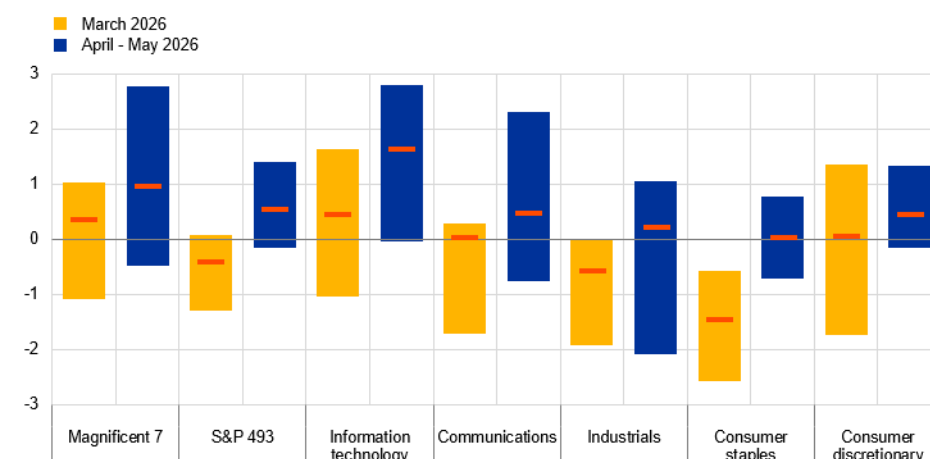
a) Response of US equity risk premia to adverse structural shocks before and since the start of the AI boom

(percentage points)



b) US equity returns around peaks in geopolitical risk – March to May 2026

(percentage points)



Sources: Bloomberg, LSEG, Haver analytics and ECB staff calculations.

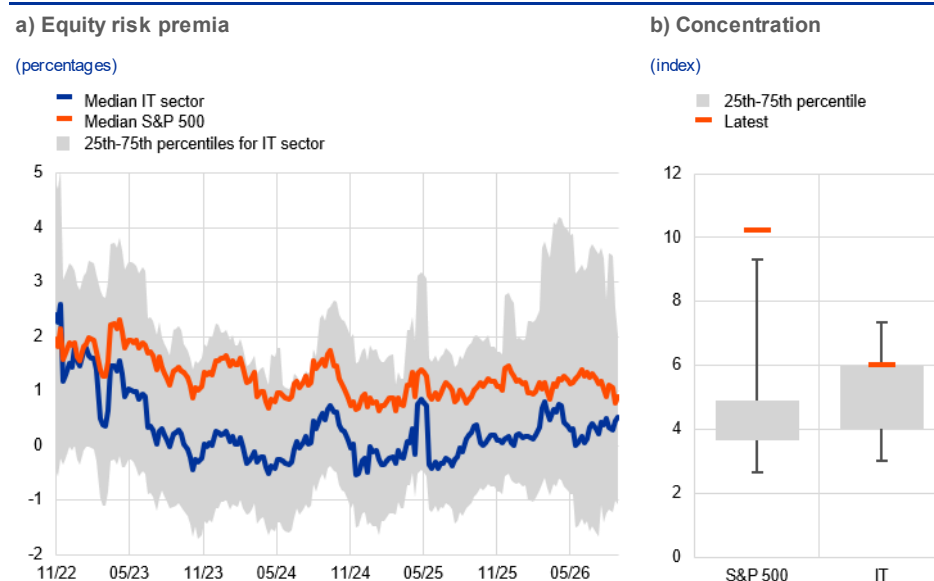
Notes: Panel a) shows the sensitivity of the median equity risk premium across companies in the S&P 500 index to adverse US macro shocks and adverse global risk-off shocks, estimated using local projections. The shocks are identified in a two-country BVAR model as in Brandt et al. (2026) and are calibrated to a one-week decline in the equity price of 3% for the adverse macro shock and 2% for the risk-off shock. The blue and yellow bars represent the 95% confidence interval while the red line represents the mean response. Panel b) shows the range of equity returns across selected events causing high levels of geopolitical risk. Equity returns are computed for selected sectors two days around the events. The event days are selected based on the ten highest levels of the geopolitical risk index during the initial phase of the Middle East conflict in March 2026 and during the more recent period since the initial ceasefire announcement. The red horizontal lines depict the median. The latest observations are for 31 August 2026 (panel a, weekly data) and for 29 May 2026 (panel b).

Despite favourable risk pricing, weakening sentiment towards the AI-driven rally and increasing price differentiation across technology firms are creating risks of broader adjustments in an increasingly concentrated market. A closer look at the distribution of equity risk premia across individual technology stocks illustrates that – while the median risk price has remained significantly compressed in recent months – the tails of the distribution have widened (Chart D, panel a). This indicates that some parts of the market, particularly the higher-risk stocks within the upper tail of the risk premium distribution, are vulnerable to fading investor risk

appetite, with investors starting to demand higher risk compensation for their investments. Furthermore, a sell-off in a small number of such firms could cause broader market declines, given the highly concentrated nature of the equity market. The Herfindahl-Hirschman Index, a measure of market concentration, is above its historical 95th percentile for the broader S&P 500 and above its 75th percentile for the IT sector (Chart D, panel b). This concentration amplifies the risk that significant underperformance by a few mega-cap stocks – particularly those tied to substantial AI-related investments – could spill over to the broader market. That could also raise broader concerns about whether optimistic profit expectations can materialise simultaneously for firms and whether large-scale, debt-financed investments will remain sustainable amid rapidly evolving technology.

Chart D

Equity risk pricing and concentration in US technology sector and S&P 500



Sources: Bloomberg, LSEG and ECB staff calculations.

Notes: Panel a): The equity risk premium is computed for each company in the S&P 500 technology sector as the difference between the company's earnings yield and the 10-year US Treasury bond yield. Panel b): Concentration is measured by an adjusted Herfindahl-Hirschman Index ranging from 1 to the number of companies considered. The whiskers represent the 5th and 95th percentiles of the distribution of the index computed since 1990. The latest observations are for 28 August 2026 (panel a, weekly data) and 29 August 2026 (panel b, weekly data).

References

Grothe, M., Manu, A. and Tomov, T. (2024), "What's behind the resilience of US equity prices – market structure, earnings expectations or equity risk premia?", *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB.

Ferrari Minesso, M., Mendes, B., Stalla-Bourdillon, A. and Vidaházy, V. (2026), "How US financial markets react to geopolitical shocks hitting oil supply", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB.

ECB (2026), *Financial Stability Review*.

Andersson, M., Breckenfelder, J., Corradin, S., Nikolov, K. and Viola, M. (2026),
“[The AI boom: rational enthusiasm or the next dot-com bubble?](#)”, *The ECB Blog*,
ECB, 17 August.

7 Liquidity conditions and monetary policy operations from 6 May to 28 July 2026

Prepared by Samuel Bieber and Christian Lizarazo

This box reviews the Eurosystem liquidity conditions and monetary policy operations in the third and fourth reserve maintenance periods of 2026.

Together, these two maintenance periods ran from 6 May to 28 July 2026 (the “review period”).

Average excess liquidity in the euro area banking system continued to decline.

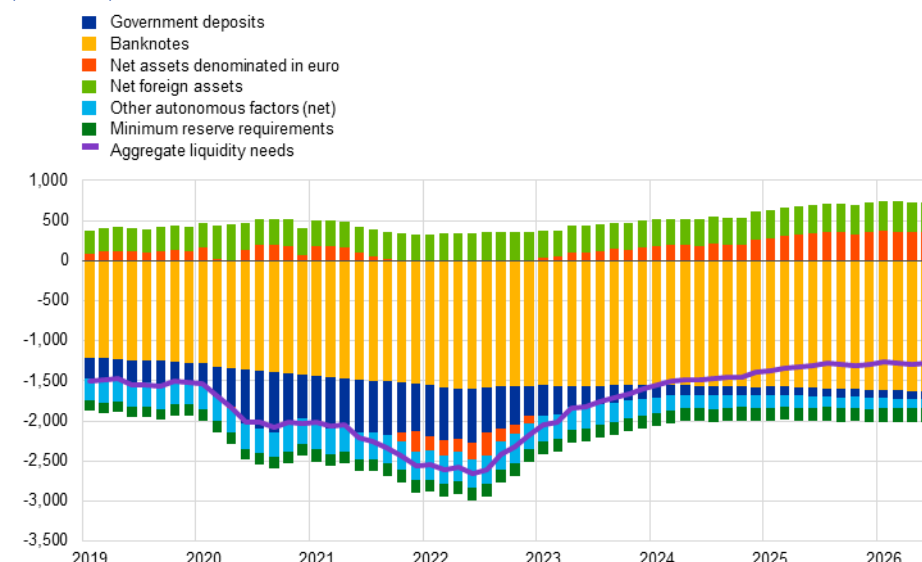
Liquidity provision decreased over the review period, owing primarily to lower Eurosystem holdings under the asset purchase programme (APP) and the pandemic emergency purchase programme (PEPP) following the discontinuation of APP reinvestments at the beginning of July 2023 and PEPP reinvestments at the end of December 2024. An increase in net autonomous factors also contributed to the overall reduction in excess liquidity.

Liquidity needs

The average daily liquidity needs of the euro area banking system, defined as the sum of net autonomous factors and reserve requirements, increased by €11 billion to €1,284 billion over the review period (Table A). The higher level of liquidity needs was driven by a rise in net autonomous factors, mainly reflecting a decline in liquidity-providing autonomous factors (Table A). Minimum reserve requirements rose by €2 billion to €174 billion, also contributing to the increase in liquidity needs.

Chart A**Aggregate liquidity needs by reserve maintenance period**

(EUR billions)



Source: ECB.

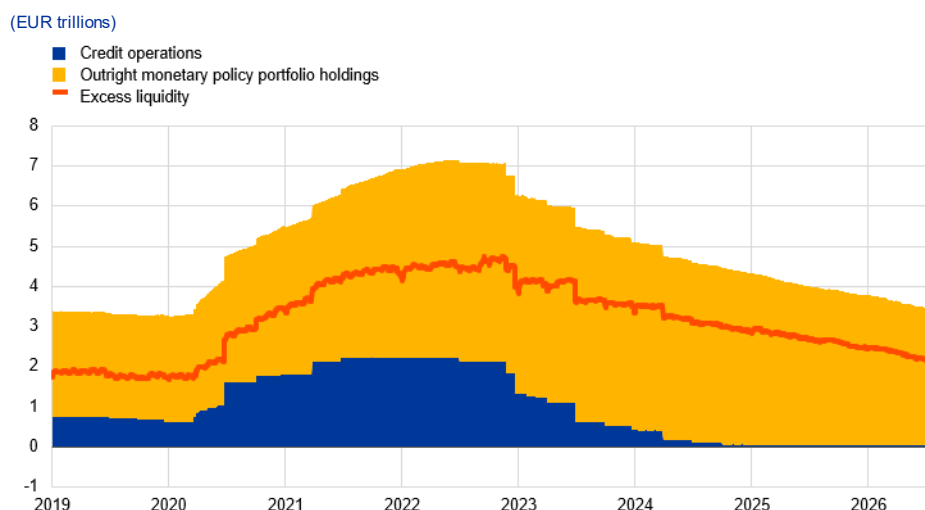
Notes: Each bar shows the averages for each maintenance period. There are eight maintenance periods a year, with the eighth period extending into the following calendar year. The latest observations are for the fourth maintenance period of 2026.

Liquidity-providing autonomous factors declined by €11 billion over the review period, owing primarily to a decrease of €15 billion in net assets denominated in euro. This reduction was attributable to a rise in euro-denominated non-monetary policy deposits, which are liquidity-absorbing. At the same time, net foreign asset holdings increased by €4 billion, partly offsetting the decline in liquidity-providing autonomous factors.

Liquidity-absorbing autonomous factors decreased more modestly by €2 billion over the review period. This reflected an increase of €16 billion in the average value of banknotes in circulation, which was more than offset by declines of €10 billion in net other autonomous factors and €8 billion in government deposits held with the Eurosystem.

Liquidity provided through monetary policy instruments

The average amount of liquidity provided through monetary policy instruments fell by €147 billion to €3,485 billion over the review period (Chart B). This decrease in liquidity provision was primarily due to a €150 billion reduction in Eurosystem outright monetary policy portfolio holdings, following the continued redemption of APP and PEPP holdings in the absence of reinvestment. As a result, the amount of liquidity provided by these portfolios declined to €3,458 billion over the review period.

Chart B**Liquidity provided through open market operations and excess liquidity**

Source: ECB.

Note: The latest observations are for the fourth maintenance period of 2026.

The average amount of liquidity provided through credit operations increased by €3 billion to €27 billion over the review period. The average outstanding amounts of main refinancing operations (MROs) and three-month longer-term refinancing operations (LTROs) rose by €1 billion and €2 billion respectively. Participation in these regular operations remained limited, reflecting the ample liquidity position of banks and the ready availability of alternative market-based funding sources. However, the number of banks testing the viability of their participation has continued to grow in 2026, indicating that they are building up their operational readiness to access these operations.

Excess liquidity

Excess liquidity fell by €157 billion to €2,201 billion over the review period (Chart B). Excess liquidity is the sum of the reserves that banks hold in their current accounts in excess of the minimum reserve requirements and their recourse to the deposit facility net of their recourse to the marginal lending facility. It reflects the difference between the total liquidity provided to the banking system via monetary policy instruments and the liquidity needed by banks to cover their minimum reserves. Having peaked at €4,748 billion in November 2022, excess liquidity has declined steadily.

Interest rate developments

During the review period, the Governing Council raised the three key ECB interest rates by 25 basis points, including the deposit facility rate through which it steers the monetary policy stance. Following this increase, the rates on

the deposit facility, MROs and the marginal lending facility stood at 2.25%, 2.40% and 2.65% respectively (Table B).

The average euro short-term rate (€STR) rose by 25 basis points over the review period, in line with the increase in the deposit facility rate. On average, the €STR remained 6.8 basis points below the deposit facility rate over the review period, unchanged from the first and second maintenance periods of 2026.

The average euro repo rate, as measured by the RepoFunds Rate Euro index, remained closer to the deposit facility rate than the €STR did over the same period. On average, the repo rate exceeded the deposit facility rate by 1.6 basis points, up from 0.7 basis points in the previous review period.

Table A
Eurosystem liquidity conditions

(averages; EUR billions)

	Current review period: 6 May-28 July 2026						Previous review period: 11 February-5 May 2026	
	Third and fourth maintenance periods		Third maintenance period: 6 May-16 June 2026		Fourth maintenance period: 17 June-28 July 2026		First and second maintenance periods	
Liquidity-providing factors								
Autonomous factors	730	(-11)	728	(-6)	731	(+2)	740	(+35)
- Net foreign assets	376	(+4)	377	(+3)	375	(-2)	371	(+8)
- Net assets denominated in euro	354	(-15)	352	(-9)	356	(+4)	369	(+28)
Monetary policy operations	3,485	(-147)	3,514	(-78)	3,456	(-59)	3,632	(-145)
- MROs	14	(+1)	13	(-1)	15	(+1)	13	(-0)
- LTROs	13	(+2)	13	(+1)	14	(+1)	11	(+0)
- Outright portfolios	3,458	(-150)	3,488	(-78)	3,427	(-61)	3,608	(-144)
- Other liquidity provision	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	0
Liquidity-absorbing factors								
Autonomous factors	1,840	(-2)	1,844	(+4)	1,836	(-8)	1,842	(-0)
- Banknotes in circulation	1,628	(+16)	1,623	(+7)	1,632	(+9)	1,612	(+5)
- Government deposits	96	(-8)	97	(-5)	94	(-3)	104	(+2)
- Other autonomous factors (net)	116	(-10)	123	(+2)	110	(-13)	126	(-8)
Monetary policy operations								
- Other liquidity absorption	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Liquidity and standing facilities								
- Credit institutions' current accounts	253	(+76)	179	(+0)	328	(+150)	177	(+3)
- Minimum reserve requirements ¹⁾	174	(+2)	174	(+2)	174	(+0)	172	(+3)
- Marginal lending facility	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(-0)
- Deposit facility	2,121	(-231)	2,221	(-88)	2,022	(-198)	2,353	(-112)
- Excess liquidity ²⁾	2,201	(-157)	2,225	(-90)	2,177	(-49)	2,358	(-112)
Other liquidity-based information								
- Aggregate liquidity needs ³⁾	1,284	(+11)	1,289	(+12)	1,279	(-10)	1,273	(-33)
- Net autonomous factors ⁴⁾	1,110	(+9)	1,115	(+10)	1,105	(-10)	1,102	(-35)

Source: ECB.

Notes: All figures in the table are rounded to the nearest €1 billion. Figures in parentheses denote the change from the previous review or maintenance period. MROs stands for main refinancing operations and LTROs for longer-term refinancing operations. The historical time series of Eurosystem liquidity conditions can be found in the ECB Data Portal under the [table tab of the liquidity report](#).

1) Memo item that does not appear on the Eurosystem balance sheet and should therefore not be included in the calculation of total liabilities.

2) Computed as the sum of current accounts above minimum reserve requirements and the recourse to the deposit facility minus the recourse to the marginal lending facility.

3) Computed as the sum of net autonomous factors and minimum reserve requirements.

4) Computed as the difference between autonomous liquidity factors on the liabilities side and autonomous liquidity factors on the assets side.

Table B**Interest rate developments**

(averages; percentages and percentage points)

	Current review period: 6 May-28 July 2026				Previous review period: 11 February-5 May 2026			
	Third maintenance period: 6 May-16 June 2026		Fourth maintenance period: 17 June-28 July 2026		First maintenance period: 11 February-24 March 2026		Second maintenance period: 25 March-5 May 2026	
MROs	2.15	(+0.00)	2.40	(+0.25)	2.15	(+0.00)	2.15	(+0.00)
Marginal lending facility	2.40	(+0.00)	2.65	(+0.25)	2.40	(+0.00)	2.40	(+0.00)
Deposit facility	2.00	(+0.00)	2.25	(+0.25)	2.00	(+0.00)	2.00	(+0.00)
€STR	1.93	(-0.00)	2.18	(+0.25)	1.93	(-0.00)	1.93	(+0.00)
RepoFunds Rate Euro	2.01	(+0.00)	2.27	(+0.26)	2.01	(-0.00)	2.01	(+0.01)

Sources: ECB, CME Group and Bloomberg Finance L.P.

