



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM

Economisch Bulletin

Nummer 4 / 2020



Inhoud

Economische en monetaire ontwikkelingen	2
1 Overzicht	2
1 Externe omgeving	8
2 Financiële ontwikkelingen	17
3 Economische bedrijvigheid	24
4 Prijzen en kosten	31
5 Geld en krediet	37
6 Begrotingsontwikkelingen	47
Kaders	51
1 Gevolgen van de COVID-19-lockdownmaatregelen voor de reissector	51
2 Coronavirus (COVID-19): angst op de markt afgeleid uit optiekoersen	57
3 De COVID-19-pandemie en de toegang tot financiering voor het midden- en kleinbedrijf: informatie uit enquêtegegevens	63
4 Liquiditeitsverhoudingen en monetairbeleidstransacties van 29 januari tot en met 5 mei 2020	68
5 Regionale arbeidsmarktontwikkelingen tijdens de grote financiële crisis en het daaropvolgende herstel	75
6 Regelingen voor werktijdverkorting en de impact ervan op de lonen en op het beschikbaar inkomen	81
7 De COVID-19-crisis en de gevolgen voor het begrotingsbeleid	86
Artikelen	91
1 Citizens' attitudes towards the ECB, the euro and Economic and Monetary Union	91
2 Access to finance for small and medium-sized enterprises since the financial crisis: evidence from survey data	116

Statistieken

Economische en monetaire ontwikkelingen

1 Overzicht

Tijdens zijn monetairbeleidsvergadering van 4 juni heeft de Raad van Bestuur besloten om het bedrag voor steunaankopen in het kader van het pandemie-noodaankoopprogramma (pandemic emergency purchase programme – PEPP) te verhogen, de looptijd van het programma te verlengen en de aflossingen op de effecten te herbeleggen. Verder wordt het aankoopprogramma van activa (asset purchase programme – APP) voortgezet, inclusief herbelegging van de aflossingen, en worden de basisrentetarieven van de ECB niet gewijzigd. Uit recente informatie blijkt dat de economie van het eurogebied een ongekende krimp doormaakt. Door de coronaviruspandemie (COVID-19-pandemie) en de maatregelen om deze in te dammen is de economische bedrijvigheid drastisch afgenomen. Het enorme verlies aan banen en inkomsten en de uitzonderlijk grote onzekerheid omtrent de economische vooruitzichten hebben geleid tot een aanzienlijke daling van de consumentenbestedingen en de investeringen. De enquêtegegevens en realtime-indicatoren voor de economische bedrijvigheid wijzen erop dat het dieptepunt voorbij lijkt te zijn nu de beheersingsmaatregelen geleidelijk worden versoepeld. Maar gezien de snelheid waarmee de indicatoren in de afgelopen twee maanden zijn gekelderde, is er tot nu toe slechts sprake van voorzichtig herstel. In de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2020 wordt voor het tweede kwartaal van 2020 een ongekende daling van het groeitempo voorzien, gevolgd door herstel in de tweede helft van het jaar, vooral dankzij de omvangrijke budgettaire en monetairbeleidsmaatregelen die ter ondersteuning zijn genomen. Desalniettemin zijn de projecties van zowel het niveau van de economische bedrijvigheid als de inflatieverwachtingen voor de gehele projectieperiode substantieel neerwaarts bijgesteld, waarbij het basisscenario een uitzonderlijk hoge mate van onzekerheid laat zien. De totale inflatie wordt gedrukt door lagere energieprijzen en de verwachting is dat de prijsdruk gematigd blijft vanwege de sterke daling van het reële bbp en de daarmee gepaard gaande aanzienlijke toename van de economische onderbenutting. Tegen deze achtergrond heeft de Raad van Bestuur een reeks monetairbeleidsmaatregelen genomen om de geleidelijk weer opstartende economie te ondersteunen en om de prijsstabiliteit op middellange termijn te waarborgen.

Economische en monetaire beoordeling ten tijde van de vergadering van de Raad van Bestuur van 4 juni 2020

De COVID-19-epidemie heeft tot een sterke verslechtering van de wereldwijde economische vooruitzichten geleid, zoals valt op te maken uit de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2020. De pandemie heeft de wereldeconomie lamgelegd, waarbij de door overheden over de hele wereld genomen maatregelen om de verspreiding van het virus in te dammen een bepalende factor zijn voor de recente scherpe daling van de economische bedrijvigheid. Verschillende landen zijn onlangs begonnen met het versoepelen van de beheersingsmaatregelen, maar dit proces zal waarschijnlijk zeer geleidelijk verlopen. Ook de economische bedrijvigheid in vooral de opkomende markteconomieën heeft te lijden onder een scherpe daling van de grondstoffenprijzen, krappere financiële condities en een substantiële uitstroom van kapitaal. Recente gegevens bevestigen dat de economische gevolgen van de beheersingsmaatregelen verstrekkend en ingrijpend zullen zijn. Gezien deze ernstige wereldwijde verstoringen wordt in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2020 voorzien dat het reële bbp wereldwijd (exclusief het eurogebied) dit jaar met 4,0% zal krimpen. Daarmee verloopt de krimp sneller en is de omvang ervan groter dan tijdens de Grote Recessie. Na een sterke krimp in de eerste twee kwartalen van 2020 zal de wereldwijde bedrijvigheid zich volgens de projecties in het derde kwartaal beginnen te herstellen en in 2021 en 2022 met respectievelijk 6,0% en 3,9% toenemen. De wereldhandel krijgt het zwaarder te verduren, aangezien logistieke verstoringen en gesloten grenzen de gevolgen van de crisis versterken. Ondanks de forse verslechtering van de mondiale vooruitzichten die naar voren komt in de projecties van juni, wijzen de risico's voor deze vooruitzichten nog steeds in neerwaartse richting. Het belangrijkste is dat de impact van de pandemie krachtiger en langduriger kan blijken dan momenteel wordt verwacht.

Hoewel de financiële condities in het eurogebied sinds de vergadering van de Raad van Bestuur in maart 2020 enigszins zijn versoepeld, zijn ze nog niet terug op het niveau van vóór de COVID-19-pandemie. Gedurende de verslagperiode (12 maart 2020 tot en met 3 juni 2020) is de termijncurve voor de euro overnight index average (Eonia) opwaarts verschoven. De inversie bij korte looptijden is nog steeds aanwezig, zij het in mindere mate dan op 12 maart, wat aangeeft dat de verwachtingen van marktdeelnemers betreffende verdere verlagingen van de basisrente naar beneden zijn bijgesteld en verder naar de toekomst zijn verplaatst. Ondanks de monetairbeleidsaccommodatie via het PEPP en andere beleidsmaatregelen steeg de langetermijnrente op staatsobligaties van het eurogebied gedurende de verslagperiode. De prijzen van risicovolle activa herstelden zich gedeeltelijk van de in februari en maart opgelopen verliezen, vooral vanwege een verbetering van het wereldwijde risicosentiment en de perceptie dat de staartrisico's van een nakende wereldwijde crisis tot op zekere hoogte zijn verdwenen. Op de valutamarkten bleef de euro op handelsbasis over het algemeen stabiel, waarbij de volatiliteit van de bilaterale wisselkoersen de onzekerheid rond de COVID-19-pandemie weerspiegelde.

Het reële bbp van het eurogebied daalde in het eerste kwartaal van 2020 met 3,8% op kwartaalbasis en recente gegevens wijzen op een verdere aanzienlijke krimp van het reële bbp in het tweede kwartaal. De meest recente economische indicatoren en enquêteresultaten bevestigen dat de economie van het eurogebied sterk krimpt en dat de situatie op de arbeidsmarkt snel verslechtert. De coronapandemie en de noodzakelijke beheersingsmaatregelen hebben ernstige gevolgen gehad voor zowel de verwerkende industrie als de dienstensector, met een sterke weerslag op de productiecapaciteit van de economie van het eurogebied en op de binnenlandse vraag. Volgens de meest recente indicatoren lijkt het dieptepunt van de neergang in mei te zijn bereikt, toen de economie geleidelijk heropstartte. De bedrijvigheid in het eurogebied zal zich naar verwachting in het derde kwartaal dan ook herstellen naarmate de beheersingsmaatregelen verder worden versoepeld, ondersteund door gunstige financieringsvoorwaarden, een expansieve begrotingskoers en een hervatting van de wereldwijde bedrijvigheid; niettemin blijven het algehele tempo en de omvang van het herstel zeer onzeker.

Deze beoordeling is ook in grote lijnen terug te vinden in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2020. In het basisscenario daalt het reële bbp op jaarbasis naar verwachting met 8,7% in 2020, om in 2021 en 2022 weer te stijgen met respectievelijk 5,2% en 3,3%. Vergeleken met de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2020 zijn de vooruitzichten voor de reële bbp-groei in 2020 aanzienlijk neerwaarts bijgesteld, met 9,5 procentpunt, en voor 2021 en 2022 opwaarts bijgesteld met respectievelijk 3,9 en 1,9 procentpunt. Gezien de uitzonderlijke mate van onzekerheid waarmee de vooruitzichten momenteel zijn omgeven, zijn er in de projecties ook twee alternatieve scenario's opgenomen.¹ In het algemeen hangt de uiteindelijke omvang van zowel de krimp als het herstel in belangrijke mate af van de duur en de doeltreffendheid van de beheersingsmaatregelen, het welslagen van beleidsmaatregelen om de negatieve gevolgen voor inkomens en werkgelegenheid te verzachten, en de mate waarin de aanbodcapaciteit en de binnenlandse vraag blijvend zijn aangetast. Over het geheel genomen is de Raad van Bestuur van oordeel dat er ten aanzien van het basisscenario een neerwaarts risico bestaat.

Volgens de flashraming van Eurostat is de HICP-inflatie in het eurogebied in mei gedaald naar 0,1%, tegen 0,3% in april, voornamelijk als gevolg van de lagere energieprijisinflatie. Op basis van de huidige en futuresprijzen voor olie zal de totale inflatie de komende maanden waarschijnlijk iets verder dalen en daarna tot het einde van het jaar gematigd blijven. Op de middellange termijn zal de zwakkere vraag neerwaartse druk uitoefenen op de inflatie, die slechts gedeeltelijk wordt gecompenseerd door opwaartse druk veroorzaakt door aanbodbeperkingen. De op marktgegevens gebaseerde indicatoren van de inflatieverwachtingen op lange termijn zijn op een zeer laag niveau gebleven. En terwijl de op enquêtes gebaseerde indicatoren van de inflatieverwachtingen op korte en middellange termijn zijn gedaald, zijn de langetermijnverwachtingen minder sterk beïnvloed.

¹ Zie de 'door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied, juni 2020', op 4 juni 2020 gepubliceerd op de website van de ECB.

Deze beoordeling is ook terug te vinden in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2020. Daarin wordt in het basisscenario een HICP-inflatie op jaarbasis voorzien van 0,3% in 2020, 0,8% in 2021 en 1,3% in 2022.

Vergeleken met de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2020 zijn de vooruitzichten voor de HICP-inflatie voor 2020 met 0,8 procentpunt naar beneden bijgesteld, voor 2021 met 0,6 procentpunt, en voor 2022 met 0,3 procentpunt. De twaalfmaands HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen zal in 2020 naar verwachting op 0,8% uitkomen, in 2021 op 0,7%, en in 2022 op 0,9%.

De COVID-19-pandemie heeft een forse versnelling van de monetaire groei veroorzaakt, doordat bedrijven acuut liquiditeit nodig hadden om lopende betalingen te doen en economische subjecten een sterke voorkeur hadden om uit voorzorg monetaire activa aan te houden. De groei van het ruime monetaire aggregaat (M3) steeg van 7,5% in maart naar 8,3% in april 2020. De sterke geldgroei is het gevolg van bancaire kredietverlening, die in hoge mate wordt gestimuleerd door de acute liquiditeitsbehoefte in de economie. Bovendien worden er door de grote economische onzekerheid meer monetaire activa uit voorzorg aangehouden. Het eng gedefinieerde monetair aggregaat M1, dat de meest liquide vormen van geld omvat, blijft de grootste bijdrage leveren aan de groei van M3. De impact van het coronavirus op de economische bedrijvigheid bleef bepalend voor de ontwikkeling van de kredietverlening aan de private sector. Het twaalfmaands groeitempo van leningen aan niet-financiële ondernemingen steeg opnieuw, van 5,5% in maart naar 6,6% in april 2020, als gevolg van de behoefte van bedrijven om hun lopende uitgaven en werkkapitaal te financieren bij snel dalende inkomsten. Tegelijkertijd daalde het twaalfmaands groeitempo van de leningen aan huishoudens van 3,4% in maart naar 3,0% in april. Deze neerwaartse ontwikkeling hangt samen met de achterblijvende consumptie als gevolg van de inperkingsmaatregelen, het dalende vertrouwen en een verslechterende arbeidsmarkt. De beleidsmaatregelen van de Raad van Bestuur, met name de zeer gunstige voorwaarden voor de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO III), zouden banken moeten stimuleren om leningen te verstrekken aan alle entiteiten in de private sector. Evenals de maatregelen die door de nationale overheden en Europese instellingen zijn genomen, ondersteunen de maatregelen van de Raad van Bestuur de doorlopende toegang tot financiering, ook voor degenen die het zwaarst worden getroffen door de gevolgen van de coronapandemie.

De COVID-19-pandemie heeft een aanzienlijke impact op het begrotingsbeleid in het eurogebied. De beheersingsmaatregelen hebben ook geleid tot ongekende budgettaire stimuleringspakketten om de economische schokken op te vangen en voorbereidingen te treffen voor een snel herstel. Als gevolg hiervan zal volgens de projecties het totale begrotingstekort van het eurogebied in 2020 aanzienlijk toenemen, tot 8,5% van het bbp, vergeleken met 0,6% in 2019. De tekortquote zal in 2021 weliswaar dalen tot 4,9%, maar in 2022 naar verwachting nog steeds 3,8% van het bbp bedragen. Al met al wordt voorzien dat het algehele begrotingsbeleid voor het eurogebied in 2020 sterk expansief zal zijn en in 2021 verkrappend, aangezien de meeste steunmaatregelen tegen die tijd naar verwachting zullen zijn uitgefaseerd.

Gelet op de sterke krimp van de economie in het eurogebied blijft een ambitieus en gecoördineerd begrotingsbeleid van cruciaal belang. Wel moeten de maatregelen doelgericht en tijdelijk zijn. Het pakket van de drie door de Europese Raad goedgekeurde vangnetten van in totaal € 540 miljard en het voorstel van de Europese Commissie voor een herstelplan ter ondersteuning van de regio's en sectoren die het zwaarst door de pandemie zijn getroffen, zijn in dit verband dan ook zeer welkom.

Het monetairbeleidspakket

Door een combinatie van twee belangrijke factoren waren aanvullende monetairbeleidsmaatregelen nodig. Ten eerste vormt de neerwaartse bijstelling van de inflatievooruitzichten als gevolg van de pandemie een bedreiging voor het mandaat van de Raad van Bestuur om de prijsstabiliteit op middellange termijn te handhaven. Ten tweede zijn de financieringsvoorwaarden voor het eurogebied als geheel nog altijd aanzienlijk krasser dan in de periode vóór de pandemie, hoewel de omstandigheden op de financiële markten zich sinds de aankondiging van het PEPP sterk hebben gestabiliseerd; daarbij vragen de vooruitzichten voor de economische bedrijvigheid en inflatie om soepelere financieringsvoorwaarden.

Tegen deze achtergrond heeft de Raad van Bestuur op 4 juni 2020 besloten tot een reeks monetairbeleidsmaatregelen ter ondersteuning van de ruime mate van monetaire accommodatie die nodig blijft voor een robuuste convergentie van de inflatie naar een niveau dat op middellange termijn onder maar dicht bij 2% ligt, in overeenstemming met zijn mandaat.

1. De Raad van Bestuur heeft besloten om het bedrag voor steunaankopen in het kader van het PEPP met € 600 miljard te verhogen tot een totaalbedrag van € 1.350 miljard. De uitbreiding van het PEPP, een reactie op de neerwaartse bijstelling van de inflatie gedurende de projectieperiode als gevolg van de pandemie, leidt tot verdere versoepeling van de algemene monetairbeleidskoers en ondersteunt daarmee de financieringsvoorwaarden in de reële economie, vooral voor bedrijven en huishoudens. De aankopen zullen in de loop van de tijd steeds op flexibele wijze worden uitgevoerd, in alle activaklassen en in alle rechtsgebieden. Dit stelt de Raad van Bestuur in staat de risico's ten aanzien van een soepele transmissie van het monetair beleid doeltreffend af te wenden.
2. De Raad van Bestuur heeft besloten om de looptijd voor nettoaankopen in het kader van het PEPP te verlengen tot ten minste eind juni 2021. Hiermee wordt de looptijd voor aankopen grotendeels in overeenstemming gebracht met de looptijd van andere monetairbeleidsmaatregelen die zijn genomen in reactie op de pandemie, zoals TLTRO III en de langerlopende herfinancieringstransacties in verband met de pandemie (pandemic emergency longer-term refinancing operations – PELTRO's). De ECB zal in de nettoaankopen van activa in het kader van het PEPP in ieder geval blijven voortzetten totdat de Raad van Bestuur oordeelt dat de crisisfase van de coronapandemie voorbij is.

3. De Raad van Bestuur heeft besloten de aflossingen op effecten die zijn gekocht in het kader van het PEPP tot ten minste eind 2022 te herbeleggen. De toekomstige uitfasering van de PEPP-portefeuille wordt in ieder geval zo gestuurd dat de passende monetairbeleidskoers niet gehinderd wordt. De herbeleggingen dragen ertoe bij dat het risico van een ongerechtvaardigde verkrapping van de financiële voorwaarden terwijl de economie nog herstellende is van de coronacrisis, wordt voorkomen. Tegelijkertijd is het passend dat het tijdelijke karakter van het PEPP en het verband met de noodsituatie als gevolg van de pandemie in de herbeleggingsstrategie tot uiting komen.
4. Daarnaast worden de nettoaankopen in het kader van het APP ter hoogte van € 20 miljard per maand voortgezet, evenals de aankopen in het kader van het extra tijdelijke steunpakket van € 120 miljard tot het einde van het jaar. De Raad van Bestuur blijft bij de verwachting dat de maandelijkse nettoaankopen van activa in het kader van het APP zo lang zullen worden voortgezet als nodig is om de accommoderende effecten van de beleidsrentetarieven van de ECB te versterken, en zullen eindigen kort voordat de Raad van Bestuur de belangrijkste rentetarieven van de ECB gaat verhogen.
5. De Raad van Bestuur is voornemens de aflossingen op effecten die zijn aangekocht in het kader van het APP en die de vervaldatum hebben bereikt, volledig te blijven herinvesteren, en wel voor geruime tijd voorbij het moment waarop de basisrentetarieven van de ECB weer verhoogd beginnen te worden, en in ieder geval zo lang als noodzakelijk is om gunstige liquiditeitscondities en een ruime mate van monetaire accommodatie te handhaven.
6. Tot slot heeft de Raad van Bestuur besloten de basisrentetarieven van de ECB ongewijzigd te laten. Verwacht wordt dat de tarieven op of onder hun huidige niveau zullen blijven totdat de inflatieverwachtingen binnen de projectieperiode krachtig convergeren naar een niveau dat voldoende dicht bij maar onder 2% ligt en die convergentie consequent in de onderliggende inflatiedynamiek tot uitdrukking komt.

Samen met de aanzienlijke monetairbeleidsstimulans waarin reeds voorzien is, zullen de besluiten van de Raad van Bestuur de liquiditeits- en financieringscondities in de economie ondersteunen, de kredietverlening aan huishoudens en bedrijven schragen en bijdragen aan de instandhouding van gunstige financieringsvoorwaarden voor alle sectoren en landen, om het herstel van de economie van de schade door het coronavirus te bevorderen. Tegelijkertijd blijft de Raad van Bestuur, in het huidige snel veranderende economische klimaat, vastbesloten om binnen zijn mandaat alles in het werk te stellen om alle burgers van het eurogebied in deze uiterst moeilijke tijd te ondersteunen. Dit geldt in de eerste plaats voor de taak van de Raad van Bestuur om ervoor te zorgen dat het monetair beleid wordt doorgegeven aan alle onderdelen van de economie en aan alle landen bij het nastreven van het mandaat van de ECB voor prijsstabiliteit. De Raad blijft dan ook klaarstaan om al zijn instrumenten zo nodig aan te passen, om ervoor te zorgen dat de inflatie zich op duurzame wijze ontwikkelt in de richting van de doelstelling en overeenkomstig het belang dat de Raad hecht aan symmetrie.