Notes: Figures in parentheses denote the change in percentage points from the previous review or maintenance period. MROs stands for main refinancing operations and €STR for euro short-term rate.

Artikelen

1 Scaling up European firms: the case for an EU company law regime to unlock cross-border investment, innovation and growth

Prepared by Adam Baumann, Zakaria Gati, Daphne Momferatou, Laura Parisi and Lucia Quaglietti

1 Introduction

There is a clear structural weakness at the heart of Europe’s competitiveness challenge: European firms struggle to reach sufficient scale and face barriers to cross-border operations. EU firm entry rates are broadly comparable to those in the United States, but firms systematically fail to grow into the large, research and development (R&D) intensive enterprises that drive productivity and wage growth (Draghi, 2024, Letta, 2024). In addition, some observers argue that Europe focuses on incremental rather than breakthrough innovation (Fuest et al., 2024).

A specific dimension of this competitiveness challenge is the fragmentation of company law across the EU. Firms operating across borders in the EU must navigate multiple legal regimes, which can limit cross-border capital formation, innovation, investment and economic growth (Schnabel, I., 2026). To address this, in March 2026 the European Commission proposed introducing an optional corporate form (EU Inc.), establishing a harmonised legal framework to complement national company law.

This proposal is important from the ECB’s perspective. By lowering barriers to cross-border corporate activity and investment, EU Inc. has the potential to support the Single Market, by strengthening competition, innovation and productivity growth, with positive implications for resource allocation, price stability and the transmission of monetary policy. In addition, EU Inc. can help deepen European capital markets, a key objective of the savings and investments union agenda. It could be conducive to a more efficient allocation of savings and more effective risk-sharing within the euro area.

This article examines how these barriers limit the ability of EU firms to scale up and explores how a single company law could help address them. It identifies the conditions under which the proposal could have a meaningful impact as well as the gaps that, if left unaddressed, may limit its effectiveness.

2 The European scale-up challenge: stylised facts

Europe creates firms but struggles to scale them up, with consequences for productivity. While annual firm birth rates in Europe are similar to those in the United States, at around 10% per year (Adilbish et al., 2025), a significant divergence emerges later on, when successful firms seek to expand, raise capital and operate across borders.¹ Firms that employ fewer than ten workers in the EU account for just over 20% of total employment, around double the share of that in the United States (Chart 1, panel a). This is important for labour productivity (Chart 1, panel b): large enterprises generate roughly twice as much value added per employee as micro-enterprises, benefiting from economies of scale, greater managerial specialisation, stronger intangible capital accumulation, higher R&D expenditure and better integration into international markets (Andrews et al., 2016, Eurosystem, 2021, CompNet, 2025, OECD, 2026). A counterfactual exercise suggests that around one-third of the aggregate EU-US productivity gap can be attributed to differences in firm-size composition, based on the productivity gains that would arise were the EU to have the same employment distribution across firm sizes as that of the United States.²

¹ Firm birth rate measurements differ depending on harmonisation and birth definitions. Measurement of 10% is based on the OECD DynEmp project. See also Eurostat elaborations in Fedotenkov and Vandeplas (2026).

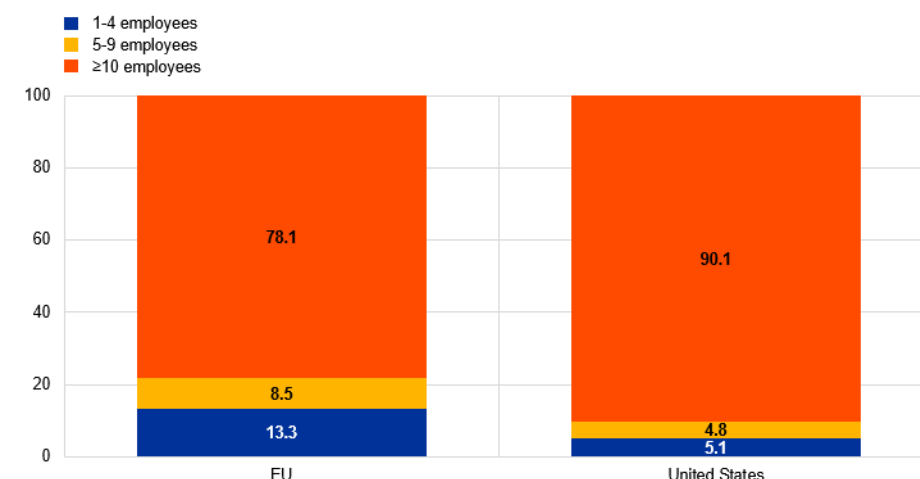
² This estimate is a rough computation of the labour productivity-level gap, which computes what the aggregate EU labour productivity level would be were the EU to have retained its observed productivity level within each firm-size class but had the same employment distribution across firm sizes as that of the United States. EU labour productivity by firm size is measured as value added per person employed (Eurostat SBS, 2023). As the figure for US value added by firm size is unavailable outside manufacturing, the Bureau of Economic Analysis' sectoral value added is allocated across firm-size classes using the receipt shares from the 2022 Economic Census, assuming a constant value-added-to-receipts ratio within sectors. To improve comparability, US non-employer businesses are partially allocated to the smallest firm-size class, as Eurostat includes working proprietors and zero-employee enterprises in this class, whereas US firm-size data cover employer businesses only. Values are converted using real GDP (purchasing power parities); within-class productivity is held fixed in the counterfactual exercise.

Chart 1

Firm size distribution and labour productivity by firm size in 2023

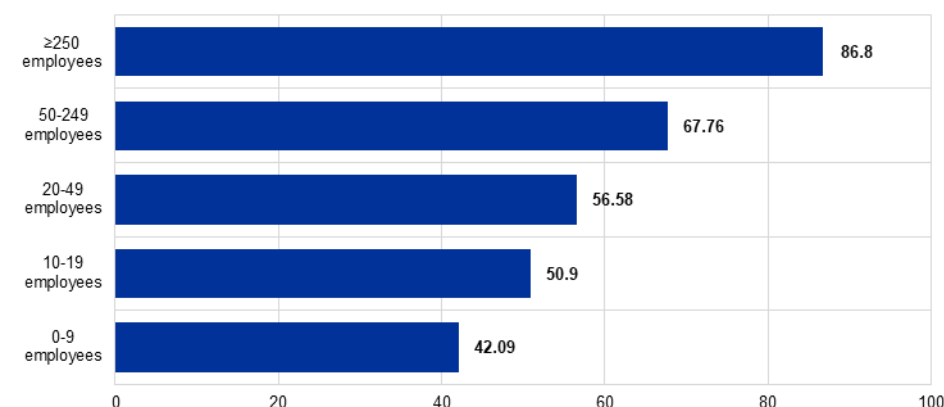
a) Size distribution, EU and United States

(percentage of total employment)



b) Labour productivity by enterprise size, EU

(EUR thousands per person employed)



Sources: Eurostat business demography statistics and structural business statistics and US business dynamics statistics.

Notes: EU data refer to enterprises and US data to firms, which are broadly comparable. Coverage includes NACE Rev. 2 sections B-S (excluding O and S94). Labour productivity is measured as value added at factor cost per person employed.

Limited access to market-based finance is a major reason why innovative European firms struggle to scale up.

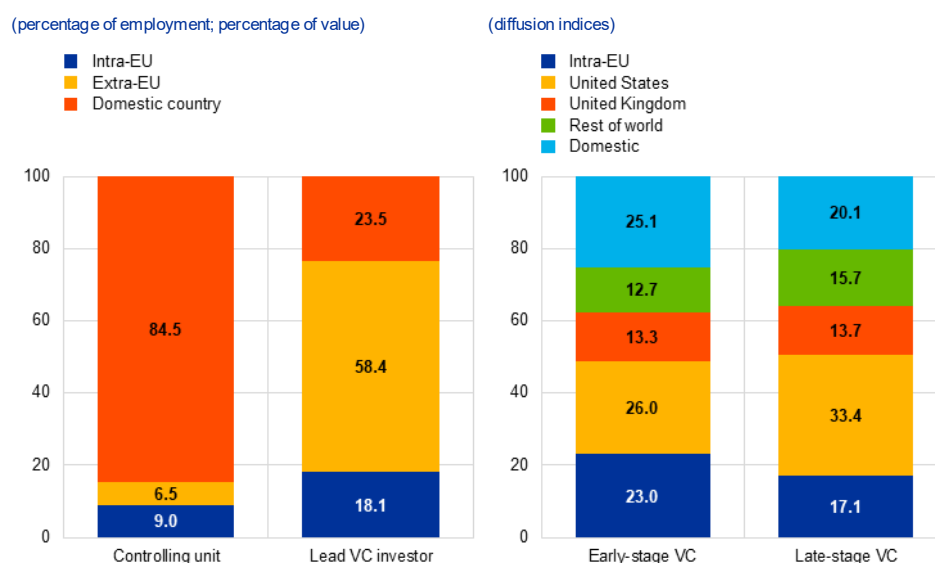
Innovative firms need successive funding rounds and access to deep pools of risk capital, but EU capital markets remain relatively shallow, nationally fragmented and dominated by domestic institutional investors (Böninghausen et al., 2025, Baumann et al., 2026). Chart 2, panel a) shows that approximately 85% of employment in the EU is accounted for by domestically-controlled firms. By contrast, venture capital (VC) financing is considerably more international: non-EU lead investors are associated with more than half of the aggregate VC deal value, with US investors playing a particularly important role in later-stage financing rounds (Chart 2, panel b), (Baumann et al. 2026). This is consistent with recent evidence that innovative European firms increasingly relocate their headquarters, intellectual property or selected business functions abroad, most often to the United States (Weik et al., 2024, European

Investment Bank (EIB), 2026a). As firms mature, many European start-ups adopt US corporate structures, most commonly as Delaware corporations, to access internationally recognised governance arrangements, VC financing and deeper initial public offering markets. The Delaware corporate law framework is discussed in Box 1.

Chart 2

Source of control and venture capital financing of EU firms

a) Overall distribution in origin of control and b) Venture capital lead investor by deal stage



Sources: Eurostat inward foreign affiliates statistics and PitchBook.

Notes: In panel a), inward foreign affiliate trade statistics classify enterprises by the country of their ultimate controlling institutional unit, attributing all employment to the controlling country. Intra-EU and extra-EU values denote control by another EU Member State and from outside the EU respectively. The latest data are for 2023. Panel b) shows the distribution of venture capital deal value by the location of the lead (or sole) investor and the VC stage. PitchBook may report multiple lead or sole investors for a transaction.

Beyond the overall availability of risk capital, where it is allocated also matters: future scale-ups tend to be younger, more productive and more innovation-intensive, while there are substantial differences in the profiles of VC-backed scale-ups in the EU and the United States. With regard to the

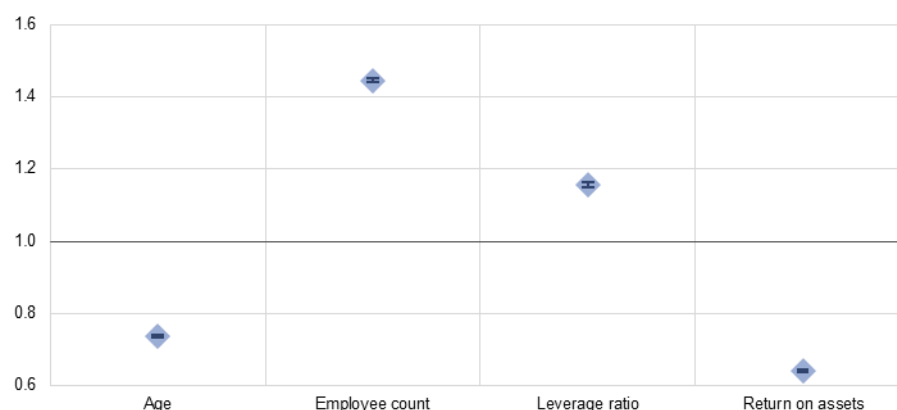
observed characteristics of firms before scaling up, Chart 3, panel a) shows that future scale-ups are systematically younger, more productive, more likely to have previously received venture capital and more frequently active in knowledge-intensive sectors. This is consistent with the literature showing that successfully scaling up is typically preceded by substantial investments in capabilities and organisational transformation (OECD, 2021). Chart 3, panel b) extends this analysis to a sample of EU and US scale-ups that received VC funding. Relative to their EU counterparts, VC-backed scale-ups in the United States are younger and less profitable, but larger in terms of employment and more leveraged – a pattern consistent with US venture capital reaching firms earlier and those firms then growing faster. This may reflect differences in investor selection or differences in the population of firms seeking VC funding, which the estimates cannot separate.

Chart 3**Firm characteristics associated with scaling up****a) Characteristics before scaling up**

(odds ratios)

**b) Difference in characteristics for EU and US scale-ups that received VC funding**

(odds ratios)



Sources: S&P Capital IQ, Preqin, Orbis, PitchBook and ECB staff calculations.

Notes: Coefficients from logistic regressions with 95% confidence intervals; covariates are standardised. In panel a), scaling up is defined as annualised employment growth of at least 10% over three years, for firms with at least ten employees and more than one year old. Covariates are measured one year before the scale-up period, with year, country and sector fixed effects. "Received VC" (Preqin deal data matched to Orbis) refers to one to three years before the scale-up period. ICT is defined from NACE two-digit activities. Covariates are winsorised at 2%. Panel b) shows a logistic regression of an indicator for US (vs EU) headquarters on standardised firm characteristics, with sector and year fixed effects. It features a PitchBook sample of 962 US and EU scale-ups in 2025 that received VC funding in 2021-24; the estimation is based on 2021-22 observations. "Return on assets" is measured as earnings before interest, taxes, depreciation and amortisations over total assets.

Box 1**The Delaware stock corporation regime: legal infrastructure for US high-growth firms**

Prepared by Zakaria Gati

In the United States, incorporation can be separated from the location of economic activity to a far greater extent than in the EU, allowing state corporate law to operate as a portable legal framework for firms active across the country. This contrasts with the European tradition of "real seat" approaches, under which legal recognition and applicable company law were historically linked more closely to the company's central administration or principal place of business, as pointed out

by Gelter (2017).³ A Delaware stock corporation may be headquartered, hire workers, hold assets, raise capital and generate revenues outside Delaware, whereas Delaware law governs its internal corporate affairs. The firm remains subject to operational, tax, labour and sectoral regulation in the jurisdictions where it operates businesses, but it does not need to adopt a new legal identity. This portability helped make Delaware the standard corporate law framework – or what Broughman et al. (2014) call a legal “lingua franca” – for founders, investors and legal intermediaries operating across state lines. In the EU, cross-border mobility is already protected by freedom-of-establishment case law, but firms remain incorporated under one of many national company law regimes.

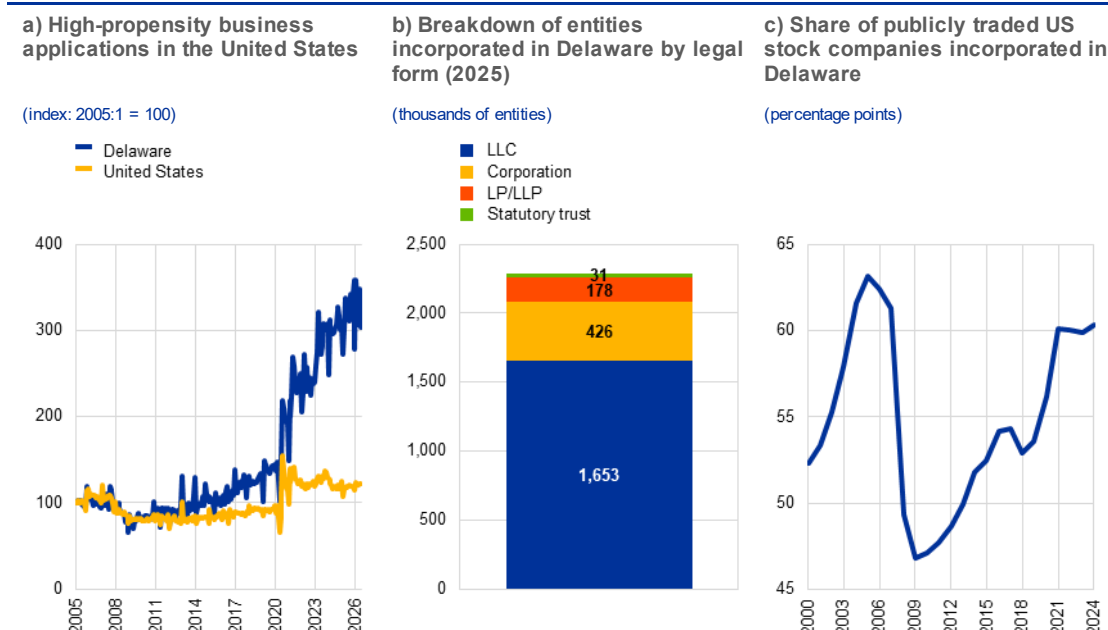
The Delaware regime is distinctive not because it allows a single corporate form, but because it offers a complete institutional ecosystem for company formation and growth. At its core is the Delaware stock corporation, supported by flexible laws, specialised courts, extensive case law, efficient administration and a sophisticated legal services industry. This combination provides legal certainty and standardised governance and financing tools – such as preferred shares, options, convertible securities, liquidation preferences, veto rights and board representation – making Delaware a common template for start-ups, scale-ups and geographically dispersed investors.