De coronaviruspandemie (COVID-19-pandemie) heeft de wereldeconomie lamgelegd. Maatregelen die overheden over de hele wereld hebben genomen om de verspreiding van het virus in te dammen, leiden op korte termijn tot een sterke daling van de economische bedrijvigheid. Hoewel verschillende landen onlangs begonnen zijn met het versoepelen van de beheersingsmaatregelen, zal dit proces waarschijnlijk zeer geleidelijk verlopen. Met name in opkomende economieën (emerging market economies, EME's) wordt de economische bedrijvigheid wordt eveneens negatief beïnvloed door de sterk lagere grondstoffenprijzen, de striktere financieringsvoorwaarden en aanzienlijke kapitaaluitstroom. Uit nieuwe gegevens blijkt dat de economische schade van de pandemie en de beheersingsmaatregelen zwaar en ingrijpend zal zijn. In het licht van deze ernstige wereldwijde verstoringen wijzen de macro-economische projecties van medewerkers van het Eurosysteem van juni 2020 erop dat het wereldwijde reële bbp (exclusief het eurogebied) dit jaar met 4,0% zal krimpen. Het tempo van deze krimp is sneller, en de omvang ervan is groter, dan in de grote recessie. Na een sterke krimp in de eerste twee kwartalen van 2020 zal de mondiale bedrijvigheid in het derde kwartaal naar verwachting aantrekken. Dit profiel houdt in dat de mondiale bedrijvigheid volgens de projecties in 2021 en 2022 met respectievelijk 6,0% en 3,9% toeneemt. De wereldhandel zal ernstiger worden getroffen, omdat de gevolgen van de crisis worden versterkt door logistieke verstoringen en gesloten grenzen. Bovendien is handel procyclisch en reageert deze op ontwikkelingen in de economische bedrijvigheid, met name in tijden van neergang. Ondanks een scherpe verslechtering van de mondiale vooruitzichten, zoals blijkt uit de projecties van juni, zijn de risico's voor deze vooruitzichten nog steeds neerwaarts gericht. De belangrijkste factor is dat de impact van de pandemie sterker en langduriger kan blijken te zijn dan momenteel wordt verwacht. Andere risico's houden bijvoorbeeld verband met een grotere gevoeligheid van de financiële markten voor nieuws, structurele veranderingen in de toeleveringsnetwerken voor de productie en het risico op toenemend handelsprotectionisme.

Mondiale economische bedrijvigheid en handel

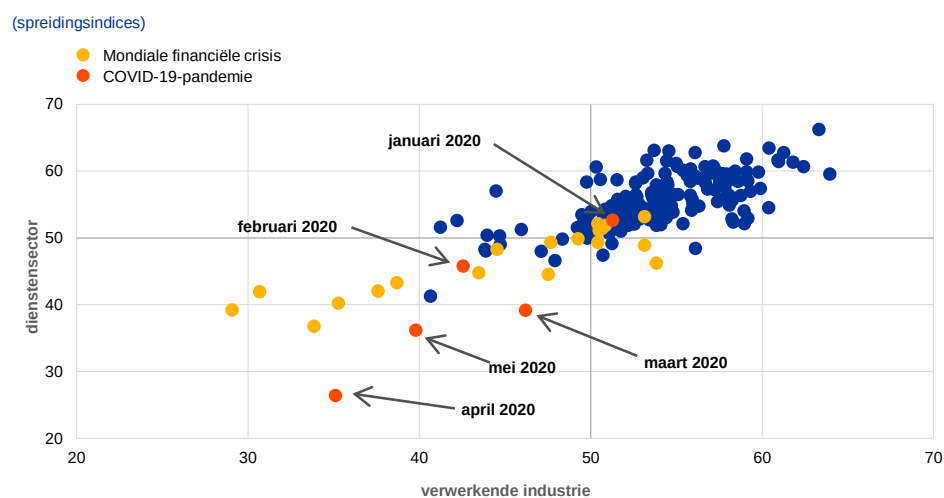
De COVID-19-pandemie heeft de wereldeconomie lamgelegd. Maatregelen die overheden over de hele wereld hebben genomen om de verspreiding van het virus in te dammen, leiden op korte termijn tot een sterke daling van de economische bedrijvigheid. Dergelijke maatregelen werden eind januari in China ingevoerd, terwijl andere landen ze later hebben getroffen naarmate het virus zich wereldwijd verspreidde. Hoewel verschillende landen onlangs begonnen zijn met het versoepelen van de beheersingsmaatregelen, zal dit proces waarschijnlijk zeer geleidelijk verlopen. Met name in EME's wordt de economische bedrijvigheid wordt negatief beïnvloed door de sterk lagere grondstoffenprijzen, de striktere financieringsvoorwaarden en aanzienlijke kapitaaluitstroom. Deze sterke wereldwijde schokken hebben de wereldeconomie getroffen in een tijd waarin, na een periode van tegenvallende prestaties vorig jaar, er steeds duidelijkere tekenen van

stabilisatie te zien waren. Vooral in de EME's was rond de jaarwisseling een ontluikend herstel van de verwerkende industrie en de handel te bespeuren. Dit herstel had bovendien versterkt kunnen worden door de toen heersende gunstige mondiale financieringscondities en de gedeeltelijke de-escalatie van het handelsconflict tussen de Verenigde Staten en China na de ondertekening van het 'fase één'- handelsverdrag, maar dat was voordat de pandemie toesloeg.

Uit enquêtegegevens blijkt dat de economische schade van de pandemie en de beheersingsmaatregelen zwaar en ingrijpend zal zijn. Als wordt gekeken naar sectorale gegevens uit de PMI-enquête (Purchase Managers Index), worden er drie patronen zichtbaar. In de eerste plaats is door de strenge beheersingsmaatregelen de productie in alle sectoren fors gedaald. Ten tweede zijn de gevolgen voor de dienstensector groter dan voor de verwerkende industrie. Doordat beperkende maatregelen vraag en aanbod wereldwijd hebben gedrukt, is de productie van zowel de verwerkende industrie als de dienstensector veel sneller gedaald dan tijdens de grote recessie (zie Grafiek 1). Ten derde wordt de productie nu hervat en herstelt deze zich vanaf deze lage niveaus, zoals onlangs waarneembaar was in China. Toch treedt om verschillende redenen slechts gedeeltelijk herstel op. Deze redenen houden verband met aanhoudende beperkingen voor bedrijven waar geen veilige afstand gehouden kan worden, het consumentengedrag dat verandert terwijl er bezorgdheid heerst over een tweede besmettingsgolf en grote onzekerheid die investeringsbeslissingen belemmert, waardoor de vraag op korte termijn daalt en de productiecapaciteit op langere termijn verzwakt. De mondiale PMI voor de totale productie (exclusief het eurogebied) herstelde in mei enigszins, ondersteund door betere resultaten van zowel de verwerkende industrie als de dienstensector. Deze blijft echter een sterke krimp vertonen.

Grafiek 1

Mondiale PMI voor de productie van de verwerkende industrie en de dienstensector (exclusief het eurogebied)



Bronnen: Markt en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen mei 2020. De gegevens hebben betrekking op de periode van januari 1999 tot en met mei 2020. De steekproef voor de mondiale financiële crisis (gele stippen) staat voor de periode van december 2007 tot en met juni 2009. De steekproef voor de COVID-19-pandemie (rode stippen) staat voor de periode van januari 2020 tot en met mei 2020.

Het voorzichtiger gedrag van consumenten komt tot uiting in een scherpe daling van de wereldwijde vertrouwensindicatoren.

Het consumentenvertrouwen is de afgelopen weken aanzienlijk verslechterd, met name in ontwikkelde economieën. Bovendien zullen consumenten zich door de verslechtering van de arbeidsmarkt voorzichtiger opstellen en dus meer uit voorzorg sparen en minder consumeren, met name duurzame goederen.

De financieringscondities zijn sterk verkapt, maar meer recent is deze verkapping iets afgenomen.

In eerste instantie was er sprake van een snelle en brede verkapping, die zowel ontwikkelde economieën als EME's. Daarnaast hebben EME's zowel bruto als netto te kampen gehad met aanzienlijke kapitaaluitstromen, hoewel de meest recente gegevens erop wijzen dat deze uitstromen de afgelopen weken zijn afgezwakt of zelfs omgeslagen. Ondanks deze tekenen van stabilisatie blijft de financiële druk hoog, deels vanwege een stijging van het aantal bevestigde nieuwe besmettingen met COVID-19 en het aantal doden in EME's. Hoewel financiële investeerders zich tijdens de eerste fase van de pandemiecrisis zonder enig onderscheid te maken uit de EME's terugtrokken, lijken verschillen in macro-economische fundamentele factoren en kwetsbaarheden tussen EME's steeds relevanter te zijn geworden.

In het algemeen blijven de financieringscondities in zowel ontwikkelde economieën als EME's aanzienlijk strikter dan vóór de pandemie.

Op de langere termijn bezien blijven zij echter gunstiger dan in eerdere mondiale recessies, waaronder de grote recessie en de recessie die in het begin van de jaren 2000 volgde op het uiteenspatten van de dotcom-zeepbel. Dit kan deels een weerspiegeling zijn van de snelle en rigoureuze reacties van de centrale banken overal ter wereld. Met name de interventies op het gebied van monetair beleid zijn waarschijnlijk de belangrijkste oorzaak van de stabilisatie van de rendementen op staatsobligaties en de termijnpremies, ondanks het ongekende niveau van de mondiale door de pandemie noodzakelijk geworden emissies van overheidsschuld. De onzekerheid is aanzienlijk toegenomen en blijft hoog. Hoewel het nog te vroeg is om te beoordelen welke rol de verhoogde onzekerheid in de huidige crisis heeft gespeeld, zal deze waarschijnlijk de vooruitzichten op herstel drukken.

Volgens de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2020 zal het mondiale reële bbp (exclusief het eurogebied) dit jaar met 4,0% dalen.

Het tempo van deze krimp is hoger, en de omvang ervan veel groter, dan in de grote recessie. Na een sterke krimp in de eerste twee kwartalen van 2020 zal de economisch bedrijvigheid naar verwachting vanaf het derde kwartaal aantrekken. Hoewel wordt verwacht dat de bedrijvigheid in eerste instantie zal aantrekken wanneer de lockdowns worden beëindigd, zal het algemene tempo van het herstel geleidelijk zijn als gevolg van aanhoudende contactbeperkende maatregelen en veranderend consumentengedrag. Vooruitblikkend wordt in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2020 verwacht dat de wereldwijde bedrijvigheid in 2021 zal toenemen met 6,0% en in 2022 met 3,9%. Ten opzichte van de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2020 is de mondiale groei voor dit jaar aanzienlijk neerwaarts bijgesteld,

terwijl de groei op de middellange termijn naar verwachting iets sterker zal zijn. Deze bijstellingen impliceren ook dat het niveau van de mondiale productie lager blijft dan in de macro-economische projecties van medewerkers van de ECB van maart 2020 werd voorzien. Voor EME's wordt een gematigder herstel verwacht dan dat volgend op eerdere perioden van neergang. Dit weerspiegelt de combinatie van negatieve schokken waardoor EME's momenteel worden getroffen, waaronder de pandemiecrisis, strikte financieringscondities, negatieve effecten op de ruilvoet voor grondstoffenexporteurs en een aanzienlijke uitstroom van kapitaal.

In de Verenigde Staten is het tempo van de krimp van de economische bedrijvigheid in het tweede kwartaal van 2020 naar schatting versneld. Volgens de tweede raming daalde het reële bbp in het eerste kwartaal met 5,0% op jaarbasis. Deze krimp was iets groter dan in de voorlopige raming werd gemeld. Uit gegevens met een hogere frequentie blijkt dat de economische neergang in het tweede kwartaal verder is toegenomen, doordat in april in het hele land strenge beperkende maatregelen zijn genomen. Vanaf eind april zijn de Amerikaanse staten begonnen de beperkende maatregelen geleidelijk te versoepelen, wat zou kunnen bijdragen aan een herstel in de tweede helft van 2020. Allereerst zal de binnenlandse vraag zich herstellen, geschraagd door het sterk economische stimuleringsbeleid dat tot dusver is gevoerd. Het herstel zal echter naar verwachting geleidelijk verlopen, aangezien het consumentenvertrouwen nog steeds laag is als gevolg van het ongeëvenaarde banenverlies dat sinds eind maart is geregistreerd. De werkgelegenheid daalde met meer dan 22 miljoen banen en de werkloosheid bedroeg in april 14,7%. De totale consumentenprijsinflatie op jaarbasis daalde in april sterk, naar 0,3% tegen 1,5% in de maand daarvoor. De inflatie op jaarbasis exclusief voeding en energie daalde van 2,1% in maart naar 1,4% in april. Verwacht wordt dat de inflatie dit jaar zal dalen, doordat de desinflatoire effecten van de vraagschok de inflatoire effecten van de aanvoerverstoringen zal compenseren, en geleidelijk zal toenemen om tegen het einde van de ramingsperiode dicht bij het streefcijfer van 2% van het Federal Reserve System te komen.

In China verloopt het herstel tegen de achtergrond van sterke tegenwind. Daartoe behoren zwakke vooruitzichten op het gebied van de externe vraag op korte termijn, zoals blijkt uit de sterke daling van de uitvoerorders en de geleidelijkheid van de opleving van de binnenlandse vraag. Dit laatste weerspiegelt de aanhoudende contactbeperkende maatregelen en het over het algemeen voorzichtiger consumentengedrag. De monetaire en beleidsstimulering door de overheid zal bijdragen aan het herstel van de economische bedrijvigheid. Verwacht wordt dat de bedrijvigheid zich gedurende de projectieperiode zal herstellen. Dit herstel zal echter naar verwachting gematigd blijven ten opzichte van het in de projecties van maart voorziene bedrijvigheidsniveau.

In Japan is de economie in een technische recessie beland. In het vierde kwartaal van 2019 kromp de economische bedrijvigheid door een samenloop van negatieve schokken, waaronder een daling van de binnenlandse vraag in reactie op de verhoging van de consumptiebelasting, productieverstoringen als gevolg van zware tyfoons in oktober en een zwakke externe vraag. Na de COVID-19-uitbraak daalde het reële bbp vervolgens verder, met een afname van 0,9% in het eerste

kwartaal van 2020. De inspanningen van de overheid om het virus in te dammen drukten de binnenlandse vraag, met name de particuliere consumptie van diensten en semi-duurzame goederen. Met name de dienstenuitvoer daalde duidelijk door lagere uitgaven van inkomende toeristen als gevolg van de reisbeperkingen die in reactie op de uitbraak zijn opgelegd. De Japanse overheid heeft de beleidsondersteuning voor de noodlijdende economie geïntensiveerd. In april heeft de Bank of Japan de limieten voor aankopen van commercial paper en bedrijfsobligaties verhoogd, de toegang tot financieringsfaciliteiten voor bedrijven versoepeld en zowel kort- als langerlopende staatsobligaties aangekocht. Tijdens haar spoedvergadering in mei besloot de bank een nieuwe maatregel in te voeren voor de financiering van leningen aan het mkb. Eind mei keurde de Japanse regering een tweede budgettair stimuleringspakket goed, dat qua omvang vergelijkbaar was met het pakket van april 2020. Deze maatregelen moeten een verdere stimulans geven aan de economie, die naar verwachting vanaf de tweede helft van dit jaar geleidelijk aantrekt.

In het Verenigd Koninkrijk is de economische situatie aanzienlijk verslechterd.

Het reële bbp is in het eerste kwartaal van 2020 met 2% gedaald, hoewel de economie pas de laatste tien dagen van maart in lockdown was. De jaarlijkse consumptieprijsinflatie daalde in april sterk tot 0,8%, ten opzichte van 1,5% de maand daarvoor. Hoewel de verlofregeling heeft bijgedragen tot het behoud van de werkgelegenheid, is de arbeidsmarktsituatie aanzienlijk verslechterd. Uit experimentele ONS-gegevens over uitkeringsgerechtigden, die zowel werklozen als werkenden betreffen, is gebleken dat tegen medio april meer dan twee miljoen burgers enigerlei vorm van uitkering hadden aangevraagd. Dat is ongeveer een derde meer dan het aantal tijdens de grote recessie. Gegevens met een hogere frequentie wijzen op een verdere sterke verslechtering in het tweede kwartaal, wat duidt op een veel ernstigere recessie dan in de nasleep van de wereldwijde financiële crisis. De regering heeft een gefaseerde heropening van de economie aangekondigd, die naar verwachting de komende maanden een geleidelijk herstel zal ondersteunen.

In Centraal- en Oost-Europese landen zal de economische bedrijvigheid naar verwachting aanzienlijk afzakken.

Een groot aantal landen in de regio heeft in het eerste kwartaal van 2020 een negatieve groei genoteerd tegen een achtergrond van toeleveringsverstoringen en een zwakkere vraag als gevolg van beperkende maatregelen. In het tweede kwartaal wordt een veel diepere neergang verwacht. Dit weerspiegelt de wisselwerking tussen een zwakkere binnenlandse vraag – doordat de beperkende maatregelen in april van kracht bleven – met een zwakkere externe vraag, met name uit de landen van het eurogebied.

De economische bedrijvigheid in grote grondstoffen exporterende landen zal naar verwachting zeer scherp dalen. In Rusland is de economie geteisterd door recente ontwikkelingen op de energiemarkt en door de COVID-19-pandemie, die de externe vraag drukte. Tegelijkertijd is er sprake geweest van een sterke toename van nieuwe binnenlandse besmettingsgevallen, wat heeft geleid tot een aanscherping van de maatregelen om de verspreiding van het virus tegen te gaan. Verwacht wordt dat de door de OPEC+ overeengekomen productieverminderingen om de mondiale

oliemarkt te stabiliseren, in combinatie met de lagere grondstoffenprijzen, de investeringen zullen dempen. In Brazilië is de economische bedrijvigheid sterk verslechterd als gevolg van lockdowns, verstoringen van toeleveringsketens, een zwakkere externe vraag, aanzienlijke kapitaaluitstroom en een negatieve schok in de ruilvoet als gevolg van dalende grondstoffenprijzen. De toenemende politieke spanningen en het feit dat Brazilië tot de zwaarst door de pandemie getroffen landen behoort, kunnen het bieden van effectieve beleidssteun voor de economie bemoeilijken.

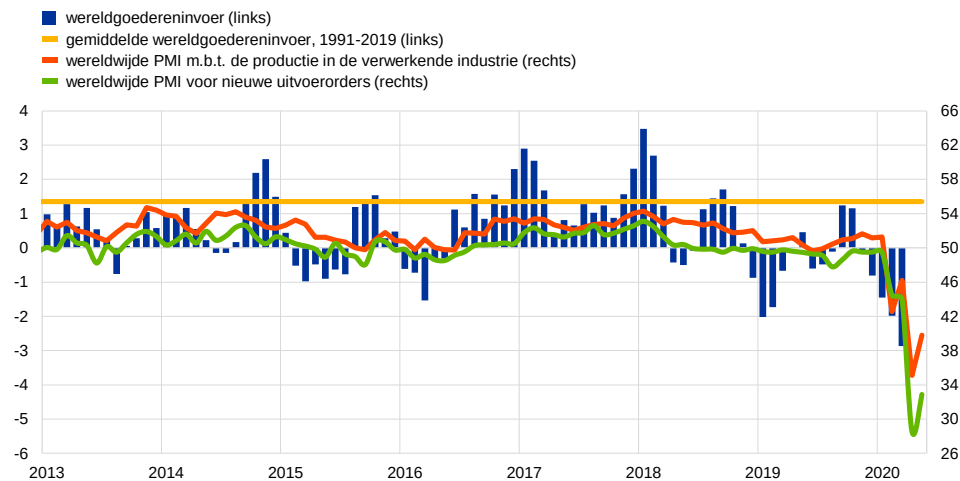
In Turkije heeft de pandemie geleid tot financieringsdruk wegens grote externe onevenwichtigheden en financieringsbehoeften. De bedrijvigheid bleef tot eind maart robuust. Daarna begon het sentiment snel te verslechteren, doordat er beperkende maatregelen werden genomen en de externe vraag sterk terugliep. Tegelijkertijd werden buitenlandse investeerders steeds meer risicomijdend ten aanzien van EME's en werden er tekenen van financieringsdruk voor Turkije zichtbaar. De Turkse lira is verzwakt en de centralebankreserves zijn sterk gedaald. In de eerste helft van 2020 wordt een sterke krimp van de bedrijvigheid verwacht, terwijl het daaropvolgende herstel naar verwachting zeer geleidelijk zal verlopen.