The attractiveness of the regime is clear: Chart A, panel a) shows the sustained growth in the share of high-propensity business applications made in Delaware, and Chart A, panel b) illustrates the large number of legal entities already administered in the state. Additionally, Delaware incorporation becomes increasingly prevalent as firms scale up: Broughman et al. (2014) find that 67.8% of VC-backed start-ups were initially incorporated in Delaware. This rises to 79% once subsequent re-incorporations are taken into account. Alon-Beck (2025) finds that around 97% of US unicorns in their sample were incorporated in the state, and Chart A, panel c) shows that more than half of publicly traded US companies are incorporated in Delaware. Delaware’s dominance is also self-reinforcing owing to its increasing precedents and familiarity, and it now effectively operates as a national standard.

³ This distinction has been softened, but not eliminated, by the Court of Justice of the European Union’s freedom-of-establishment case law. In the *Centros*, *Überseering* and *Inspire Art* cases, the Court limited Member States’ ability to refuse recognition of companies validly incorporated in another Member State, thereby expanding corporate mobility within the EU.

Chart A

Business demographics in Delaware



Sources: US Census Bureau, Annual Report Statistics – Delaware Division of Corporations, Spamann and Wilkinson's dataset of historical states of incorporation of US stocks and ECB staff calculations.

Notes: High-propensity business applications are employer identification number applications that the US Census Bureau identifies as being likely to become employer businesses, based on characteristics associated with payroll business formation (e.g. legal form, planned hiring, business acquisition and industry). The data are seasonally adjusted. In panel c), the state of incorporation is from Spamann and Wilkinson using filings from the US Securities and Exchange Commission's electronic data gathering, analysis and retrieval system. It refers to the legal domicile, not to the headquarters or business operations.

The advantages for firms incorporating in Delaware come with important trade-offs. Critics argue that this concentrated ecosystem can favour managers, controlling shareholders and repeat-player lawyers, limiting transparency and accountability (Cary, 1974, Whitehead, 2025). Recent cases of entities leaving Delaware for Nevada and Texas also illustrate the tension between healthy regulatory competition and regulatory arbitrage, as firms may seek lower litigation exposure and weaker shareholder constraints.

3 Barriers to scaling up and EU Inc.: a corporate life cycle perspective

EU firms face a broad set of legal and regulatory barriers that increase the costs of growth and cross-border expansion within the Single Market.⁴ Survey-based evidence indicates that, compared with the United States, regulatory and administrative requirements are a major obstacle to investment and a sizeable burden for EU firms (Chart 4, panel a). The share of staff and managerial resources devoted to compliance activities also varies significantly across EU countries and can be especially high for smaller firms, as compliance costs have a substantial fixed-cost component (Chart 4, panel b). These costs are compounded by regulatory

⁴ ECB estimates suggest that remaining Single Market barriers are equivalent to tariffs of around 67% for goods and 95% for services (Bernasconi et al., 2025), while barriers to EU equity markets have declined only modestly over the past decade (Anaya Longaric et al., 2026).

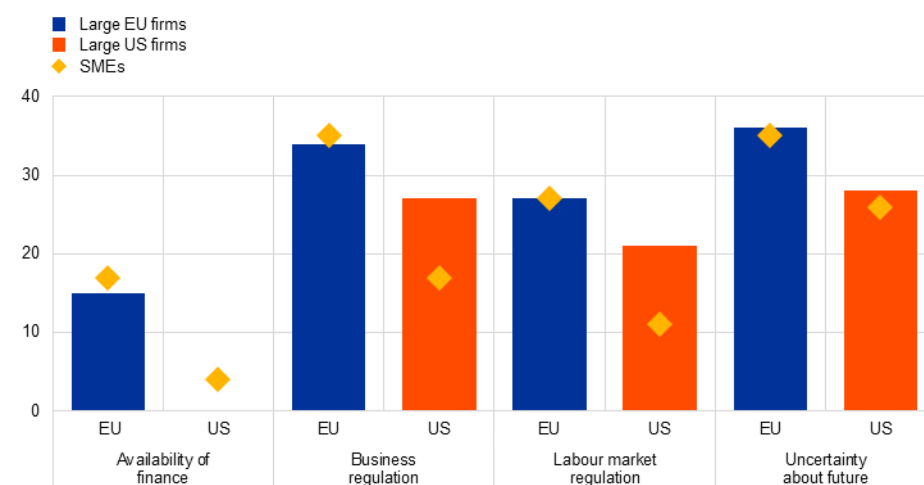
fragmentation across Member States, with most EU firms reporting that they must comply with different standards and procedures when operating across borders (EIB, 2026b).⁵

Chart 4

Structural barriers to investment for EU and US firms

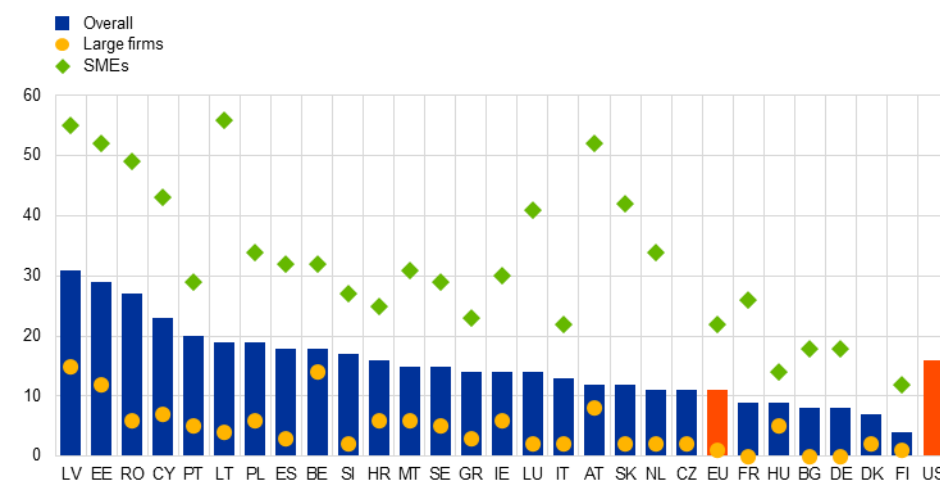
a) Major obstacles to investment

(percentage of respondents)



b) Firms with more than 10% of employees working on regulatory compliance activities

(percentage of respondents)



Sources: EIB Investment Survey and ECB staff calculations.

Notes: In panel a), the bars represent the share of firms that identify each factor as a major barrier to long-term investment; the diamonds show the corresponding shares for SMEs. EU and US refer to the respective EIB Group Survey on Investment and Investment Finance aggregates. Higher values indicate that more firms perceive the factor as a major obstacle. In panel b), EU data refer to the 2025 survey and US data refer to the 2024 survey. Size breakdowns are unavailable for the United States.

Company law is one of the most fragmented dimensions of the Single Market.

The legal regime under which a company is incorporated determines the financing instruments it can offer investors, the governance arrangements it must adopt as it operates and expands and the procedures it faces when exiting the market. Unlike

⁵ Over 60% of EU firms reported that they need to comply with different regulatory standards across Member States (EIB, 2026b).

many other regulatory areas, company law changes each time a firm establishes or reorganises a legal entity in another Member State, something which is often required, or economically advantageous, for companies establishing a stable presence in another Member State.⁶ As a result, firms wanting to expand or invest across the EU must navigate the company law applicable to them and to their new subsidiaries, which can mean up to 27 different regimes. Differences in company law can increase the cost of operating across borders through subsidiaries and potentially limit investment, innovation and productivity growth.

The economic implications of company law fragmentation across the Single Market can be best understood through the lens of the corporate life cycle (Figure 1).⁷ National differences become binding constraints at successive stages of firms' development. The European Commission's 2025 public consultation confirmed this pattern, with firms perceiving fragmentation of company law as a significant obstacle throughout their development, with incorporation procedures, corporate mobility, financing arrangements and governance the most frequently cited issues.⁸

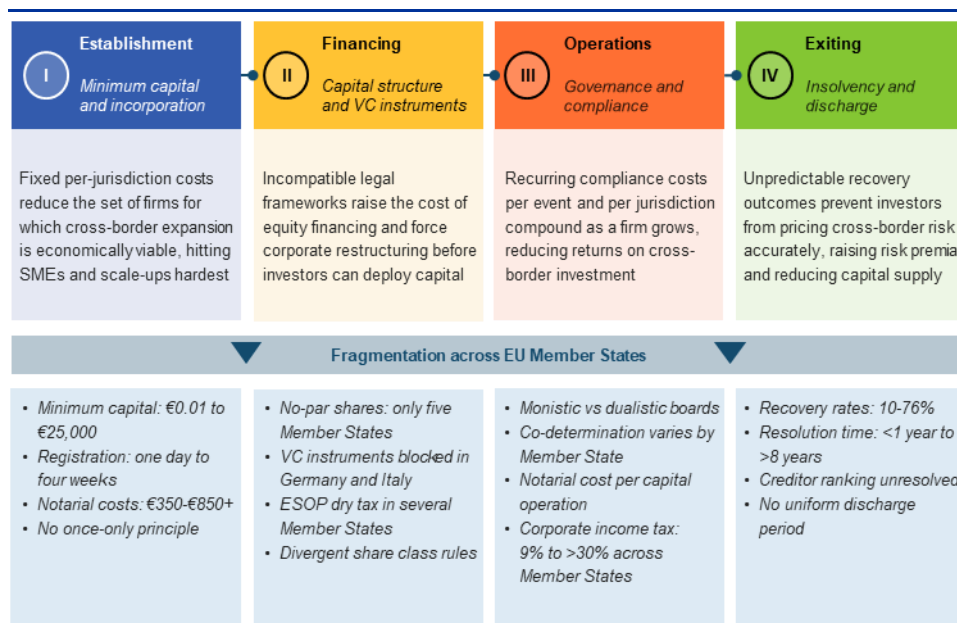
⁶ While the EU fundamental freedoms allow cross-border trade and service provision from a single Member State of incorporation, local establishment is often required or economically advantageous owing to host-country labour, tax and licensing requirements, lower transaction costs and investor preferences for locally incorporated entities.

⁷ The corporate life cycle framework draws on industrial organisation literature on firm dynamics, which distinguishes between the formation, growth, maturity, and exit phases of firm development (Klepper, 1996). The framework used in this article is an analytical adaptation which focuses on the stages at which company law becomes economically relevant for firms operating across Member States.

⁸ See the European Commission's [public consultation on a single harmonised set of rules for innovative companies throughout the EU – 28th regime](#).

Figure 1

Company law fragmentation across the Single Market: a corporate life cycle perspective



Source: ECB staff.

Note: Minimum capital refers to the statutory capital required to incorporate a company; no-par shares are shares without a fixed nominal value; VC instruments are financing instruments commonly used in venture capital, such as convertible instruments and warrants; ESOP refers to employee stock ownership option plans; monistic/dualistic boards refer to one-tier/two-tier corporate governance structures; co-determination refers to employee representation in corporate governance; and recovery rates, resolution time, creditor ranking and discharge periods capture key features of national insolvency frameworks. These examples illustrate differences across EU Member States.

In response, the Commission published on 18 March a proposal establishing a new corporate form, EU Inc. The proposed Regulation introduces a fully harmonised, optional legal form of limited liability company with a clearly identifiable label (EU Inc.) available across the national legal systems of all Member States. All companies in the EU, no matter their size or corporate purpose, will be able to opt in. As a directly applicable Regulation, it creates a single rulebook for some of the most relevant aspects of company law, with the same content and scope regardless of the Member State of incorporation.⁹ Its objective is to reduce the fragmentation of company law and make the legal framework governing firms simpler and more conducive to establishment, investment and cross-border expansion. The proposal builds on the suggestions of the Letta and Draghi reports and follows past attempts that fell short of expectations, such as *Societas Europaea*.¹⁰ The following sections analyse the proposal throughout the corporate life cycle.

⁹ The proposal primarily concerns cross-border corporate activity, namely the establishment, financing, governance and restructuring of companies operating across Member States, rather than cross-border trade in goods and services.

¹⁰ The *Societas Europaea* framework, which was introduced in 2001, fell short of expectations, largely because it continued to defer to national law on key aspects of company regulation. Uptake has remained limited, with around 3,000 registrations, and is concentrated among large firms able to meet the €120,000 minimum capital requirement. Empirical evidence attributes this low uptake to this continued reliance on national rules, the high capital threshold and complex cross-border formation requirements.

3.1 Cross-border establishment

Establishing a legal presence in another EU Member State can entail substantial fixed costs (Figure 2). While firms can in principle serve another EU market without incorporating in that Member State, they often establish subsidiaries as new legal entities when they seek a stable local presence. In this case, fragmentation of company law becomes relevant, as the subsidiaries are incorporated under the law of the host country. This means that they have to adhere to different incorporation procedures and minimum capital rules while managing the associated administrative costs and the time required to establish a business.

Figure 2

Cost and time required to establish a new firm in 2025

a) Administrative costs to establish a start-up b) Time to establish a business

(EUR)

0-100
101-250
251-500
>500
N/A

(days/weeks)

1 day
1 working week
1-4 working weeks
N/A



Sources: Europe Startup Nations Alliance SNS Scoreboard and Natural Earth (for map data).

Notes: Values based on expert consultation, in the context of ultimately reaching a final committed company registration cost of under €100 and within one day for start-ups. The observations are for 2025.

To reduce these costs, the proposed Regulation introduces a simplified and harmonised corporate form. The form can be incorporated through a common digital interface, building on the Business Registers Interconnection System, with a target incorporation period of 48 hours and a maximum administrative cost of €100. The proposal removes mandatory minimum capital requirements, applies the once-only principle for administrative procedures and allows companies to establish an EU Inc. through several pathways, including new incorporation, cross-border mergers, divisions and conversions.

These measures could substantially reduce firms' entry costs as well as the costs of expanding into other Member States, although the expected benefits will depend on how the measures are implemented in the Member States. They have the potential to reduce fixed entry, legal adaptation, contracting and compliance costs, and to lower the expected costs of future expansion by allowing firms to adopt

the regime without changing their legal identity. Since the regime is open to all limited liability companies, it also avoids complicated eligibility criteria based on firm size or innovation status. However, EU Inc. firms remain subject to national tax, employer registration and licensing and sector-specific administrative requirements. Furthermore, incorporation and enforcement continue to rely on interconnected, albeit still national, company registers. As a further step, the European Commission plans to establish a central EU register from 2030 to gradually move registration away from the current country-based architecture.

3.2 Cross-border financing

National regimes differ in their treatment of equity instruments and employee stock options (Table 1). These differences increase legal complexity and can make some jurisdictions less compatible with VC financing models. This friction is particularly relevant for innovative firms, whose growth typically depends on successive rounds of equity financing involving changing investor rights and increasingly complex capital structures.

Table 1

Comparison of employee stock option frameworks across Member States

	Employee tax rate	Employee tax timing	Employer taxation	Minority shareholders and bureaucracy	Plan scope	Strike price
EE						
LV						
LT						
FR						
PT						
DE						
CZ						
GR						
AT						
IT						
PL						
IE						
NO						
SE						
ES						
DK						
BE						
NL						
FI						

Sources: Not Optional Latest Country Rankings and ECB staff.

Notes: Not Optional, an initiative created by Index Ventures and some of Europe's leading entrepreneurs to improve the competitiveness of European start-ups, scores the "friendliness" of national employee stock option regimes on a scale from one (least favourable – dark red) to five (most favourable – dark blue) across six dimensions: employee tax rate, employee tax timing, employer taxation, minority shareholders and bureaucracy, plan scope and strike price. More specifically, the "employee tax rate" is the applicable tax and social contribution burden; the "employee tax timing" defines when the tax liability is incurred; the "employer taxation" is the corresponding tax and social contribution costs for the company; the "plan scope" captures which companies and employees are eligible for favourable treatment; minority shareholders and bureaucracy are the costs and constraints associated with creating the plan and with employees becoming minority shareholders and the "strike price" is the flexibility to set exercise prices below the latest financing valuation.

To address these constraints, the proposed Regulation introduces a harmonised financing framework applicable across all Member States. It allows no-par value shares, differentiated share classes, preferred equity, warrants and convertible instruments to be used while explicitly recognising financing arrangements commonly used in VC markets, such as Simple Agreement for Future Equity (SAFE) and Keep It Simple Security (KISS)-style instruments.¹¹ The proposal also establishes an optional European Employee Stock Ownership Plan (EU-ESOP), which is aimed at facilitating equity-based remuneration and improving firms' ability to attract and retain highly skilled workers. In addition, it allows EU Inc. companies to seek admission to trading on a multilateral trading facility, supporting their capacity to scale up.

These provisions could improve financing conditions through two complementary channels. First, standardising financing instruments reduces legal uncertainty and transaction costs by limiting the need for jurisdiction-specific legal

¹¹ SAFE and KISS are standardised early-stage financing instruments that allow investors to provide capital to a start-up in exchange for the right to receive equity during a future financing round, thereby deferring valuation to a later stage and simplifying the terms of seed-stage investment.

adaptations and facilitating the use of common investment documentation. The impact assessment conducted by the European Commission estimates savings of around €1,100 per financing round and between €1,780 and €2,850 for secondary share transfers. These gains are particularly relevant at the seed and early-growth stages, where fixed legal costs are large relative to deal size. A recognisable EU Inc. form and interconnected registers could also reduce screening and due diligence costs for non-domestic investors, facilitating greater cross-border participation in European VC markets. Second, the proposed EU-ESOP could improve the ability of firms to attract and retain talent by deferring taxation until the disposal of the underlying shares rather than at grant, vesting or exercise. This would reduce the cash burden associated with illiquid equity. Nevertheless, Member States would retain discretion over tax rates and the classification of employee equity income, while broader differences in eligibility conditions, valuation rules and administrative procedures would continue to limit the portability of employee stock ownership across the Single Market.

3.3 Cross-border operations

As firms expand across the Single Market, they encounter recurring compliance costs arising from differences in governance arrangements, shareholder rights and board structures across Member States.¹² Additional variation in co-determination, audit and reporting requirements further increases organisational complexity for firms operating in multiple jurisdictions.¹³

The proposed Regulation establishes a common governance framework applicable across all Member States. EU Inc. provides a high degree of contractual flexibility through harmonised articles of association and adopts a one-tier board structure as the default governance model. It also enables and standardises the use of digital-by-default processes for a broad range of corporate procedures, including shareholder meetings, capital operations and amendments to articles of association. The elimination of mandatory notarial intervention for capital operations could be significant for companies undertaking successive financing rounds as they grow, and harmonised rules on shareholder rights may reduce legal uncertainty for minority shareholders and external investors, lowering due diligence burdens and transaction costs. However, under the proposal, employee participation rules remain subject to the law of the Member State where the board is located. Requirements concerning the involvement of employees in company decision-making may therefore continue to vary across jurisdictions, even for companies incorporated under the EU Inc. regime.