De wereldhandel zal zwaarder worden getroffen dan de bedrijvigheid, doordat logistieke verstoringen en gesloten grenzen het effect van de dalende vraag versterken. Bovendien is de procyclische reactie van de handel op ontwikkelingen in de economische bedrijvigheid in tijden van recessie doorgaans intenser dan normaal. De ineenstorting van de wereldgoederenhandel zal waarschijnlijk nog worden versterkt door verstoringen van regionale en mondiale waardeketens, doordat het aanzienlijke aandeel van de handel in halffabricaten – ongeveer 40% van de wereldhandel – zware gevolgen heeft voor de internationale transmissie van vraag- en aanbodschokken. Er is al een scherpe daling van de handel zichtbaar in de wereldgoederenimport, die in het eerste kwartaal van 2020 is gekrompen met 2,9% (zie Grafiek 2), de grootste daling op kwartaalbasis sinds de grote recessie. Tegelijkertijd was het tempo waarmee de import van goederen daalde in ontwikkelde economieën en EME's grotendeels vergelijkbaar.

Grafiek 2

Enquêtes en de wereldhandel in goederen (ongerekend het eurogebied)

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



Bronnen: Markit, CPB en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen mei 2020 voor de PMI-gegevens en maart 2020 voor de wereldgoedereninvoer. De indices en gegevens verwijzen naar het mondiale aggregaat ongerekend het eurogebied.

Door de aard van de schok is het dienstenverkeer bijzonder hard getroffen.

Nieuwe gegevens over toerisme en vervoer, die samen het grootste deel van het mondiale dienstenverkeer uitmaken, wijzen op een ongekennde daling. Het aantal internationale toeristen is in maart met meer dan 50% gedaald. Ook het aantal passagiers van internationale vluchten is in vergelijking met dezelfde periode vorig jaar meer dan gehalveerd.

Volgens de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2020 daalt de wereldwijde invoergroei (exclusief het eurogebied) dit jaar met 12,9%, waarna deze in 2021 en 2022 zal stijgen met respectievelijk 8,0% en 4,3%. Verwacht wordt dat de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied dit jaar met 15,1% zal krimpen en in 2021 en 2022 met respectievelijk 7,8% en 4,2% zal toenemen. De pandemie heeft een aanzienlijk effect gehad op de handel, en de mondiale invoer (exclusief het eurogebied) zal naar verwachting pas tegen het einde van de projectieperiode opnieuw het niveau van het vierde kwartaal van 2019 bereiken. De buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied blijft gedurende de gehele projectieperiode onder dit niveau.

De mate van onzekerheid over de toekomstige koers van de wereldeconomie blijft ongekennd.

Hierbij spelen het verloop van de pandemie en de gevolgen daarvan voor het economisch gedrag, maar ook de beheersingsmaatregelen en het welslagen van de beleidsmaatregelen een rol. Ter illustratie van de bandbreedte aan mogelijke gevolgen van de COVID-19-pandemie voor de wereldeconomie wordt in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2020 de centrale projectie aangevuld met twee scenario's: het milde en het zware scenario. Deze scenario's bieden een illustratieve bandbreedte

rond de centrale projectie.² De COVID-19-pandemie heeft ook een aantal ontwikkelingen in gang gezet die het verwachte herstel van de wereldeconomie kunnen drukken. Daaronder vallen bijvoorbeeld een grotere gevoeligheid van de financiële markten voor nieuws en structurele wijzigingen in toeleveringsnetwerken voor de productie. Deze risico's blijven – naast andere neerwaartse risico's in verband met de brexitonderhandelingen en het risico van toenemend handelsprotectionisme – relevant, hoewel ook zij waarschijnlijk afhankelijk zijn van het toekomstige verloop van de COVID-19-pandemie en de genomen beleidsmaatregelen.

Mondiale prijsontwikkelingen

De scherpe verslechtering van de wereldwijde vraagvooruitzichten heeft geleid tot een drastische daling van de olieprijsen. De prijzen van ruwe Brent-olie hebben zich onlangs enigszins hersteld tot boven USD 30 per vat, nadat deze begin april naar onder USD 20 per vat waren gekelderd. Het gedeeltelijke herstel van de olieprijsen lijkt te worden aangewakkerd door de hoop op een herstel van de plots ineengestorte wereldwijde vraag naar olie in verband met de pandemie, doordat China herstelt en de lockdowns in andere landen geleidelijk worden versoepeld. De olieprijsen zijn ook ondersteund door de geleidelijke reactie van het olieaanbod, doordat de OPEC+-overeenkomst begin mei van kracht werd en de olieproductie in de Verenigde Staten en Canada is gedaald als gevolg van grootschalige stilleggingen. In vergelijking met de macro-economische projecties van ECB-medewerkers van maart 2020 zijn de aannames voor de prijs van ruwe olie in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2020 36,0%, 33,1% en 26,6% lager voor respectievelijk 2020, 2021 en 2022. Sinds de afsluitdatum voor de projecties van juni is de prijs van ruwe olie gestegen naar USD 38,3 per vat ruwe Brent-olie op 3 juni. De prijzen van ruwe olie zullen waarschijnlijk nog volatiel blijven doordat de economische vooruitzichten zeer onzeker blijven en de benutte opslagcapaciteit uitzonderlijk hoog is.

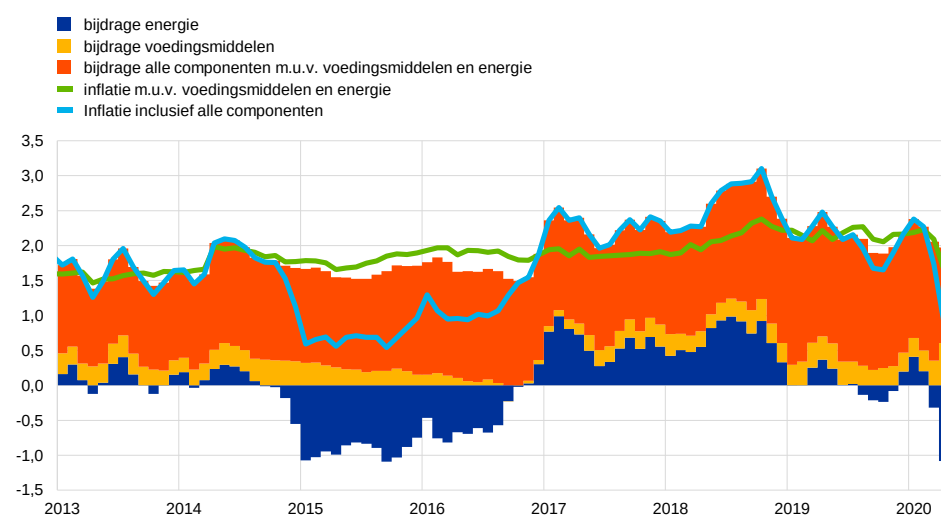
De mondiale inflatie wordt getemperd door een scherpe daling van de olieprijsen. De totale consumentenprijsinflatie in de OESO-landen is in april sterk vertraagd, naar 0,9% ten opzichte van 1,7% in maart, als gevolg van een scherpe daling van de olieprijsen en een lagere kerninflatie (zie Grafiek 3). Na een ineensinking van de prijzen van ruwe olie in verband met de pandemie was de inflatie van de energieprijzen op jaarbasis in maart al negatief, en het tempo van de daling versnelde in april sterk, tot 10,8%, de grootste daling sinds september 2015. De inflatie van de voedselprijzen op jaarbasis is daarentegen verder versneld, naar 6,4% in april ten opzichte van 3,5% in de maand daarvoor. Tegelijkertijd daalde het kerncijfer van de CPI-inflatie op jaarbasis (met uitzondering van voedingsmiddelen en energie) in april naar 1,6% ten opzichte van 2,1% in maand daarvoor.

² Zie voor meer details het Kader [Alternatieve scenario's voor de economische vooruitzichten van het eurogebied](#) in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2020.

Onder invloed van lagere olieprijsen en een zwakkere vraag zal de mondiale inflatie dalen. Deze factoren doen de eventuele inflatoire gevolgen teniet van een lager aanbod door knelpunten in de productie en de logistiek. Een zwakke vraag, een sterke verslechtering van de arbeidsmarkten en een grotere onderbenutting zullen de onderliggende inflatoire druk naar verwachting wereldwijd verzwakken. De lagere olieprijsen verklaren grotendeels de neerwaartse bijstelling van de uitvoerprijzen van de concurrenten van het eurogebied (in de nationale valuta) in 2020. Aangezien wordt verwacht dat de prijs van ruwe olie gedurende de projectieperiode geleidelijk zal stijgen, zal dit effect wegebben en zullen de uitvoerprijzen van de concurrenten van het eurogebied naar verwachting tegen het einde van 2021 terugkeren naar hun langetermijngemiddelde.

Grafiek 3
CPI-inflatie in de OESO-landen

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: OESO en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen april 2020.

2 Financiële ontwikkelingen

Hoewel de financieringscondities in het eurogebied sinds de vergadering van de Raad van Bestuur in maart 2020 enigszins zijn versoepeld, zijn deze niet teruggekeerd naar de vóór de wereldwijde verspreiding van het coronavirus (COVID-19) waargenomen niveaus. Tijdens de verslagperiode (12 maart 2020 tot en met 3 juni 2020) is de termijncurve van de euro overnight index average (EONIA) opwaarts verschoven. Er is nog steeds sprake van een lichte inversie bij korte looptijden, zij het minder dan op 12 maart, evenals indicaties dat de verwachtingen van marktdeelnemers ten aanzien van verdere verlaging van de beleidsrentes zijn afgenomen en nog verder naar de toekomst zijn verschoven. Ondanks de versoepeling van het monetaire beleid die door middel van het pandemie-noodaankoopprogramma (PEPP) en andere beleidsmaatregelen is verwezenlijkt, is het rendement op langlopende overheidsobligaties in de loop van de verslagperiode gestegen als gevolg van een stijging van de risicovrije rentes en een toename van de ecarts op overheidsobligaties. De koersen van risicovolle activa zijn gedeeltelijk hersteld van de verliezen die in de loop van februari en maart werden geleden, voornamelijk door het aantrekkende mondiale risicosentiment en de perceptie dat de staartrisico's van een dreigende wereldwijde crisis enigszins zijn afgenomen. Op de valutamarkten bleef de euro op handelsbasis nagenoeg stabiel en waren schommelingen in de bilaterale wisselkoersen toe te schrijven aan de onzekerheid rondom de COVID-19-pandemie.

De EONIA en de nieuwe benchmark, de euro short-term rate (€STR), daalden gedurende de verslagperiode met respectievelijk 45 en 54 basispunten.³

De overliquiditeit steeg tijdens de verslagperiode licht, met € 398 miljard, tot circa € 2.163 miljard.⁴ Deze mutatie is voornamelijk het gevolg van de invoering van het PEPP naast het programma voor de aankoop van activa (Asset Purchase Programme – APP), evenals de invoering van gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO III) en LTRO-overbruggingstransacties.

Het korte eind van de EONIA-termijncurve verschoof tijdens de verslagperiode opwaarts, hoewel de curve enigszins geïnverteerd blijft (zie Grafiek 4).

Het korte eind van de curve vlakke na de vergadering van de Raad van Bestuur van 12 maart af, doordat de markten de verwachtingen van een ophanden zijnde verlaging van de rente op de depositofaciliteit naar de toekomst verschoven. De inversie aan het korte eind van de curve contrasteert echter met de vóór de verspreiding van het virus waargenomen vlakke curve, wat erop wijst dat de marktdeelnemers nog enige verdere verlagingen van de beleidsrentes blijven verwachten.

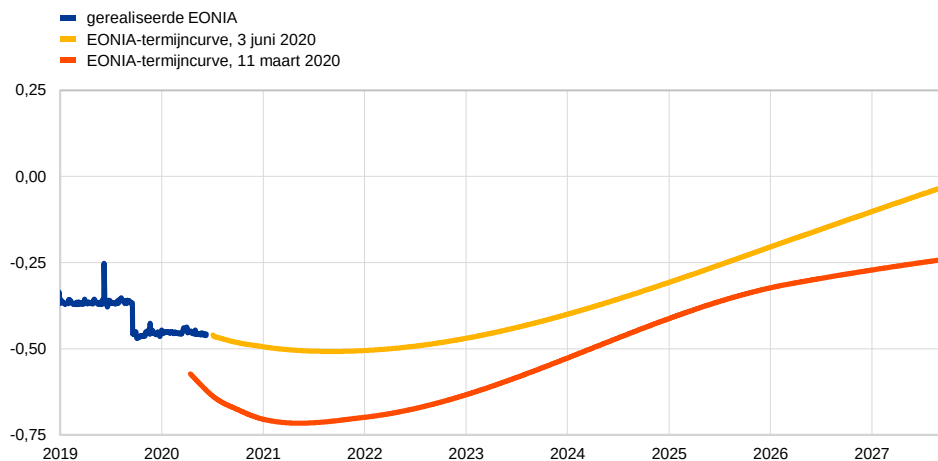
³ De methode voor het berekenen van de EONIA is op 2 oktober 2019 gewijzigd; deze wordt nu berekend als de €STR plus een vast ecart van 8,5 basispunten. Zie het Kader “Goodbye EONIA, welcome €STR!”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2019.

⁴ Voor nadere gegevens over de periode tot en met 5 mei 2020 zie het Kader “Liquiditeitsverhoudingen en monetairbeleidstransacties van 29 januari tot en met 5 mei 2020”.

Grafiek 4

EONIA-termijnrente

(procenten per jaar)



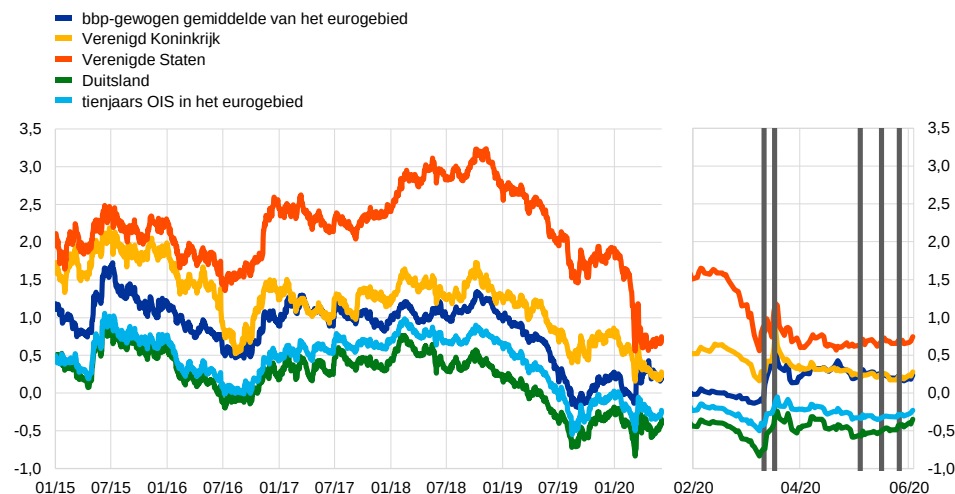
Bronnen: Thomson Reuters en berekeningen van de ECB.

Ondanks de verdere versoepeling van het monetaire beleid die door middel van het PEPP en andere beleidsmaatregelen is verwezenlijkt, is het rendement op langlopende overheidsobligaties in de loop van de verslagperiode gestegen (zie Grafiek 5). Het bbp-gewogen rendement op tienjaars overheidsobligaties voor het eurogebied steeg met 36 basispunten naar 0,24%. De rendementen op overheidsobligaties werden beïnvloed door de algemene stijging van de risicovrije rentes gedurende de verslagperiode. Daarnaast leidden toenemende ecarts op overheidsobligaties ten opzichte van de risicovrije rentes in de loop van de verslagperiode ook tot een stijging van het bbp-gewogen rendement op tienjaars overheidsobligaties. In tegenstelling tot de stijgende rendementen op overheidsobligaties in het eurogebied namen de rendementen op tienjaars overheidsobligaties in de Verenigde Staten af tot 0,75% (een daling van 13 basispunten) en bleven zij in het Verenigd Koninkrijk stabiel op 0,28% (een stijging van 1 basispunt).

Grafiek 5

Rendementen op tienjaars overheidsobligaties

(procenten op jaarbasis)



Bronnen: Thomson Reuters en berekeningen van de ECB.

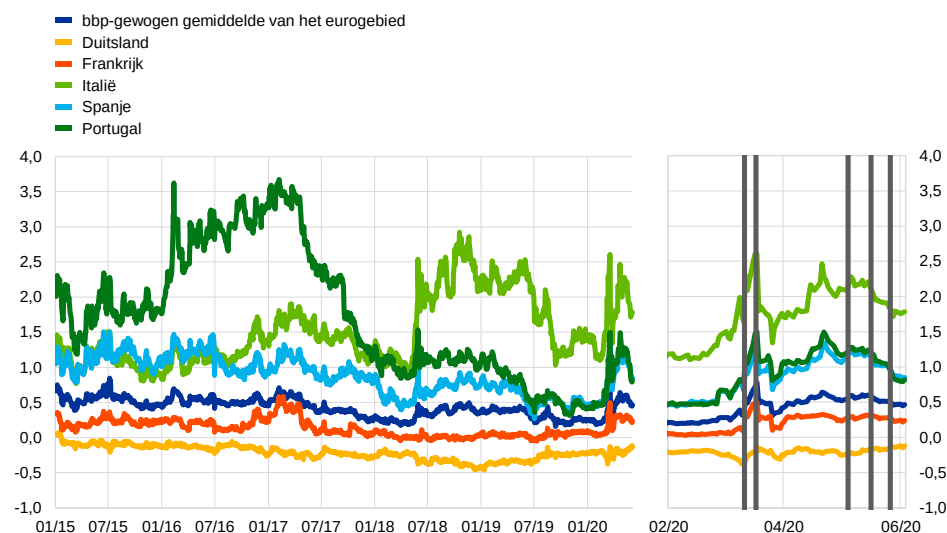
Toelichting: Daggegevens. De verticale grijze lijnen geven aan (van links naar recht): Vergadering Raad van Bestuur maart (12 maart 2020), bekendmaking PEPP (18 maart 2020), uitspraak Duitse Federale Constitutionele Hof (5 mei 2020), Frans-Duits voorstel voor Europees herstellfonds van € 500 miljard (18 mei 2020), voorstel Europese Commissie voor "Next Generation EU"-herstelinstrument van € 750 miljard (27 mei 2020). De meest recente waarnemingen betreffen woensdag 3 juni 2020.

De ecarts op de overheidsobligaties in het eurogebied ten opzichte van de OIS-rente (Overnight Index Swap) zijn verkleind na de aankondiging van het PEPP, maar blijven boven de waarden die ten tijde van de vergadering van de Raad van Bestuur op 12 maart werden waargenomen (zie Grafiek 6). De ecarts op Duitse, Franse, Italiaanse, Spaanse en Portugese tienjaars overheidsobligaties stegen respectievelijk met 20, 16, 14, 18 en 5 basispunten naar -0,12, 0,24, 1,78, 0,85 en 0,82 procentpunten. Het bbp-gewogen ecart op tienjaars overheidsobligaties voor het eurogebied nam dan ook met 16 basispunten toe naar 0,47 procentpunten. Deze algehele stijging gaat gepaard met enige volatiliteit. Factoren die van invloed zijn op de rating van overheden, zoals de downgrade van Italië van BBB naar BBB- door Fitch op 28 april, de uitspraak van het Duitse Federale Constitutionele Hof met betrekking tot het aankoopprogramma voor overheidsobligaties en de aarzelende vooruitgang met betrekking tot de financiering van gemeenschappelijke begrotingsmaatregelen als reactie op het coronavirus droegen bij tot een vergroting van de meeste ecarts. Meest recentelijk zijn de ecarts op overheidsobligaties voor Frankrijk, Italië, Spanje en Portugal gedaald als gevolg van het Frans-Duitse voorstel voor een herstellfonds en het "Next Generation EU"-voorstel van de Europese Commissie.