¹² Board structures, shareholder rights, voting arrangements and board composition differ across Member States. Some countries (e.g. Sweden) mandate monistic models while others (e.g. Germany) mandate dualistic models. Tax differences add a further layer of complexity, with corporate income tax rates ranging from 9% in Hungary to over 30% in Germany, and rules on R&D deductions, depreciation and interest deductibility also diverge.

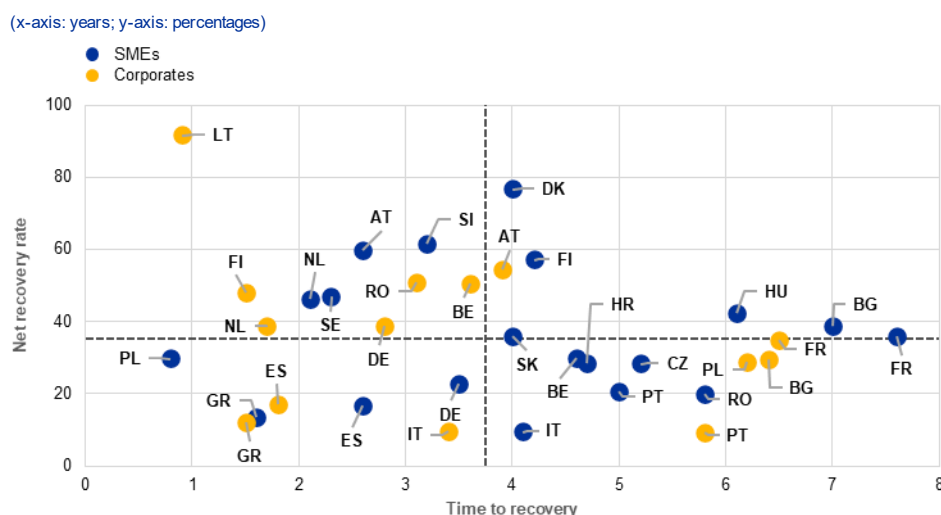
¹³ Co-determination thresholds and their attachment to national legal forms have prompted some debate, particularly in Germany, over firms using foreign legal forms or converting to a European Company (Societas Europaea), which fixes the participation level at formation. Such structures have been upheld as lawful and safeguards are under negotiation in the 28th regime file.

3.4 Exit

Efficient exit mechanisms are essential for reallocating resources following business failure and for supporting entrepreneurial risk-taking, as they determine the expected returns of investors. Exit and restructuring costs weigh heavily on innovative high-tech sectors, where the risk of failure is inherently higher (Coatanlem and Coste, 2025, Bothner et al., 2026). Nevertheless, national insolvency frameworks continue to differ substantially with respect to recovery rates, resolution times and entrepreneurial discharge (Chart 5). This increases legal uncertainty and could discourage cross-border investment.

Chart 5

Heterogeneity of insolvency across the EU for SMEs and corporates



Source: European Banking Authority (2025).

Notes: Net recovery rate and time to recovery are weighted means. Loans to SMEs and corporates subject to formal enforcement procedures, by country of enforcement; loans are weighted by the notional amount outstanding at the time of default. EBA underlying data are based on AnaCredit and dedicated bank data collections. Countries with fewer than 500 SMEs or ten corporate reported loans are excluded to ensure country averages are based on a sufficient number of observations. Dashed lines denote the cross-country medians. Observations are for the third quarter of 2023.

The proposed Regulation introduces fully digital and expedited liquidation procedures for solvent companies and establishes simplified insolvency arrangements for innovative start-ups. These include streamlined procedures and electronic auctions. These provisions can lower the administrative costs associated with corporate dissolution, improve procedural efficiency and increase the predictability of liquidation outcomes, reducing the uncertainty premium that investors currently attach to cross-border exposure. Faster and more transparent exit procedures may also lower the costs associated with business failure, facilitate entrepreneurial re-entry and improve the reallocation of capital and labour towards more productive uses. Armour and Cumming (2008) show that more efficient exit regimes have a positive effect on self-employment and firm entry rates, suggesting that improvements in exit efficiency feed back into the upstream decision to start and scale up high-risk ventures.

At the same time, the proposal leaves much of the European's broader exit environment unchanged. Here, the Regulation takes a more targeted approach

compared with the rest of the provisions discussed above, which are open to all firms opting to register as an EU Inc. The simplified insolvency framework applies only to innovative start-ups, leaving most firms subject to existing national regimes. Furthermore, insolvency procedures, creditor hierarchies and judicial processes largely continue to be governed by national legislation, implying that the considerable heterogeneity in recovery rates and resolution times is likely to persist.

At the other end of the firm life cycle, the proposal does not address obstacles that prevent successful firms from scaling up and exiting through public equity markets.

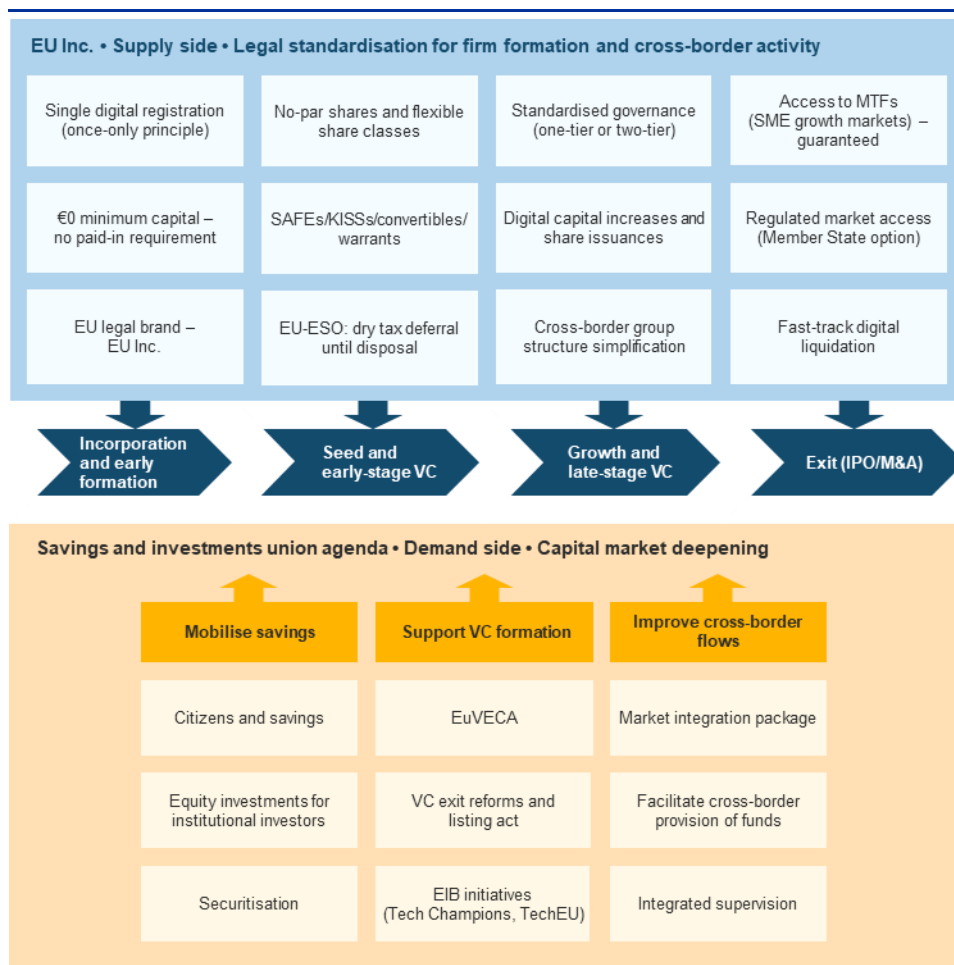
The proposal establishes access to multilateral trading facilities, which are particularly important for younger firms, but it does not provide an equally integrated pathway to regulated markets for firms that are maturing and require deeper pools of capital. Leaving such access to the competence of national law does not address fragmentation at the scale-up and exit stage, potentially constraining IPOs and weakening VC exit opportunities and valuations.

The financing provisions of EU Inc. complement the objectives of the savings and investments union more broadly.

EU Inc. seeks to reduce legal frictions that affect the ability of firms to access external equity by creating a harmonised corporate framework. The savings and investments union aims to mobilise savings and improve the allocation of risk capital by deepening and integrating capital markets. In this sense, EU Inc. supports the supply of investible corporate vehicles, while the savings and investments union seeks to expand the demand for cross-border investment.

Figure 3

Interactions between EU Inc. and the savings and investments union agenda



Source: ECB staff.

This complementarity is particularly evident in VC markets. By reducing legal transaction costs and standardising corporate financing instruments, EU Inc. lowers the barriers to cross-border investment and facilitates more integrated capital markets. However, its effectiveness ultimately depends on the availability of investors willing to deploy capital across borders. Conversely, a deeper and more integrated European capital market is likely to succeed when firms operate under a common corporate framework. This is especially true for alleviating the financing gap during the later stages of firm development in Europe, where opportunities are limited by fragmented public equity markets and relatively shallow secondary markets. EU Inc. and the savings and investments union should be seen as mutually reinforcing initiatives: one reduces company law fragmentation while the other expands the pool of capital to finance growth.

4 Conditions for the economic effectiveness of EU Inc.

EU Inc. will operate as an optional corporate regime alongside existing national company law frameworks.

Quantifying its macroeconomic impact is beyond the scope of this article, since its effectiveness will depend on firms' adoption decisions and complementary policy reforms. Nevertheless, International Monetary Fund simulations suggest that reforms reducing barriers to firm entry and improving insolvency frameworks can generate sizeable economic gains (Dizioli et al., 2026).

A first condition for success is that the regime remains sufficiently attractive to achieve broad market adoption.

The incentives for firms to adopt an EU Inc. are likely to differ across Member States. Adoption is likely to be highest where national legal frameworks remain comparatively restrictive or impose an administrative burden. The impact assessment conducted by the European Commission estimates that around 300,000 companies could adopt an EU Inc. over a ten-year horizon, resulting in administrative savings to firms of between €328 million and €440 million.¹⁴ These savings are expected to be driven primarily by simpler registration procedures, the once-only principle, the elimination of minimum share capital requirements and digitised closure procedures.

A second condition is consistent implementation across the EU. Although the Regulation establishes a common substantive company law framework, important aspects, such as registration procedures, administrative practices, dispute resolution and parts of the incorporation process, remain embedded in national legal systems. Divergent administrative practices or judicial interpretation could reduce legal certainty and weaken the harmonisation benefits. To address concerns related to enforcement and dispute resolution, the Commission suggests that Member States should consider setting up specialised judicial chambers dedicated to EU Inc. cases.

Third, EU Inc. should be complemented by broader Single Market reforms to support firms' growth and cross-border expansion. Taxation, labour market regulation including co-determination, insolvency and sector-specific legislation continue to be governed largely by national frameworks.¹⁵ While the proposal has the potential to reduce the company law dimension of fragmentation, it does not eliminate the broader regulatory complexity associated with operating across Member States. Its contribution to firms' scaling-up decisions will therefore depend on complementary progress in other areas, including the savings and investments union agenda. This potential is explored in Box 2.

Finally, the long-run impact of EU Inc. is likely to depend on self-reinforcing network dynamics. As adoption increases, investors, legal advisers, financial intermediaries and courts are likely to accumulate experience with a common

¹⁴ European Commission (2026), "Commission Staff Working Document – Impact assessment report accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the 28th regime corporate legal framework – 'EU INC'".

¹⁵ The Commission's approach partly reflects Treaty constraints: while company law harmonisation can be pursued through a Regulation under Article 114 of the Treaty on the Functioning of the European Union (TFEU) by qualified majority, several of the interacting domains, corporate taxation under Article 115 of the TFEU and certain aspects of labour law require unanimity in the Council of the European Union, making comprehensive cross-domain harmonisation politically and legally difficult to achieve in a single instrument.

corporate framework, reducing legal uncertainty, standardising contractual practices and further lowering transaction costs. The experience of the Delaware corporate law framework illustrates how these network effects can gradually transform an optional legal regime into a widely recognised market standard. It also highlights the importance of complementing legal harmonisation with specialised courts, accumulated legal expertise, deep capital markets and a unified federal legal environment.

Box 2

Next steps: constraints and pragmatic pathways

Prepared by Daphne Momferatou and Leo Orlygsson

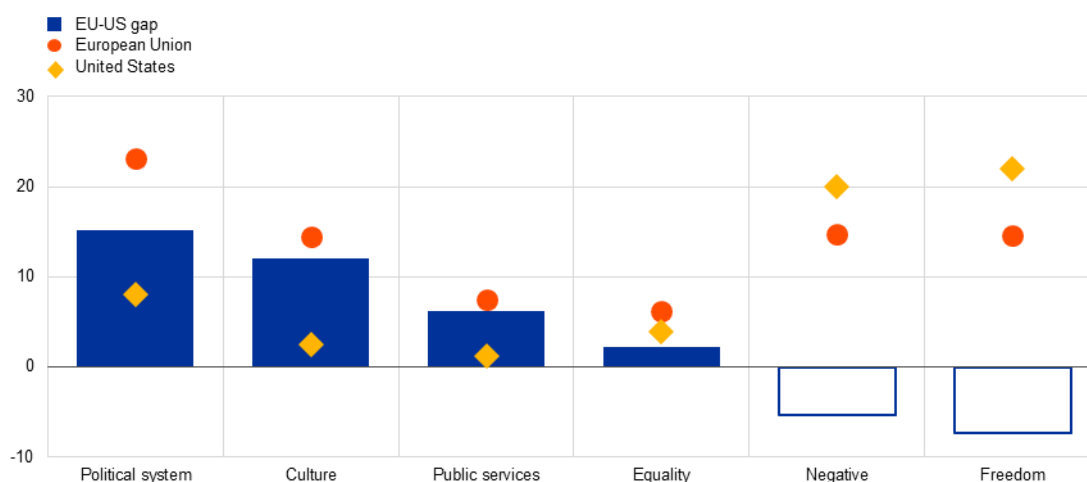
The European Commission's proposal is under discussion in the European Parliament and the Council of the European Union, with a final agreement expected by the end of 2026. Debates on the proposal and any future expansion beyond company law are likely to be shaped by broader societal and political preferences around risk-taking, taxation, labour markets and other sensitive issues.

Survey evidence suggests that Europeans attach greater value to their political systems and public services, while Americans place greater emphasis on freedom and opportunity (Chart A). Evidence on EU-US differences show that lower market participation in the EU points to lower risk tolerance, weaker trust in markets and gaps in basic financial literacy (Christelis et al., 2026). These preferences help explain differences in institutional frameworks, including the balance between stability, redistribution, regulation and support for entrepreneurial risk-taking. They also suggest that support for reforms involving significant social trade-offs is likely to vary across countries and stakeholders.¹⁶

Chart A

Sources of national pride in the European Union and the United States

(share of respondents mentioning what makes them proud of their country; percentage point difference between EU and US shares)



Sources: Pew Research Center and ECB calculations.

Notes: Responses to the Spring 2025 Pew Global Attitudes Survey. EU values are GDP-weighted averages across nine Member States (Germany, Greece, Spain, France, Italy, Hungary, Netherlands, Poland and Sweden). Positive values indicate higher shares in the EU than in the United States. The "Negative" category refers to answers expressing a lack of pride.

¹⁶ See also the relevant discussion in Wunsch and Langenus (2026).

A fully harmonised EU framework for company law is difficult to achieve. An optional regime available in parallel with the 27 existing national regimes therefore represents a pragmatic alternative, allowing firms to opt into a common framework while preserving national systems. Three complementary pathways could support its gradual development, including into areas which remain outside the scope of the proposal.

The first pathway is differentiated integration through enhanced cooperation or coalitions of those willing to cooperate among certain Member States.¹⁷ The unitary patent and the Unified Patent Court illustrate how an optional EU-wide framework can emerge where unanimity is otherwise difficult to achieve. For EU Inc., such cooperation could support adjacent modules such as specialised courts, standardised investment documentation and common reporting tools.

The second pathway involves regulatory experimentation through sandboxes or pilot regimes. For EU Inc., this could test whether harmonisation is effective, especially as regards regulation, before the regime is rolled out in full across the EU. The DLT Pilot Regime demonstrates how controlled experimentation with new market infrastructures can coexist with investor protection and financial stability objectives.¹⁸ The proposed EU Inc. framework for corporate law could also helpfully complement technological solutions across Member States.¹⁹ A similar approach to successfully implemented EU-wide sandboxes could be applied to taxation and labour law.

A third pathway is market-led convergence towards voluntary adoption. If EU Inc. proves attractive to young cross-border firms and investors, voluntary adoption could itself drive further integration. Competitive pressure may encourage national authorities to modernise their frameworks, allowing convergence to emerge through the independent adjustment of market practices rather than top-down harmonisation. Over time, this could promote wider convergence beyond firms directly using EU Inc.

5 Concluding remarks

The competitiveness challenge facing Europe is increasingly recognised as a scale-up and internationalisation challenge, but the company law dimension remains largely unaddressed. The coexistence of 27 national company law regimes means that firms expanding across the Single Market continue to face legal fragmentation in establishment, financing, governance and exit.

Against this backdrop, the proposed EU Inc. regime marks an important step towards greater harmonisation of company law. By introducing an optional common corporate framework, it has the potential to reduce legal fragmentation, lower transaction costs and improve the predictability of cross-border corporate

¹⁷ Enhanced cooperation is a formal EU Treaty-based mechanism allowing a group of EU Member States to adopt binding EU rules among themselves, whereas a coalition of the willing is an informal arrangement for cooperation outside a specific EU legal framework.

¹⁸ The ECB has welcomed the regime and its extension, but emphasises the need for a broader legal framework for tokenised assets. See [Keynote speech](#) by P. Cipollone at an event on “Building Europe’s integrated digital asset ecosystem: from vision to implementation” hosted by the House of the Euro.

¹⁹ In his keynote speech entitled “Building the rails for Europe’s tokenised financial markets”, P. Cipollone stressed that technological solutions alone cannot overcome legal fragmentation and highlighted the potential of progress that could be achieved with the underlying EU Inc. legal framework.

activity. It could therefore become an important part of a more integrated European business and investment landscape. However, its full economic benefits will depend on complementary progress under the Single Market and savings and investments union agendas, notably deeper capital market integration and further reductions in regulatory fragmentation.

Experience from other corporate law regimes suggests that the benefits of harmonisation extend beyond the legal text. The effectiveness of a common corporate framework depends on its formal design as well as the legal certainty, market practices and institutional experience that develop around it over time. The ultimate impact of the proposal will depend on whether the legislative process preserves a sufficiently harmonised framework and on whether it is implemented in a manner that is coherent enough to foster a recognised European corporate standard capable of supporting the growth of firms across the Single Market.

EU Inc. is not a silver bullet for the scale-up and internationalisation challenge facing Europe. As an optional regime, its economic impact will depend on the willingness of firms to adopt it and on consistent implementation across Member States. Moreover, the proposal deliberately focuses on company law, so it does not address complementary factors that determine the growth of firms, such as taxation and labour market regulation. Likewise, several constraints that become particularly relevant during the later stages of firms' development, such as broader insolvency frameworks, the depth of public equity markets and the availability of late-stage growth capital and judicial integration, fall largely outside the scope of the proposal. Negotiations on the EU Inc. regime are ongoing, with the Council of the European Union calling on the co-legislators to reach an agreement by the end of 2026.²⁰ The final text will help determine whether Europe can create an environment in which innovative firms not only start, but scale up, invest and remain in Europe.

References

- Adilbish, O.E., Cerdeiro, D.A., Duval, R.A., Hong, G.H., Mazzone, L., Rotunno, L., Toprak, H.H. and Vaziri, M. (2025), "[Europe's Productivity Weakness: Firm-level Roots and Remedies](#)", *Working Paper No. 2025/040*, International Monetary Fund, February.
- Alon-Beck, A. (2025), "[Incorporating Unicorns: An Empirical Analysis](#)", *Houston Law Review*, Vol. 62, Issue 5, pp. 891-952.
- Anaya Longaric, P., Bellinghausen, L., Parisi, L., Quaglietti, L. and van Overbeek, F. (2026), "[Assessing cross-border integration of equity markets in the euro area: evidence from a gravity model](#)", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB.

²⁰ The European Commission's proposal is currently being negotiated under the ordinary legislative procedure, with discussions ongoing in both the Council of the European Union and the European Parliament. The final text may therefore differ from the European Commission's proposal, as the co-legislators will form their own stance.

- Andrews, D., Criscuolo, C. and Gal, P.N. (2016), "[The Best versus the Rest: The Global Productivity Slowdown, Divergence across Firms and the Role of Public Policy](#)", *OECD Productivity Working Papers*, No 2016-5, OECD Publishing, Paris.
- Armour, J. and Cumming, D. (2008), "Bankruptcy law and entrepreneurship", *American Law and Economics Review*, Vol. 10, Issue 2, pp. 303-350.
- Baumann, A., Gati, Z., Vinci, F., Wolf, G. (2026), "[Europe's venture capital gap and the financing of high-growth firms](#)", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB.
- Bernasconi, R., Cordemans, N., Gunnella, V., Pongetti, G. and Quaglietti, L. (2025), "[What is the untapped potential of the EU Single Market?](#)", *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB.
- Bothner, J., Lopez-Garcia, P., Momferatou, D. and Setzer, R. (2026), "[Why is Europe lagging behind in high tech sectors? The role of institutional and regulatory quality](#)", *Working Paper Series*, No 3185, ECB.
- Broughman, B., Fried, J. M. and Ibrahim, D. (2014), "Delaware Law as Lingua Franca: Theory and Evidence", *The Journal of Law and Economics*, Vol. 57, No 4, pp. 865-895.
- Böninghausen, B., Evrard, J., Gati, Z., Gori, S., Lambert, C., Legran, D., Schuster, W.E. and van Overbeek, F. (2025), "[Should we mind the gap? An assessment of the benefits of equity markets and policy implications for Europe's capital markets union](#)", *Occasional Paper Series*, No 373, ECB.
- Cary, W. L. (1974), "[Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware](#)", *The Yale Law Journal*, Vol. 83, No 4, pp. 663-705.
- Cipollone, P. (2026), "[Building the rails for Europe's tokenised financial markets](#)", keynote speech at an event on "Building Europe's integrated digital asset ecosystem: from vision to implementation" hosted by the House of the Euro, Brussels, 23 March.
- Coatanlem, Y. and Coste, O. (2025), "[Cost of Failure, Disruptive Innovation and Targeted Flexicurity: more evidence supporting targeted reforms](#)", *IEP@BU Working Paper Series*, Bocconi University.
- Christelis, D., Georgarakos, D., Jappelli, T., Kenny, G. and Meyer, J. (2026), "[Stockholding in Europe: Evidence from the Consumer Expectations Survey](#)", *Working Paper Series*, No 3239, ECB.
- Christelis, D., la Franca, I., Georgarakos, D., Jappelli, T., Kenny, G. and Meyer, J., (2026), "[Why do euro area consumers \(not\) invest in stocks?](#)", *SUERF Policy Brief*, No 1518, SUERF.
- CompNet (2025), "[Firm Productivity Report](#)", April.

Dizioli, A., Fotiou, A. and Garrido, J.M. (2026), “[Toward a 28th European Enterprise Regime: A Single Rulebook to Enable Cross-Border Scale-Up in Europe](#)”, *Departmental Paper Series*, No 2026/014, International Monetary Fund.

Draghi, M. (2024), “[The future of European competitiveness](#)”, European Commission, September.

European Banking Authority (2025), “[Call for advice for the purposes of benchmarking of national loan enforcement frameworks \(Final report\)](#)”, October.

European Investment Bank (EIB) (2026a), “[Drivers of relocation by innovative EU startups and scaleups](#)”.

European Investment Bank (EIB) (2026b), “[EIB Investment Report 2025/2026](#)”.

Eurosystem work stream on productivity, innovation and technological progress (2021), “[Key factors behind productivity trends in EU countries](#)”, Occasional Paper Series, No 268, ECB.

Fedotenkov, I. and Vandeplas, A. (2026), “[Demographic Change and Business Dynamics in the EU](#)”, *European Economy Discussion Papers*, No 251, European Commission.

Fuest, C., Gros, D., Mengel, P.-L., Presidente, G. and Tirole, J. (2024), “[EU Innovation Policy: How to Escape the Middle Technology Trap](#)”, ifo Institute.

Gelter, M. (2017), “Centros, the Freedom of Establishment for Companies and the Court’s Accidental Vision for Corporate Law”, in F. Nicola and B. Davies (eds.), *EU Law Stories: Contextual and Critical Histories of European Jurisprudence*, Cambridge University Press, pp. 309-337.

Klepper, S. (1996), “Entry, Exit, Growth, and Innovation over the Product Life Cycle”, *American Economic Review*, Vol. 86, No 3, pp. 562-583.

Letta, E. (2024), “[Much more than a market – Speed, Security, Solidarity: Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU citizens](#)”, April.

OECD (2021), “[Understanding Firm Growth: Helping SMEs Scale Up](#)”, *OECD Studies on SMEs and Entrepreneurship*, OECD Publishing, Paris.

OECD (2026), “[OECD Compendium of Productivity Indicators 2026](#)”, OECD Publishing, Paris.

Schnabel, I. (2026), “Made in Europe”, speech at a lecture in memory of Eugen Böhm von Bawerk, Österreichische Akademie der Wissenschaften, Vienna, 11 February.

Whitehead, C.K. (2025), “Delaware’s Agency Problem”, *Cornell Legal Studies Research Paper Series*, No 25-25, Cornell University Law School, August.

Weik, S., Achleitner, A.K. and Braun, R. (2024), "Venture capital and the international relocation of startups", *Research Policy*, Vol. 53, Issue 7.

Wunsch P. and Langenus G. (2026), "[Eurosclerosis 2.0 in a Changing World: From Repetition to Rupture](#)", *Policy Paper*, Nationale Bank van België/Banque nationale de Belgique.

Defence spending and its short and longer-term macroeconomic effects

Prepared by Cristina Checherita-Westphal, Marta Rodríguez-Vives, Tibor Lalinský and Miles Parker

1 Introduction

Most European countries have committed to substantially increasing their spending on defence over the coming decade. This trend is underpinned by efforts towards reaching a higher target for defence spending by the North Atlantic Treaty Organization (NATO) and by recent European initiatives aiming to accelerate investment in defence and strengthen Europe's strategic autonomy. At the June 2025 NATO summit, NATO member countries committed to spending 5% of GDP annually by 2035. At the July 2026 NATO summit, its member countries reaffirmed both that spending commitment and their support for Ukraine. The target of 5% of GDP consists of 3.5% core defence spending and 1.5% of GDP that can be devoted to other defence and security-related activities.

Most European countries significantly reduced their defence spending over the past three decades, following the end of the Cold War. This reallocation of public resources supported other policy priorities. However, it has also contributed to underinvestment in defence capabilities, a fragmented EU defence technological and industrial base (EDTIB) and a growing dependence on non-EU (primarily US) suppliers for critical military systems. Such fragmentation implies significant economic costs through duplicated procurement, limited economies of scale and reduced incentives for innovation capacity. Rebuilding defence capacities and strengthening the EDTIB will require sustained funding, greater coordination across EU Member States and more integrated procurement strategies.

Several EU-wide initiatives now support growth in defence spending and the EDTIB. The Readiness 2030 plan was launched by the European Commission in March 2025. First, the plan supports an increase in defence spending at the national level. Accordingly, under the Stability and Growth Pact (SGP), the activation of the national escape clauses (NECs) allows EU Member States to increase investment and other defence spending beyond previously agreed limits. The deviation is limited to a maximum of 1.5% of GDP during the period 2025-28 and is conditional on preserving medium-term debt sustainability. Second, the plan includes the Security Action for Europe (SAFE) instrument, with a total capacity of €150 billion, to provide loans to EU Member States to foster defence investments through common procurement. Third, the Readiness 2030 plan tasks the European Investment Bank with widening and scaling up the scope of its lending for defence and security projects. Finally, several other EU initiatives are boosting security assistance for

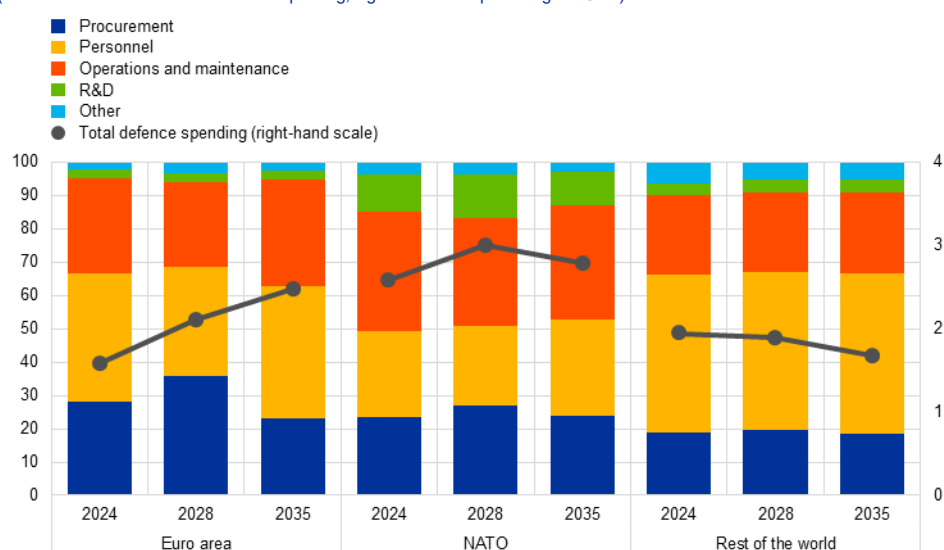
Ukraine. They may not have a direct impact on the euro area economy, but may contribute indirectly to improved security and military capability in Europe.¹

Aggregate euro area spending on defence could increase by almost 1 percentage point of GDP over the next decade and reach 2.5% of GDP in 2035, according to JANES budget database.² A breakdown by type of expenditure shows that in the medium term procurement will likely drive the increases in spending, while over longer horizons spending on personnel as well as on operations and maintenance are expected to dominate (Chart 1). Investment in defence research and development (R&D) in the euro area is marginal, in contrast to the expected contribution for the whole of NATO.

Chart 1

Defence spending trends by expenditure type (2024-35)

(left-hand scale: shares of total defence spending; right-hand scale: percentage of GDP)



Sources: JANES database and ECB staff calculations.

Notes: The euro area aggregate excludes Malta and Cyprus. The NATO aggregate excludes the non-NATO euro area countries Austria, Cyprus, Ireland and Malta. "Rest of the world" excludes the NATO member countries. Based on JANES data. R&D stands for research, development, testing and evaluation.

Higher defence spending in Europe has several macroeconomic implications.

Military spending affects economic output through three principal channels: demand, supply and security (Dunne et al., 2005). In the short to medium run, government spending on infrastructure, military personnel and defence materiel stimulates domestic demand. The extent to which this affects economic activity depends, among other factors, on the degree to which the spending remains within the

¹ See European Commission (2025), "Commission unveils the White Paper for European Defence and the ReArm Europe Plan/Readiness 2030", *press release*, 19 March, and subsequent documentation. More recently, the European Council approved legislation underpinning a €90 billion loan to Ukraine. See European Council (2026), "Council finalises €90 billion support loan to Ukraine", *press release*, 23 April. This loan will be financed through EU borrowing on the capital market, which will be backed by the EU budget headroom.

² JANES defence budget (JDB) database is a commercial database that provides defence budget data and projections for 112 countries for 2005-36. Whenever possible, JDB uses budget data from official government sources: ongoing and announced programmes, white papers, defence strategies, funding announcements, and ten-year forecasts based on equipment replacement cycles. Box 1 only compares the official COFOG data and those from the NATO database.

domestic economy. In the longer term, defence spending can increase aggregate supply by increasing the economy's capital stock and encouraging innovation and technological development. Finally, greater domestic security can help alleviate the negative effects of geopolitical uncertainty on consumption and investment (Brignone et al., 2026). In what follows, Section 2 takes stock of defence spending in the euro area countries and discusses defence spending statistics. Section 3 shifts to the short and medium-term macroeconomic effects of increased defence spending, focusing on the horizon of the Eurosystem staff macroeconomic projections. Finally, Section 4 considers the longer-run influences on the supply side and economic growth.

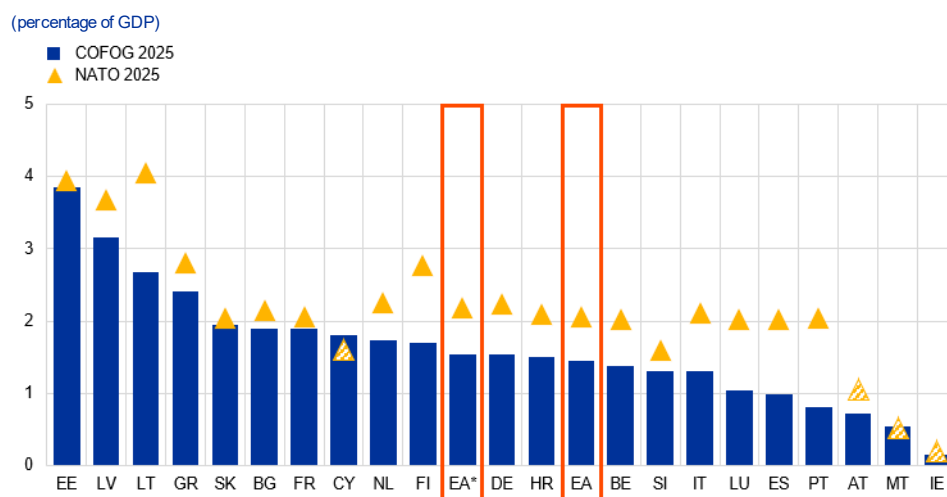
2 Cross-country comparison of defence spending in the euro area

Defence spending as a share of GDP increased in most European countries in 2025 compared with 2024, although only four euro area countries are above 2% (Chart 2). Classification of the Functions of Government (COFOG) data on defence expenditure are the key reference for analysing how much governments spend on defence using national accounts. It is also the metric used in the European fiscal framework for assessing the activation of the NECs. According to these data, among the euro area countries that are NATO members, the Baltic countries and Greece spent more than 2% of GDP on defence in 2025, while Slovakia, Bulgaria and France were close to that threshold. By contrast, the expenditure of non-NATO euro area countries continued to be low (e.g. Ireland 0.1% of GDP or, equivalently, 0.3% of GNI*,³ Malta 0.5% of GDP and Austria 0.7% of GDP) except for Cyprus, which spent 1.8% of GDP. Compared with 2024, the estimated euro area aggregate increased slightly by 0.1 percentage points to almost 1.5% of GDP in 2025. The estimated average for 2025 is slightly higher than 1.5% of GDP when taking into account only NATO member euro area countries.

³ Modified gross national income (GNI*) is an indicator published by Ireland's Central Statistics Office designed to measure the size of the Irish economy by excluding globalisation effects. It subtracts the depreciation on intellectual property, the depreciation on leased aircraft and the net factor income of redomiciled public limited companies from headline GNI.

Chart 2

Defence spending across COFOG and NATO data sources



Sources: Eurostat (2026b, April), NATO (July 2026) and European Defence Agency.