Grafiek 6

Rendementsecarts tussen tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied en de OIS-rente

(in procentpunten)



Bronnen: Thomson Reuters en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Het ecart wordt berekend door de tienjaars OIS-rente in mindering te brengen op het rendement op tienjaars overheidsobligaties. De verticale grijze lijnen geven aan (van links naar recht): Vergadering Raad van Bestuur maart (12 maart 2020), bekendmaking PEPP (18 maart 2020), uitspraak Duitse Federale Constitutionele Hof (5 mei 2020), Frans-Duits voorstel voor Europees herstellfonds van € 500 miljard (18 mei 2020), voorstel Europese Commissie voor "Next Generation EU"-herstelinstrument van € 750 miljard (27 mei 2020). De meest recente waarnemingen betreffen woensdag 3 juni 2020.

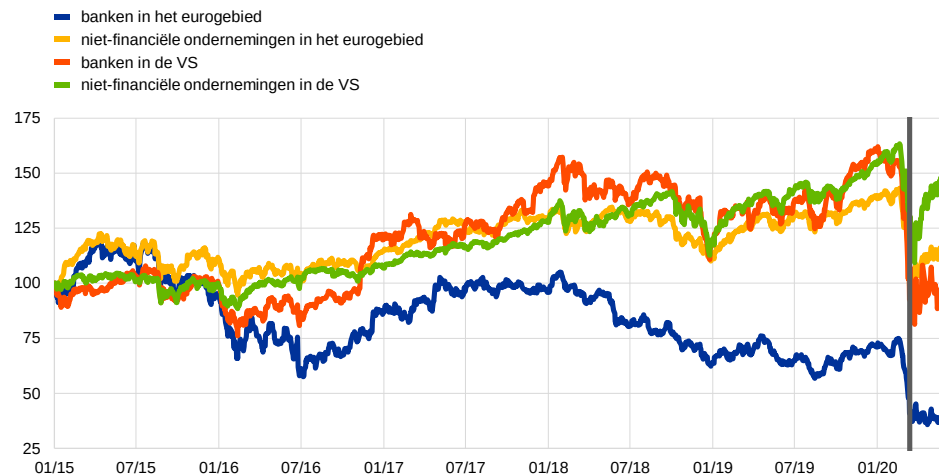
De aandelenkoersindices voor niet-financiële vennootschappen (non-financial corporations – NFC's) in het eurogebied zijn gestegen, waardoor een aanzienlijk deel van de verliezen die in februari en maart zijn geleden werd goedge maakt (zie Grafiek 7). De aandelenkoersen van NFC's in het eurogebied zijn tijdens de verslagperiode met 14% gestegen, ondersteund door een herstel van het risicosentiment en de perceptie dat de staartrisico's van een ophanden zijnde wereldwijde crisis tot op zekere hoogte zijn verdwenen. Het herstel van het risicosentiment heeft andere factoren die de aandelenkoersen drukten meer dan gecompenseerd, zoals de daling van de winstgroeiervwachtingen bij alle looptijden.⁵ Wereldwijd vertoonden Amerikaanse NFC's het sterkste herstel, waarbij de aandelenkoersen met 16% stegen. De aandelenkoersen van banken in het eurogebied zijn in de loop van de verslagperiode daarentegen met 5% gedaald, terwijl deze in de Verenigde Staten met 8% stegen.

⁵ Zie voor nadere gegevens het Kader "Coronavirus (COVID-19): angst op de markt afgeleid uit optiekoersen".

Grafiek 7

Aandelenkoersindices eurogebied en VS

(index: donderdag 1 januari 2015 = 100)



Bronnen: Thomson Reuters en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het begin van de nieuwe verslagperiode per 12 maart 2020 aan. De meest recente waarnemingen betreffen woensdag 3 juni 2020.

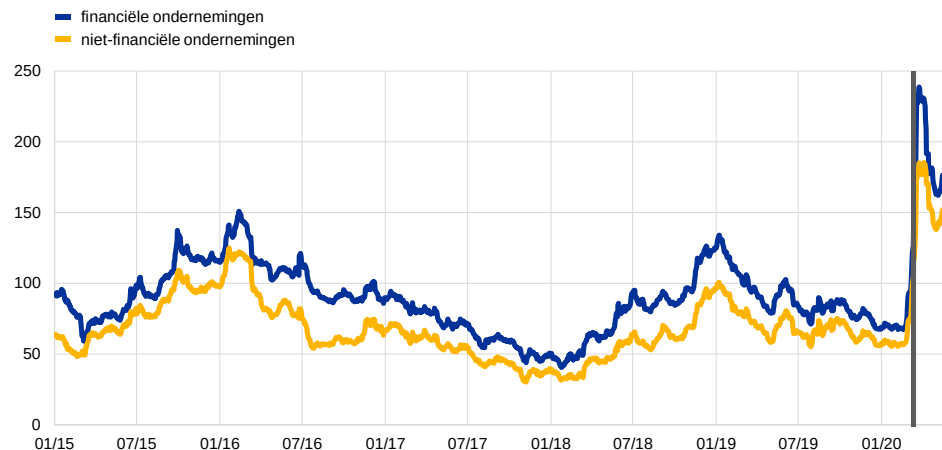
De ecarts op bedrijfsobligaties in het eurogebied namen tot medio maart toe maar zijn sindsdien na de introductie van het PEPP gedeeltelijk weer gedaald (zie Grafiek 8).

De ecarts op door NFC's uitgegeven kredietwaardige bedrijfsobligaties en door de financiële sector uitgegeven obligaties ten opzichte van de risicovrije rente stegen tussen het begin van de verslagperiode en 24 maart met respectievelijk 81 en 112 basispunten, met een hoogtepunt binnen deze periode van 185 respectievelijk 239 basispunten. Sindsdien zijn de ecarts op bedrijfsobligaties geleidelijk gedaald naar 121 en 146 basispunten. Over het algemeen weerspiegelt deze toename in grote mate een stijging van de surplus obligatiepremies, maar ook fundamentele kredietfactoren, zoals gemeten aan de hand van de ratings en de verwachte wanbetalingsfrequenties, verslechterden.

Grafiek 8

Rendementsecarts bedrijfsobligaties in het eurogebied

(basispunten)



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

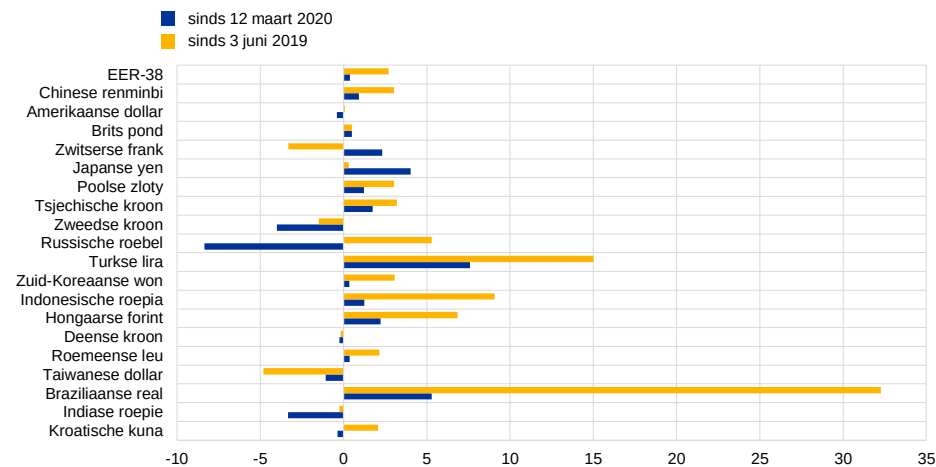
Toelichting: Ecarts worden berekend als ecarts tussen 'asset swaps' en de risicovrije rente. De indices omvatten obligaties met verschillende looptijden (maar met minimaal één jaar resterend) met een investment grade rating. De verticale grijze lijn geeft het begin van de nieuwe verslagperiode per 12 maart 2020 aan. De meest recente waarnemingen betreffen woensdag 3 juni 2020.

Op de valutamarkten is de waarde van de euro op handelsbasis nagenoeg onveranderd gebleven (zie Grafiek 9). De nominaal-effectieve wisselkoers van de euro, afgemeten aan de valuta's van 38 van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied, daalde tijdens de verslagperiode met 0,4%. Wat het bilaterale wisselkoersverloop betreft, steeg de euro in waarde ten opzichte van de belangrijkste valuta's, met name de Japanse yen (met 4,0%) en de Zwitserse frank (met 2,3%). De euro steeg ook in waarde ten opzichte van de valuta's van Brazilië en Turkije en de meeste valuta's van lidstaten buiten het eurogebied. Deze ontwikkelingen werden gedeeltelijk gecompenseerd door een lichte daling ten opzichte van de Amerikaanse dollar (met 0,4%). De euro daalde ten opzichte van de Russische roebel (met 8,4%) en de Zweedse kroon (met 4,0%), waardoor een eerdere sterke waardeinstijging, die het gevolg was van de onzekerheid veroorzaakt door de COVID-19-pandemie, enigermate ongedaan werd gemaakt.

Grafiek 9

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

(mutaties in procenten)



Bron: ECB.

Toelichting: EER-38 is de nominaal-effectieve wisselkoers van de euro ten opzichte van de valuta's van 38 van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied. 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 woensdag 3 juni 2020.