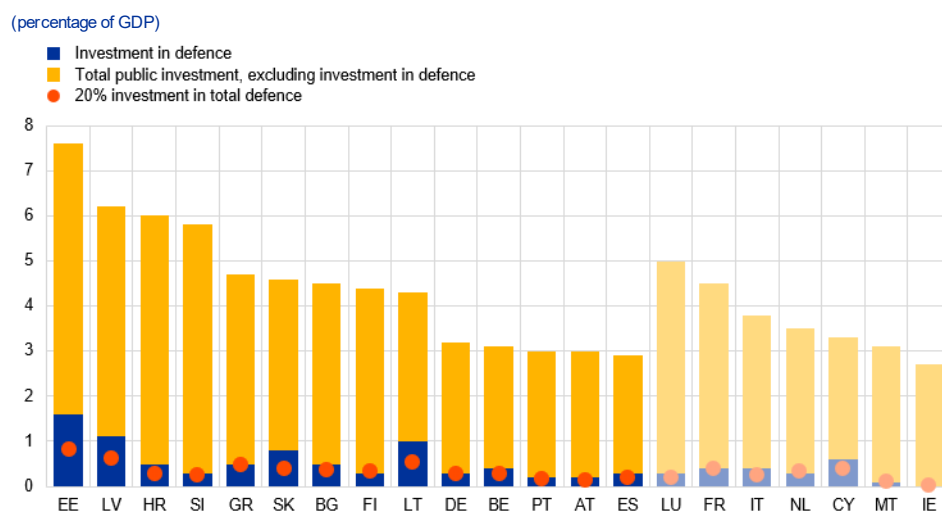
Notes: The European Defence Agency (EDA) collects data from the defence ministries of all EU Member States and some non-EU countries, regardless of NATO membership. The ordering of countries is according to COFOG defence spending as a share of GDP in 2025. For Ireland, Spain and the Netherlands, the 2025 COFOG data shown are proxied by 2024 COFOG data and the growth in defence investment over 2024-25. For Italy and Cyprus, the 2025 COFOG data shown are proxied by 2023 COFOG data and the growth in defence investment over 2023-25. For the non-NATO EU Member States, 2025 NATO defence spending is approximated by the latest available EDA defence spending data for 2025 and marked by the patterned yellow triangles. There are two estimated euro area aggregates displayed: euro area (EA) contains all 21 countries, while euro area* (EA*) only contains the NATO member euro area countries.

The defence spending-to-GDP ratios have increased for most euro area countries according to NATO data.

The differences between the COFOG and NATO databases arise from several factors, as explained in Box 1. The differences between the two data sources generally widened in 2025, which may have been driven by timing differences in the recording of major purchases of equipment. For example, COFOG 2025 data show a ratio of 1.5% of GDP for Germany in 2025, whereas NATO data indicate 2.2% of GDP. All the euro area NATO member countries, except Slovenia, have already reached 2% of GDP in defence spending according to the NATO measure. Hence, the estimated euro area NATO aggregate was close to 2.2% of GDP in 2025 (and at 2.0% of GDP for the aggregate across all euro area countries).

For most euro area countries, public investment in defence increased in 2025 and represented more than 20% of the defence budget (Chart 3).

Expenditure on defence is mostly allocated to compensation of employees, followed by intermediate consumption and investment, with the composition being rather stable over time. After limited change in 2024, however, in 2025 most euro area countries reported a growing defence investment-to-GDP ratio. Overall euro area aggregate defence investment spending increased by 0.3 percentage points of GDP relative to 2024. Moreover, in 2025 most euro area countries allocated more than 20% of their defence budget to investment. Although in most euro area countries defence investment accounts for a relatively low share of total public investment, it is becoming both a more structural component and more relevant for Europe's long-term growth and fiscal strategy. Over time, this may also lead to higher current expenditure (intermediate consumption) due to the specific costs associated with maintaining a higher stock of military equipment.

Chart 3**Public investment and investment in defence in 2025**

Source: Eurostat (2026b, April).

Notes: The ordering of countries is according to total public investment spending (P.51G) as a percentage of GDP in 2025. Investment in defence is defined in the SGP as gross fixed capital formation (P.51G). The euro area countries are grouped into countries that have activated the national escape clause (NEC; bars on the left) and non-NEC countries (lighter bars, on the right).

Box 1**Understanding defence spending statistics**

Prepared by **Marta Rodríguez-Vives**

Assessing the recent increase in defence spending is not straightforward, as different statistical frameworks coexist. The two most widely used sources are the national accounts-based COFOG and NATO defence expenditure statistics. While both are broadly similar in scope, aiming to capture resources devoted to defence, they differ in terms of accounting principles and statistical objectives.

COFOG defence spending (division 02) provides a functional classification of government expenditure within the European System of Accounts (ESA 2010) and is therefore the preferred framework for analysing the role of defence spending in public finances and fiscal policy in the EU. NATO statistics, by contrast, are designed to monitor defence efforts and military capabilities across Alliance members and follow a slightly broader concept. NATO figures for defence expenditure are hence generally higher than those for COFOG defence spending (see Eurostat, 2026a, 2026b). Several factors explain the discrepancies between the two measures.

1. NATO expenditure is largely recorded on a cash basis, whereas national accounts follow the accrual accounting principle: expenditure is recorded when economic ownership changes, not when payments are made. This can generate substantial differences in individual years during re-arming periods, when large military procurement projects with long delivery times are ongoing. However, the cash-accrual discrepancies will tend to diminish in the long run once ownership has been fully transferred.

2. The scope of core defence expenditure is broader under NATO's 3.5% of GDP commitment. Notably it includes military pensions, healthcare spending for military personnel, and other defence and security-related costs. In national accounts, pensions for military employees are recorded under social protection (COFOG category 10) and healthcare for military personnel under health (COFOG category 07).
3. A more significant challenge arises from NATO's additional 1.5% of GDP commitment, for which there is no single equivalent COFOG category. The component "other defence and security-related expenditure" includes protection of critical infrastructure, defence networks, civil preparedness and resilience, innovation, and strengthening the defence industrial base. In national accounts, this expenditure is distributed across several COFOG functions, notably general public services (category 01), public order and safety (category 03) and economic affairs (category 04).
4. Another statistical clarification concerns defence capabilities, as the composition of spending is at least as important as its aggregate level. Compensation of employees and intermediate consumption – covering the goods and services used in the day-to-day provision of defence services, such as fuel, maintenance and repair, logistics and other operational inputs – primarily contribute to maintaining existing capabilities. By contrast, capital formation reflects the accumulation of assets that expand or modernise defence capabilities. In national accounts (Table A), government investment in defence (P51G) comprises gross fixed capital formation classified under COFOG division 02 (Defence), including military weapon systems and military infrastructure.⁴ However, a significant component of military capability-building may be recorded under changes in inventories (P52). Ammunition, missiles, rockets, bombs and other single-use military items are not treated as fixed assets in national accounts. Rather, they are treated as inventories until they are used and afterwards classified as intermediate consumption. Excluding inventories would underestimate the resources devoted to strengthening defence capabilities in the current geopolitical environment. As highlighted by the European Commission (2025), capital formation captures long-term investments in military capabilities. It covers not only military infrastructure and weapon systems, such as aircraft, warships and tanks, but also the accumulation of ammunition and missile inventories. For this reason, and as shown in Table A, future analysis of defence investment could focus on gross capital formation (P5) rather than on gross fixed capital formation (P51G) alone, as the former provides a more comprehensive measure of the resources devoted to strengthening military capabilities.
5. Finally, COFOG and NATO rely on different sources for the GDP denominator.

⁴ According to ESA 2010 (paragraph 20.190), military weapon systems comprise vehicles and other equipment – such as warships, submarines, military aircraft, tanks and missile launchers – that are used continuously for more than one year to provide defence services.

Table A

Defence expenditure in national accounts: which components relate to military capacity?

Component (ESA code)	Examples	Relevance for capacity building
Compensation of employees (D1)	Military salaries and allowances	Maintains existing forces
Intermediate consumption (P2)	Fuel, maintenance costs, logistics, training	Supports operational readiness. Training is important for current and future military capabilities.
Social benefits (D62)	Military pensions and related benefits	Limited direct impact on current capabilities
Gross fixed capital formation (P51G)	Aircraft, warships, tanks, military infrastructure, weapon systems	High
Changes in inventories (P52)	Ammunition, missiles, rockets, bombs, spare military supplies	High
Gross capital formation (P5 = P51G + P52)		Best measure of investment in future military capabilities

Source: Authors, based on ESA 2010.

3 Fiscal and macroeconomic implications of rising defence spending over the short and medium term

The additional euro area defence spending since the Munich Security Conference in early 2025 is incorporated in the June 2026 Eurosystem staff projection baseline, and reaches 1.5% of GDP cumulatively over 2025-28 (Chart 4, panel a). This spending includes military support to Ukraine (0.24% of GDP cumulatively over 2025-28). The estimates have been revised upwards by about 0.4 percentage points compared with the Eurosystem staff's first estimate in the June 2025 projections.⁵ In part, this reflects more countries specifying new defence plans in enough detail to be incorporated into the staff projection baseline. Germany continues to account for the bulk of these new measures, including most support for Ukraine. Purely in terms of additional national defence spending, which is relevant for assessing the direct macroeconomic impact, Germany accounts for somewhat more than 70% of the total incorporated in the June 2026 projection baseline. Only the Baltic countries rank higher on defence spending as a share of GDP. The majority of the additional national spending over the period 2025-28, at the euro area aggregate level and in most countries, relates to investment (71%). The rest is mostly for government consumption, tilted more towards intermediate consumption (21%) than personnel expenditure (6% ; Chart 4, panel b).

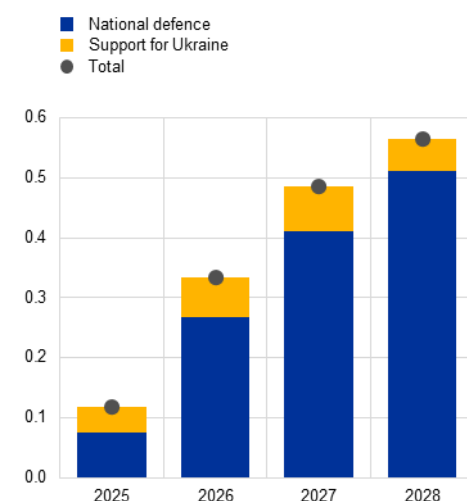
⁵ For an overview, see Checherita-Westphal et al. (2025).

Chart 4

Additional defence spending incorporated in the Eurosystem staff projections baseline since the Munich Security Conference (early 2025), euro area aggregate

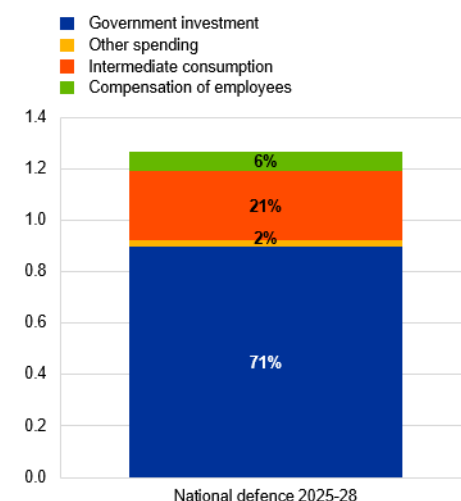
a) Amount of additional defence spending

(percentage of GDP)



b) Composition of additional national defence spending

(vertical axis: percentage of GDP; bars: percentage share of components in national defence spending)



Sources: Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, June 2026 and ECB calculations.

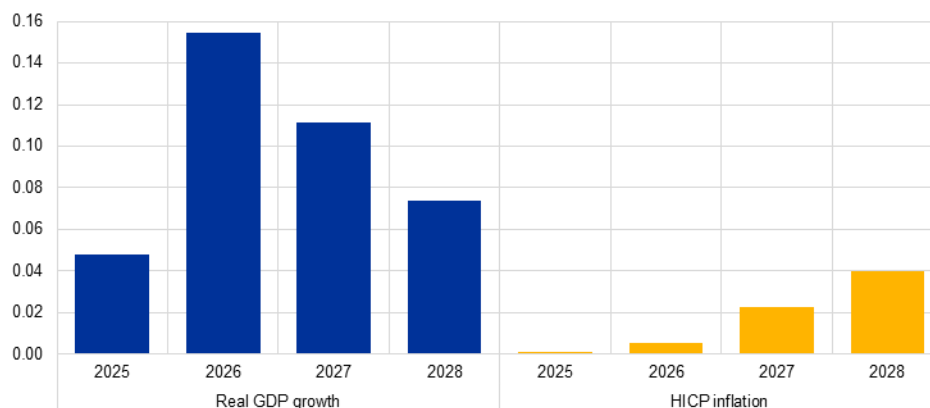
In terms of macroeconomic impact, defence spending is a notable driver of euro area growth over the projection horizon, while the inflation impact is projected to be muted (Chart 5). The additional defence spending incorporated in the baseline since the Munich Security Conference is estimated to increase real GDP growth by 0.4 percentage points cumulatively over 2025-28, with a peak effect in 2026.⁶ While increasing towards the end of the horizon, the expected impact on euro area inflation is limited and less than 0.1 percentage points cumulatively over 2025-28. This result primarily reflects the projected composition of the additional defence spending (mostly on capital with a low share of personnel spending, which tends to have limited inflationary effects as shown in Box 2, part 2).

⁶ The impact on real GDP "growth" is determined by the annual change in the additional spending for each year and is hence lower in cumulative terms than the impact on the real GDP "level".

Chart 5

Macroeconomic effects of the additional national defence spending on the Eurosystem projection baseline, euro area aggregate

(percentage points)



Sources: Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, June 2026 and ECB calculations.

Notes: The macroeconomic effects are aggregated at the euro area level based on country-specific estimates using simulation models provided by the Eurosystem's national central banks. They are expressed as a percentage point deviation from a baseline without the additional defence spending, keeping monetary policy, exchange rate and financial spreads fixed at their baseline values. The fiscal shocks used in model simulations are calculated in marginal terms (corresponding to the annual change in the national defence spending component shown in Chart 4, panel a). HICP stands for Harmonised Index of Consumer Prices.

The baseline estimates are subject to uncertainty. The risks to the baseline are, overall, assessed to be tilted towards higher defence spending (see Box 2, part 1). Furthermore, the relatively high growth but low inflation impact of the additional defence spending over the Eurosystem projection horizon and beyond is contingent on several factors. In particular, the impact hinges on the response of the supply side and whether, in future, spending on capital will increase relative to spending on personnel (see the next section and the analysis in Box 2, part 2). Other factors, such as the expectations of households and firms, will also play a role. In the euro area, households' expectations about the impact of defence spending on the economy and their financial wellbeing are closely linked to their beliefs about how such spending will be financed and their country's level of public debt (see Baumann et al., 2025).⁷ Finally, there is also considerable estimation uncertainty regarding the GDP fiscal multipliers of defence spending with respect to, among other factors, the composition of spending, the timing of announcements, and transmission mechanisms (see the empirical analysis in Box 2, part 2).⁸

⁷ The study uses data from the ECB Consumer Expectations Survey conducted in May 2025. While the overall impact of different defence spending beliefs on expectations remained limited, most households surveyed expected inflation to increase somewhat in response to higher defence spending, while their expectations about the impact on growth were more varied and broadly pessimistic.

⁸ Beyond the factors discussed in Box 2, multipliers depend on other factors. GDP multipliers tend to be lower when monetary policy is active (in response to the increase in inflation) and higher during recessions or when fiscal space is ample. See Bokan et al. (2025) for a recent model-based analysis for the euro area, and Ilizetzi (2025), Checherita-Westphal and Særkjær (2025) for recent reviews of the empirical literature.

Box 2

The macroeconomic effects of defence spending beyond the projection baseline: model-based scenario analysis and empirical evidence

Prepared by Cristina Checherita-Westphal, Georg Müller and Laust Særkjær

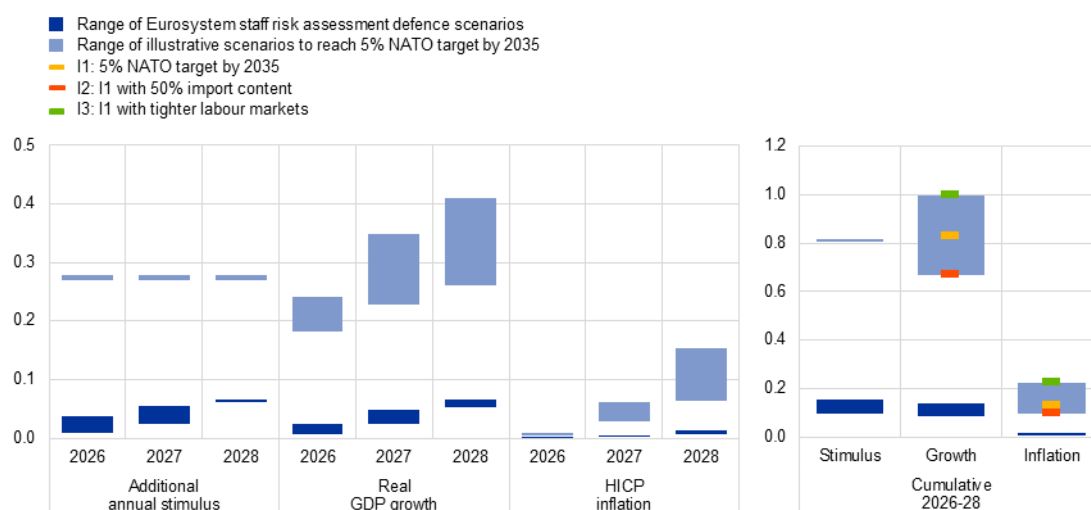
1. Scenario analysis of risks to the euro area June 2026 projection baseline from higher defence spending

First, Eurosystem staff assessed the risks of additional defence spending over 2026-28 as stemming mostly from government announcements that were insufficiently detailed to be included in the baseline at the cut-off date of the June 2026 projections. Such risks, based on country-specific expert judgement, were found to be limited at the euro area aggregate level (Chart A, dark blue bars). Staff also assessed the likely composition of such additional defence spending (tilted towards government investment) and its possible financing through higher taxes and/or cuts in other spending (assessed as being limited). Macroeconomic simulations of such risk scenarios indicate that the cumulated real GDP growth effects would be limited to below 0.1 percentage points over 2026-28, while the inflation impact would be negligible.

Chart A

Scenario analysis of risks to the euro area projection baseline from higher defence spending over 2026-28

(percentage points of GDP and percentage point deviation from the baseline)



Source: ECB staff calculations based on Eurosystem staff risk assessments in the context of the June 2026 projections.

Notes: HICP stands for Harmonised Index of Consumer Prices. The left-hand panel shows the calibration and the effects of scenario ranges on an annual basis, while the right-hand panel shows them in cumulative terms over 2026-28 for three illustrative scenarios (I1-I3). The range of the dark blue bars is given by the scenarios for additional defence spending both with compensatory financing measures (assessed as being limited) and without (fully debt-financed). In the illustrative scenarios (light blue bars), the fiscal shock from scenario I1 (gradually increasing defence spending to reach the 5% of GDP NATO target at euro area level by 2035) is calibrated without compensatory measures (full debt financing). The range of macroeconomic results is based on simulations with the ECB's main euro area projection model (ECB-BASE), keeping monetary policy, exchange rate and financial spreads fixed at their baseline values.

Second, illustrative risk scenarios considered higher additional defence spending to reach the 5% of GDP NATO target at euro area level by 2035. These scenarios could yield more significant growth effects (between 0.7 and 1 percentage points cumulatively over 2026-28). The impact on inflation, albeit increased, would remain limited over the projection horizon (Chart A, light blue bars). The range of macroeconomic effects depends on various assumptions on the underlying parameters. In particular, increasing the import content of public spending from a 19% average benchmark value

(in the central scenario I1) to 50% (scenario I2) lowers the growth effect by about 0.2 percentage points cumulatively, with milder impacts on inflation. Higher labour market tightness (scenario I3) leads to a larger inflation impact owing to higher wage pressures (while also boosting the estimated growth impact due to an increase in households' disposable income). Finally, the estimates in these illustrative scenarios can be regarded as upper limits. The analysis abstracts from possible financial market tensions if government debt ratios are not put on a declining path over the medium term in line with the requirements of the Stability and Growth Pact, particularly in the highly indebted euro area countries (see Bouabdallah et al., 2025 for more detailed analyses on the sustainability implications).

2. Empirical analysis of the macroeconomic effects of defence spending across EU Member States over 1999-2025

This part complements the model-based results above with an empirical analysis across EU Member States drawing from Checherita-Westphal and Særkjær (2026). It contributes to the empirical literature in several ways. First, it goes beyond GDP multipliers, which are the focus of most empirical studies, to investigate in detail the price effects of defence spending. Second, in exploiting Eurostat's COFOG functional classification of government expenditure (see Box 1), the analysis aims at improving the estimation of the timing of the fiscal “shock” to account for the fact that purchases of large military equipment are only recorded as defence spending upon delivery – and therefore with a lag. To this end, it adjusts the capital component of COFOG defence spending data using a country-specific “delivery time delay” proxy constructed based on the SIPRI Arms Transfers Database.⁹ Third, the analysis captures very recent developments in the EU Member States' defence build-up by using defence spending data up to and including 2025, as available.

The analysis finds that aggregate defence spending generates a cumulative GDP multiplier of around unity at its peak, which occurs later and is more prolonged in the “adjusted” specification (Chart B, left panel). Price effects are positive and statistically significant, with GDP deflator growth effects higher than inflation according to the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP). This reflects the fact that defence-specific cost pressures go beyond pressures on consumer prices and are more directly captured through government spending deflators (Chart B, middle and right panels). The cumulative HICP inflation effect after a 1% of GDP increase in defence spending peaks at 1.3 percentage points in the third year in the “adjusted” specification, where the effects are stronger than in the unadjusted one. Nonetheless, as shown below, this relatively high impact on inflation depends heavily on the composition of defence spending. Larger delivery delays than the historical norm in a situation of high demand for military equipment and supply constraints would mean a more delayed peak in GDP effects and an earlier and higher onset of inflation. Finally, the GDP effects are surrounded by substantial uncertainty, as indicated by the wide confidence bands.

⁹ This dataset records the order date and actual delivery year for all international transfers of major conventional weapons since 1950. Based on these data, the analysis estimates country-specific procurement delivery lags for capital-relevant categories such as aircraft, ships and armoured vehicles at up to four years, with a median for the sample at two years.

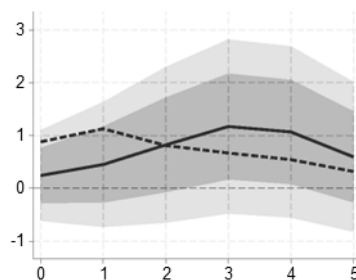
Chart B

Impact of total defence spending and propagation channels

Defence spending with “adjusted” capital (dashed line: unadjusted)

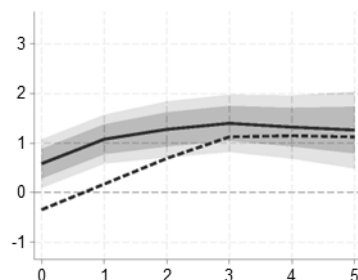
GDP

(y-axis: percentage deviation from trend GDP; x-axis: horizon in years)



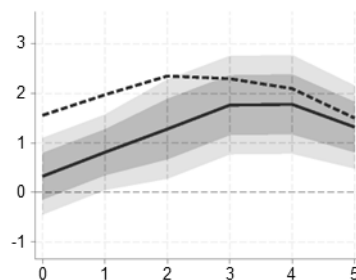
HICP inflation

(y-axis: percentage points; x-axis: horizon in years)



Deflator growth

(y-axis: percentage points; x-axis: horizon in years)



Source: Authors' calculations.

Notes: Estimates for the sample of 27 EU Member States for 1999 to 2025 estimated dynamically using the Panel Local Projection method of Jordà (2005). The panels show cumulative effects over a five-year horizon after a 1% of trend GDP increase in defence spending (the fiscal shock occurs in year 0). The cumulative GDP multiplier follows the specification of Ramey and Zubairy (2018). The GDP variable is expressed in real terms and is normalised to lagged trend GDP. The baseline includes a range of lagged control variables as well as country and time fixed effects. The levels indicated by the confidence bands are: grey 68%; light grey 90%.

The macroeconomic effects and the propagation channels depend on the type of defence spending (Chart C). Capital defence expenditure is the primary source of GDP increases, whereas higher personnel spending generates relatively stronger deflator effects. Personnel spending, which has the largest share in total defence spending (over 50% in our sample), mostly acts through increasing households' consumption while crowding out private investment. Its very large effect on the GDP deflator growth on impact (at time 0 when the shock occurs) in part reflects a direct effect on the government consumption deflator through the channel of higher public wages. Both capital and personnel spending contribute to a deterioration in the trade balance. For capital spending, as opposed to personnel costs, there is no evidence for crowding out of private investment (crowding-in effects, while not statistically significant in the full sample, are strong if outlier observations are excluded).

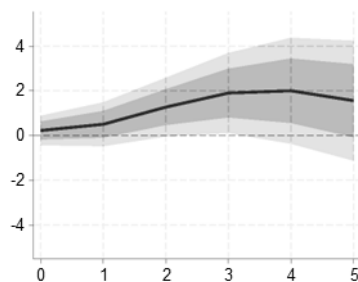
Chart C

Breaking down total defence spending: the impact of capital and personnel spending

a) Cumulative impact of “adjusted” capital spending

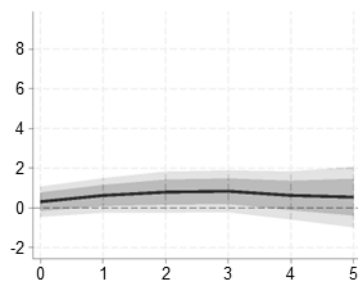
GDP

(y-axis: percentage deviation from trend GDP; x-axis: horizon in years)



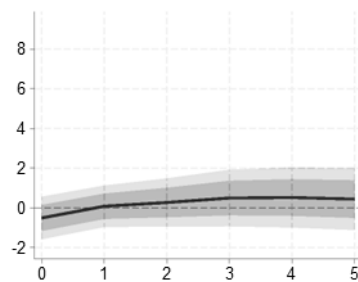
HICP inflation

(y-axis: percentage points; x-axis: horizon in years)



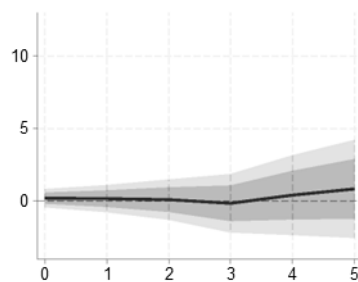
Deflator growth

(y-axis: percentage points; x-axis: horizon in years)



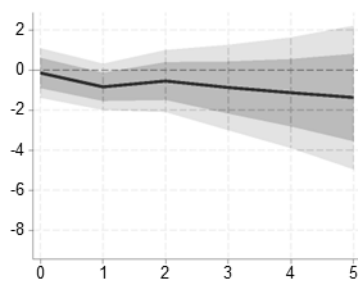
Household consumption

(y-axis: percentage of trend GDP; x-axis: horizon in years)



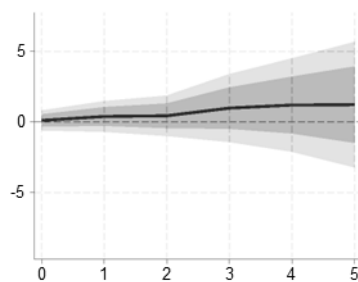
Net exports

(y-axis: percentage of trend GDP; x-axis: horizon in years)

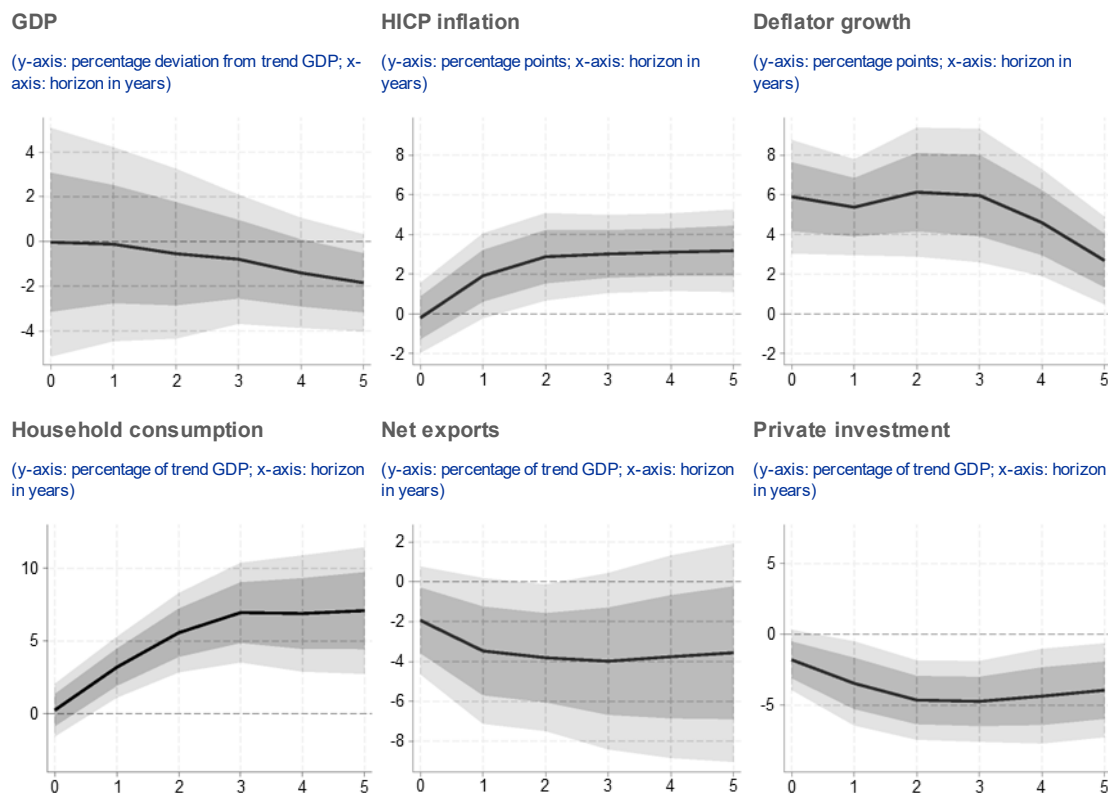


Private investment

(y-axis: percentage of trend GDP; x-axis: horizon in years)



b) Cumulative impact of personnel spending



Source: Authors' calculations.

Notes: The estimates for the sample of 27 EU Member States from 1999 to 2025 were prepared using the Panel Local Projection (LP) method of Jordà (2005). The panels show cumulative effects over a five-year horizon after a 1% of trend GDP increase in defence spending (fiscal shock in year 0). The cumulative GDP multiplier follows the specification of Ramey and Zubairy (2018). GDP and all other variables, apart from inflation and GDP deflator growth, are expressed in real terms and normalised to lagged trend GDP. The baseline includes a range of lagged control variables as well as country and time fixed effects. The levels indicated by the confidence bands are: grey 68%; light grey 90%.

4 Longer-term impact on output and productivity

Defence spending can boost longer-term economic activity and productivity if it brings about structural change, notably through delivering economies of scale, reallocating current production as well as creating technological spillovers to civilian production. There are productivity benefits arising from economies of scale, learning by doing and technological spillovers (see Ilzetzki, 2025). The size of such productivity gains depends on the type and location of spending as well as a number of structural factors. Defence equipment usually involves high-tech manufacturing, so higher domestic defence production can improve productivity if it causes capital and labour to be reallocated from less productive activities. The impact of this reallocation will be smaller if a large share of defence equipment is imported. Defence R&D spending can also generate productivity spillovers to the civilian sector. By contrast, spending on military personnel has been shown to have a lower impact on growth (see Box 2), since it can potentially move workers away from more productive roles in the civilian sector.

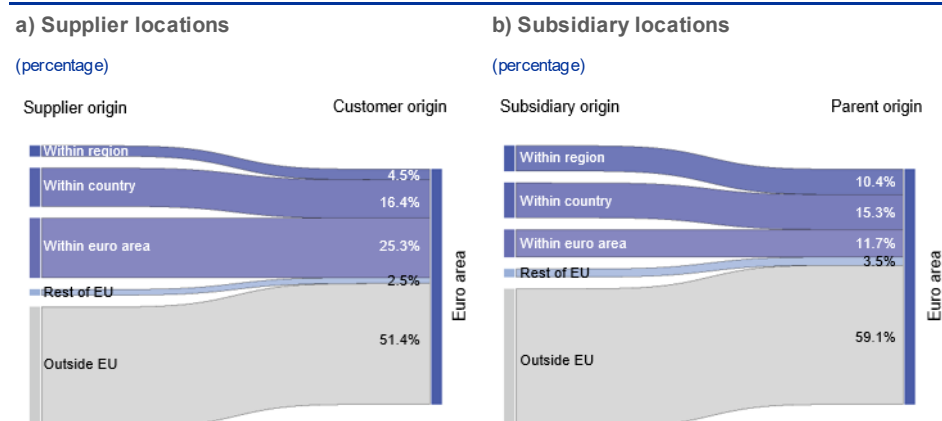
There is some evidence of a pivot towards domestic arms manufacturing and concurrent improvements in labour productivity. Greater domestic production provides more opportunity to generate economies of scale and lower the unit cost of production. The annual accounts of major European defence contractors show that between 2021 and 2024 their revenues increased and they also posted higher value added per worker. Further economies of scale may be obtained by focusing European procurement on a narrower set of pan-European major weapon systems. At present, European defence spending is fragmented along national lines with a proliferation of systems relative to the United States. Attempts to create joint European systems, such as the Franco-German-Spanish Future Combat Air System, have at times run into difficulty.

Knowledge spillovers may occur within regions where defence production takes place, or along supply chains. The production of major European defence firms is highly concentrated in certain regions. The 12 largest euro area defence firms and their subsidiaries exceed 5% of total manufacturing employment in several euro area NUTS1 regions.¹⁰ When also taking into account defence companies' suppliers, the degree of regional concentration is smaller. Less than 20% of suppliers of the top euro area defence firms operate in the same region or country, with an additional 25% of suppliers located elsewhere in the euro area, and about 50% outside of the EU (Figure 1, panel a). The location of subsidiaries indicates somewhat stronger regional ties, with around 10% of subsidiaries located within the same region (Figure 1, panel b). However, the overall intra-euro area or intra-EU subsidiary network covers only 40% of all subsidiaries. That may limit the potential for knowledge spillovers across the euro area, although there may also be opportunity for knowledge transfer from imported equipment. At the same time, the large share of non-EU suppliers highlights the EU's dependence on, and vulnerability to, external providers for key inputs and potentially critical defence systems.

¹⁰ NUTS 1 is the highest major regional level in the European Union's Nomenclature of Territorial Units for Statistics.

Figure 1

Top defence firms' linkages with suppliers and subsidiaries



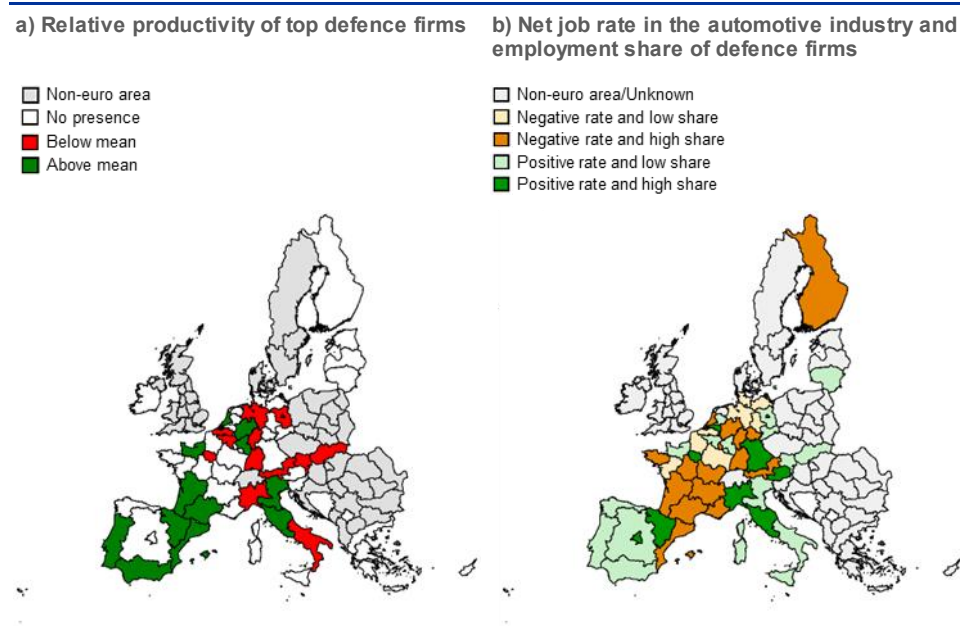
Sources: Bloomberg Finance L.P. and Moody's.

Notes: Panel a) shows the share of suppliers relative to the total number of suppliers to top euro area defence firms. Panel b) shows the share of subsidiaries relative to the total number of subsidiaries of top euro area defence firms.

Higher defence production may also improve aggregate productivity by reallocating resources away from less productive activities. Major defence firms are, on average, more productive than other manufacturing firms in about half of the regions where they are present (Figure 2, panel a). Reallocating employment from civilian to defence firms in those regions could therefore increase aggregate productivity as a result of a direct composition effect.

Figure 2

Defence sector productivity and employment dynamics



Sources: Moody's and Eurostat.

Notes: Panel a) shows the mean value added per employee in top defence firms and their subsidiaries operating in the manufacturing sector over the mean value added per employee in the manufacturing sector in NUTS1 regions in 2023. Below (above) mean figures represent a productivity share below (above) mean productivity in the manufacturing sector. Panel b) shows the net job rate calculated as the difference between the intra-regional job creation and job destruction rates in firms from the automotive industry (C29 in the NACE Rev. 2 classification) between 2018 and 2023. Low and high shares indicate whether employment in top defence firms, including their suppliers and subsidiaries, accounts for a below or above-median share of total employment in the region in 2023 respectively.

Higher labour demand by defence firms might create opportunities for productivity-enhancing labour reallocation without creating regional labour market tensions.

Between 2018 and 2023 the share of total manufacturing employment in total employment declined in several euro area regions. Notably, employment in the automotive industry fell in most euro area regions over the same period. These are regions in which top defence firms employ a higher share of workers (Figure 2, panel b, orange regions). In those regions an increase in defence spending may therefore be absorbed without intensifying labour market pressures.

The final channel through which higher defence spending can bolster long-run output and productivity is through spillovers from defence R&D to civilian productivity.

Public spending, notably on basic research, appears to have particularly high economy-wide returns. ECB analysis shows that increasing the government subsidies for R&D and technology adoption by 1% of GDP could raise output by 1.5% in the long run (ECB, 2024). An increase in defence spending of 1% of GDP has been estimated to increase total factor productivity by 0.3% over the long run, primarily through spillover effects from public R&D (Antolin-Diaz and Surico, 2025). A recent study also finds that increasing public R&D spending by 10% results in private sector R&D increasing by 5-6% (Moretti et al., 2025).

To bolster the long-run growth impact of defence spending, it is crucial to increase the relatively low rates of defence R&D spending in Europe. Public defence R&D accounted for just 0.03% of GDP in the EU in 2022, compared with

0.08% in the United Kingdom and 0.3% in the United States. Assuming defence-related R&D has the same economic effect as government-funded R&D, catching up to the US rate could increase EU GDP by 0.5% in the long run (see Box 3). Beyond this direct impact, public sector R&D also raises the returns to private sector R&D, stimulating further private sector spending on R&D. According to estimates from a model calibrated to the Spanish economy, this could add a further 0.15 percentage points to annual GDP growth over the long run (see Box 3).

Box 3

Economic benefits of higher public R&D defence spending

Prepared by Rubén Domínguez-Díaz and Miles Parker

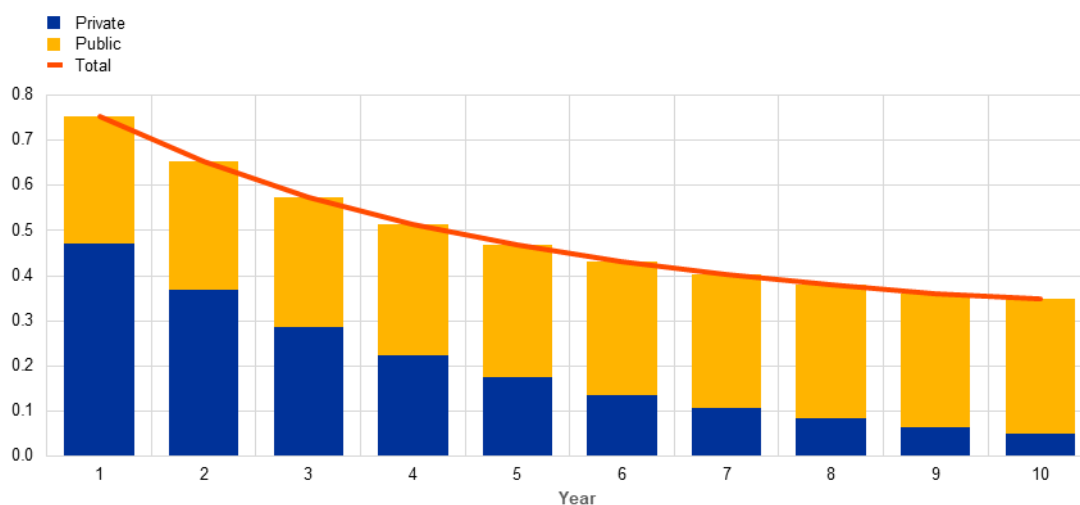
Using an off-the-shelf endogenous growth model calibrated to the Spanish economy as an illustrative case, this box analyses the effects of defence R&D spending on long-run output. In the model, households and companies choose how much to invest in physical capital and labour. Firms can also invest in innovation, which boosts their total factor productivity (TFP). We represent defence R&D as public investment in basic research that increases the available stock of knowledge and so enhances the returns to private sector R&D. We calibrate the magnitude of these spillovers using available firm-level empirical evidence on the impact of public R&D on private R&D investment from the United States.

We consider a large permanent increase in the public R&D-to-GDP ratio of 0.3 percentage points, to approximately the same level as defence R&D in the United States. Reaching such a level would be challenging, but it serves as a benchmark for estimating the upper bound of the potential effects of defence R&D. Chart A shows the total response of R&D spending as a share of GDP over a ten-year horizon. The stock of knowledge generated by public R&D quickly benefits the private sector owing to high elasticity of private R&D with respect to public R&D, creating positive spillovers that encourage firms to themselves allocate more resources to R&D.

Chart A

Change in R&D spending

(percentage point share, as a percentage of GDP)



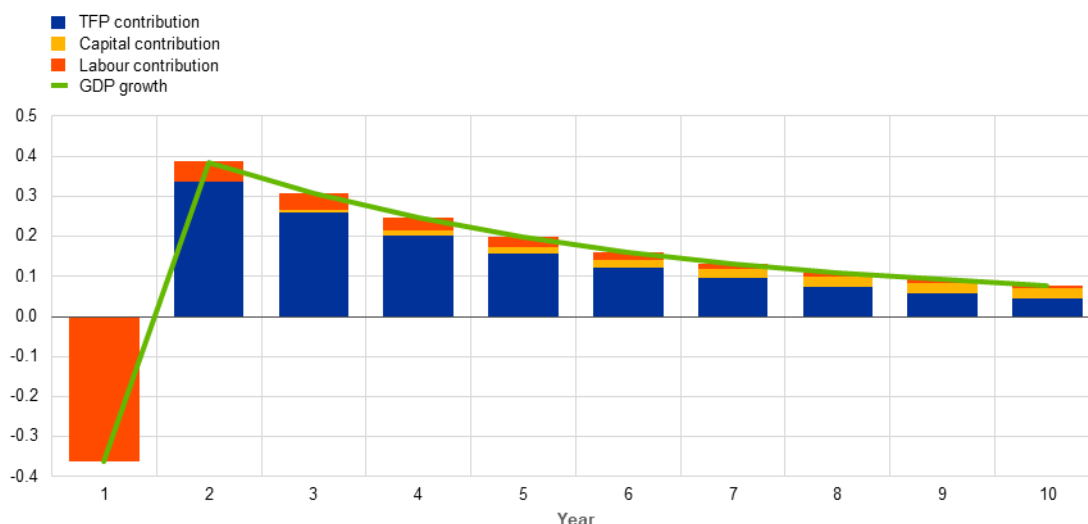
Source: ECB staff calculations based on Domínguez-Díaz et al. (2025).

Higher R&D spending by private firms raises TFP, boosting long-run GDP growth by roughly 0.15 percentage points per year, on average (Chart B). On impact, however, GDP declines, reflecting the trade-off inherent in R&D spending: resources are allocated today towards innovation that yields future productivity gains rather than immediate output. That initial reallocation of resources results at first in lower output than if these resources had continued to be allocated to consumption or investment. At the same time, any increase in labour demand in R&D-intensive sectors is partly offset by firms' shift toward more capital and knowledge-intensive innovation activities, temporarily lowering labour intensity. Over time the productivity gains prevail. Higher productivity also spills over to private investment, increasing the returns on private capital and boosting the capital contribution.

Chart B

GDP growth and contributions

(percentage point deviation from steady state for contributions; percentage points for GDP growth)



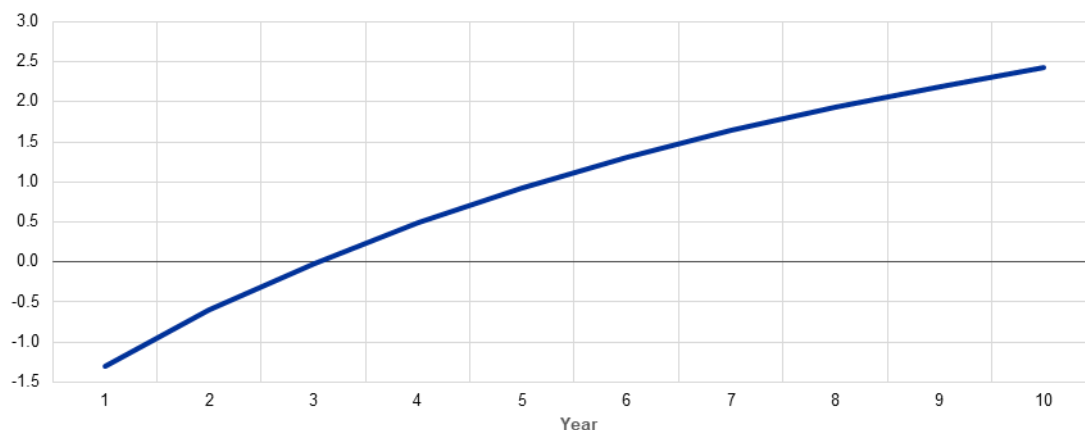
Source: ECB staff calculations based on Domínguez-Díaz et al. (2025).

Finally, Chart C shows the cumulative multiplier of public R&D spending, which captures by how much GDP increases for each euro of public R&D invested. While the multiplier is negative in the short term, reflecting the initial reallocation of resources discussed above, it is well above unity in the long term, as private sector R&D and investment increase. Over the long run each €1 of additional government R&D spending can generate almost €2.5 of GDP.

Chart C

Cumulative R&D multiplier

(increase in GDP per €1 of public R&D investment)



Source: ECB staff calculations based on Domínguez-Díaz et al. (2025).

5 Conclusions

Most European countries have committed to substantially increasing their defence spending over the coming decade. As a response to the intensification of geopolitical tensions and the agreement on higher NATO defence spending targets of 5% of GDP by 2035, most euro area countries increased their defence spending, including defence investment, in 2025. Looking ahead, based on the plans that have been announced, the major efforts to boost national defence spending are expected to be concentrated in Germany and the Baltics.

In the short and medium term, defence spending is expected to be an important driver of growth in the euro area if these spending plans materialise.

The expected cumulative percentage point contribution to growth over the period 2025-28 ranges from 0.4 in the projection baseline to 1 in the most favourable risk scenario. The expected impact on inflation is limited. The actual impact would depend on several factors, such as the composition of spending, with capital as opposed to personnel spending having the potential to lift growth while keeping inflation contained.

Over the longer run, higher defence spending will have only a limited impact on the level of economic activity in the euro area unless there are changes to its composition. The historically large share of imported defence equipment limits the potential for higher domestic productivity growth, as does the relatively high share of spending on personnel. Substantially increasing the spending on R&D could generate larger productivity and growth effects over longer horizons, as dual-use technologies and knowledge spillovers improve the returns to private sector R&D and bolster innovation. Increasing the domestic share of production and reducing the degree of fragmentation of spending could also bolster the productivity gains.

The macroeconomic effects of defence spending analysed here are surrounded by high uncertainty, also in relation to the sustainability of higher spending. At present, higher defence spending is compatible with the EU fiscal framework thanks to the activation of the NECs from 2025 to 2028, provided that a higher pace of consolidation is subsequently implemented to preserve debt sustainability.¹¹ Limitations to the fiscal space in some highly indebted countries may warrant consideration of the size and composition of their fiscal budgets after the transitory period. This may lead to a greater need to prioritise defence spending over other government functions or to increase taxation. However, reducing spending on, for example, health and education comes with opportunity costs that can affect economic growth negatively over the long run. Failing to increase spending to match greater threats to national security also comes with potential costs, ranging from rising geopolitical uncertainty to the economic effects of sabotage and, at the limit, invasion.

References

- Antolin-Diaz, J. and Surico, P. (2025), “The Long-Run Effects of Government Spending”, *American Economic Review*, Vol. 115, No 7, pp. 2376-2413.
- Baumann, A., Checherita-Westphal, C., Kocharkov, G. and Osterloh, S. (2025), “Higher defence spending and its impact on household expectations”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB.
- Bokan, N., Jacquinot, P., Lalik, M., Mueller, G., Priftis, R. and Rigato, R. (2025), “Macroeconomic impacts of higher defence spending: a model-based assessment” *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB.
- Bouabdallah, O., Checherita-Westphal, C., De Stefani, R., Haroutunian, S., Hauptmeier, S., Huber, C., Momferatou, D., Muggenthaler-Gerathewohl, P., Setzer, R. and Zorell, N. (2025), “Medium-term fiscal-structural plans under the revised Stability and Growth Pact”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB.
- Bouabdallah, O., De Stefani, R., Haroutunian, S. and Leiner-Killinger, N. (2026) “How Today’s Choices Shape Tomorrow’s Fiscal Adjustment under the Reformed EU Framework”, *Journal of Economics and Statistics*, forthcoming.
- Brignone, D., Gambetti, L. and Ricci, M. (2026), “Geopolitical risk shocks: When size matters”, *European Economic Review*, Vol. 188, 105392.
- Checherita-Westphal, C., Huber, C., Rodríguez-Vives, M. and Müller, G. (2025), “Fiscal aspects of European defence spending: implications for euro area macroeconomic projections and associated risks”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB.

¹¹ Bouabdallah et al. (2026) analyse the implications of activating the NEC for medium-term debt sustainability. They stress the need for a higher pace of consolidation in subsequently implemented national medium-term fiscal-structural plans and for governments to update these plans based on prudent macroeconomic assumptions.

- Checherita-Westphal, C. and Særkjær, L. (2025), "[Fiscal multipliers of defence spending: a short review of the empirical literature](#)", Box 1 of Bokan, N., Jacquinot, P., Lalik, M., Müller, G., Priftis, R. and Rigato, R. (2025), "Macroeconomic impacts of higher defence spending: a model-based assessment", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB.
- Checherita-Westphal, C. and Særkjær, L. (2026), "The Macroeconomic Effects of Defence Spending: What Impact beyond GDP?", paper presented at the WGPf/Bank of Lithuania public finance workshop, Vilnius, July.
- Domínguez-Díaz, R., Hurtado, S. and Menéndez, C. (2025), "[Fiscal stimulus and productivity: simulating the NGEU program with an endogenous growth model](#)", *SERIEs*, Vol. 16, pp. 191-228.
- Dunne, J., Smith, R. and Willenbockel, D. (2005), "[Models of military expenditure and growth: a critical review](#)", *Defence and Peace Economics*, Vol. 16, No 6, pp. 449-461.
- European Central Bank (2024), "[Challenges for monetary and fiscal policy interactions in the post-pandemic era](#)", *Occasional Paper Series*, No 337.
- European Commission (2025), "[The economic impact of higher defence spending](#)", Special Issues – Spring 2025 Economic Forecast.
- European Defence Agency, [EDA Defence Data 2025-2026](#), 16 July.
- Eurostat (2026a), "[Guidance Note on the statistical recording of defence expenditure](#)", *Guidance Notes (Methodology)*, 22 April.
- Eurostat (2026b), "[EU economic governance framework indicators – national co-financing of EU programmes and defence expenditure](#)", *Statistics Explained*, April.
- Ilzetzki, E. (2025), "[Guns and Growth: The Economic Consequences of Defense Buildups](#)", *Kiel Report*, No 2, February.
- Jordà, Ò. (2005), "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections", *American Economic Review*, Vol. 95, No 1, pp.161-182.
- Moretti, E., Steinwender, C. and Van Reenen, J. (2025), "The Intellectual Spoils of War? Defense R&D, Productivity, and International Spillovers", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 107, No 1, pp. 14-27.
- North Atlantic Treaty Organization (2026), "[Defence investment of NATO countries \(2014-2026\)](#)", *press release*, 3 July.
- Ramey, V. and Zubairy, S. (2018), "Government spending multipliers in good times and in bad: Evidence from U.S. historical data", *Journal of Political Economy*, Vol. 126, No 2, pp. 850-901.

Statistieken

© Europese Centrale Bank, 2026

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 9 september 2026.

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

PDF ISSN 2363-3522, QB-01-26-065-NL-N