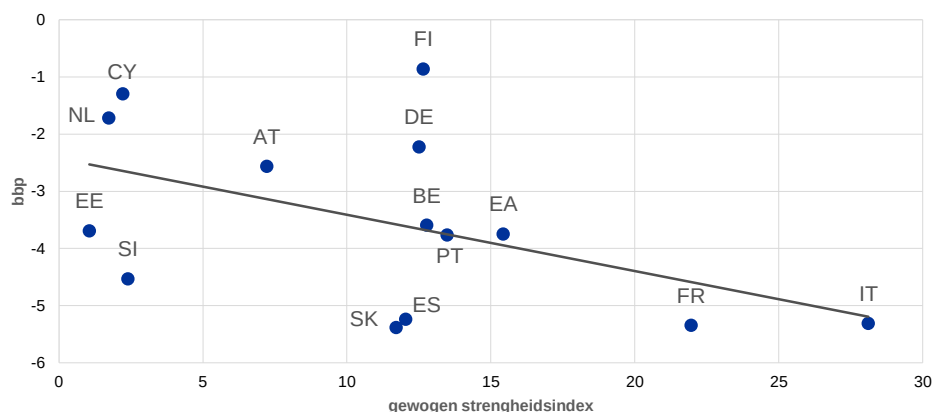
De reële bbp-groei van het eurogebied is in het eerste kwartaal van 2020 op ongekende schaal gedaald, tegen een achtergrond van strenge lockdownmaatregelen die de landen van het eurogebied hebben genomen om de verspreiding van het coronavirus (COVID-19) in te dammen. Hoewel hoogfrequente indicatoren en de meest recente enquêteresultaten recent hebben gewezen op enkele bescheiden verbeteringen in het niveau van de economische bedrijvigheid naarmate een aantal landen hun lockdownmaatregelen begonnen te versoepelen, wijst de zware weerslag op de bedrijvigheid in april en mei op een verdere daling in het tweede kwartaal van 2020. Verwacht wordt dat de economische bedrijvigheid in het eurogebied zal opleven in de tweede helft van 2020, ondersteund door gunstige financieringsvoorwaarden, een expansieve begrotingskoers en een hervatting van de mondiale bedrijvigheid, hoewel de algemene snelheid en omvang van de opleving zeer onzeker blijven. De door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties voor het eurogebied van juni 2020 voorzien, op basis van de veronderstellingen van het basisscenario, een daling van de reële bbp-groei met 8,7% op jaarbasis in 2020, maar een opleving met 5,2% in 2021, en met 3,3% in 2022. Vergeleken met de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2020 zijn de vooruitzichten voor de reële bbp-groei aanzienlijk neerwaarts bijgesteld met 3,9 procentpunten in 2021 en 1,9 procentpunten in 2022.

De bedrijvigheid in het eurogebied is in het eerste kwartaal van 2020 ongekend sterk gedaald, te midden van de beperkende maatregelen naar aanleiding van COVID-19 en de daarmee gepaard gaande extreme onzekerheid. Het reële bbp liet een recorddaling optekenen van 3,8% op kwartaalbasis in het eerste kwartaal van 2020, tegen een achtergrond van strenge lockdownbeleidsmaatregelen in de meeste landen van het eurogebied vanaf medio maart. De door COVID-19 veroorzaakte krimp was heterogeen in de verschillende landen en sectoren. In de grootste economieën van het eurogebied daalde de economische bedrijvigheid forser in Frankrijk, Italië en Spanje dan in Duitsland en Nederland. De economische groei in de landen van het eurogebied in het eerste kwartaal van 2020 was negatief gecorreleerd met de restrictiviteit van de socialdistancingmaatregelen en de lockdowns om de verspreiding van COVID-19 tegen te gaan (zie Grafiek 10). Over het geheel genomen vertaalde het effect van de lockdownmaatregelen zich in een aanzienlijke krimp van de industriële productie in het eurogebied, die in maart 2020 met een ongekende 11,3% op maandbasis daalde en in het eerste kwartaal van 2020 met 3,3% op kwartaalbasis. Ook de bezettingsgraad van de productiecapaciteit viel scherp terug met 11 procentpunten tot 69,7% in de verwerkende industrie en met ongeveer 5 procentpunten tot 85,6% in de dienstensector, volgens de enquêtegegevens voor het eerste kwartaal van 2020.

Grafiek 10

Reëel bbp en de strengheid van de reactie van de regering op COVID-19 in het eerste kwartaal van 2020

(mutaties in procenten op kwartaalbasis; gewogen strengheidsindex)



Bronnen: Eurostat, Oxford COVID-19 Government Response Tracker en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De dagelijkse index voor elk land wordt gewogen op basis van het aantal dagen op verschillende strengheidsniveaus in het eerste kwartaal van 2020. In deze grafiek vertegenwoordigt het eurogebied een dagelijks, bbp-gewogen gemiddelde van de landen waarvoor gegevens beschikbaar zijn.

De arbeidsmarkten in het eurogebied zijn zwaar getroffen door de beheersingsmaatregelen naar aanleiding van COVID-19. De werkgelegenheid daalde in het eerste kwartaal van 2020 met 0,2%, na een stijging met 0,3% in het vierde kwartaal van 2019. De milde daling van de werkgelegenheid wordt voornamelijk verklaard door beleidsmaatregelen⁶, zoals de invoering van regelingen voor werktijdverkorting en een aanvullend beleidspakket dat ontslagen moet helpen te voorkomen en zelfstandigen moet ondersteunen. Regelingen voor werktijdverkorting beperken de toename van het aantal werklozen en vergroten de flexibiliteit van de arbeidsmarkt om cyclische schommelingen het hoofd te bieden. Op dit moment betekent dit een aanzienlijke vermindering van het aantal gewerkte uren per persoon gedurende een vooraf bepaalde periode.⁷ Daarom daalde de werkgelegenheid in het eerste kwartaal van 2020 minder sterk dan het bbp, wat neerkomt op een aanzienlijke daling van de arbeidsproductiviteit per werknemer met 3,5% in het eerste kwartaal van 2020.

Recente kortetermijnindicatoren voor de arbeidsmarkt wijzen op een forse verslechtering op de arbeidsmarkt, terwijl de lichte stijging van de werkloosheidsgraad ook een weerspiegeling is van statistische kwesties die verband houden met de lockdowns en het matigende effect van de ongekende beleidsmaatregelen ter ondersteuning van de werkgelegenheid. De werkloosheidsgraad in het eurogebied steeg van 7,1% in maart tot 7,3% in april 2020. De stijging van de werkloosheidsgraad houdt niet volledig rekening met de negatieve gevolgen van de pandemie, aangezien ze de impact op de arbeidsmarkt weerspiegelt van de beheersingsmaatregelen naar aanleiding van COVID-19

⁶ Voor een beoordeling van de reactie van de arbeidsmarktvariabelen op de grote financiële crisis vanuit een regionaal perspectief wordt verwezen naar het Kader „Regionale arbeidsmarktontwikkelingen tijdens de grote financiële crisis en het daaropvolgende herstel” in dit Economisch Bulletin.

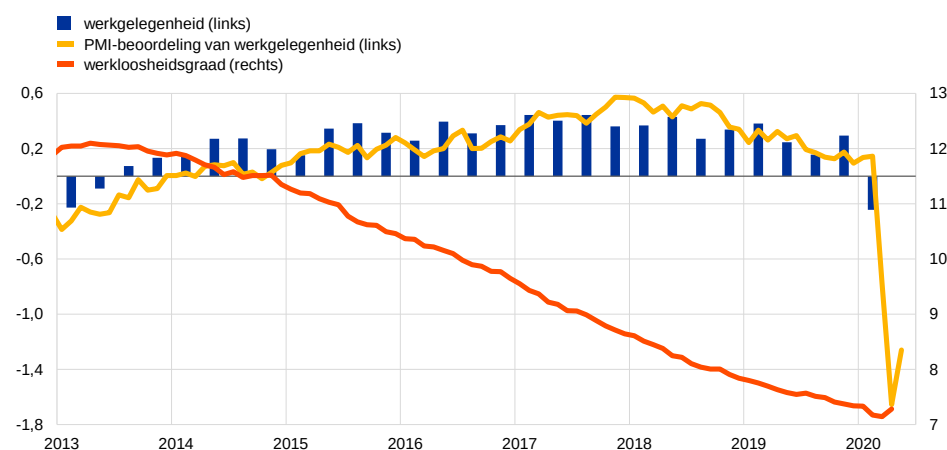
⁷ Voor meer informatie, zie het Kader “Regelingen voor werktijdverkorting en de impact ervan op de lonen en op het beschikbaar inkomen” in dit Economisch Bulletin.

(waaronder lockdowns die in een aantal landen pas medio maart werden ingevoerd), de vaststelling van arbeidsmarktbeleid om de werkgelegenheid te versterken en permanente ontslagen te voorkomen, en problemen bij de statistische classificatie tijdens de lockdownperiode. Recente enquêteresultaten geven een meer actuele indicatie van de ontwikkelingen op de arbeidsmarkt en suggereren dat de arbeidsmarkt zich nu in een diepe krimp bevindt. Er was evenwel een beperkte opleving in mei 2020, die een eerste versoepeling van de lockdownmaatregelen in die maand weerspiegelt (zie Grafiek 11).

Grafiek 11

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

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



Bronnen: Eurostat, Markit en berekeningen van de ECB.

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

Een groot deel van de particuliere consumptie is sinds medio maart ingestort.

De kleinhandel in het eurogebied daalde in maart 2020 met 11% op maandbasis. Deze gegevens zijn slechts een gedeeltelijke weerspiegeling van de consumptiedaling tijdens de lockdowns, die in de meeste landen van het eurogebied pas medio maart werd ingevoerd. De maandelijkse kleinhandelverkoop in april viel verder terug met 12% op maandbasis, met een bijna volledige ineenstorting in andere uitgavencategorieën zoals auto's en vakanties. In mei 2020 begon het consumentenvertrouwen in het eurogebied uit te vlakken naarmate de lockdowns geleidelijk werden versoepeld. Hoewel de daling van het gezinsinkomen beperkt was, zal de spaarquote waarschijnlijk fors toenemen.⁸ Dit weerspiegelt standaardkanalen zoals (anticyclisch) voorzorgssparen en kredietbeperkingen, maar er zijn aanwijzingen dat een van de oorzaken ook „gedwongen sparen” is. Huishoudens waarvan het inkomen niet was aangetast, begonnen aanzienlijke bankdeposito's op te bouwen, aangezien ze geen niet-essentiële goederen en diensten konden kopen.⁹ Opgebouwd spaargeld zou een sterke opleving van de

⁸ Zie ook het Kader “Regelingen voor werktijdverkorting en de impact ervan op de lonen en op het beschikbaar inkomen” in dit Economisch Bulletin.

⁹ Zie “L’impact de la crise du Covid-19 sur la situation financière des ménages et des entreprises”, Banque de France, 2020.

niet-essentiële consumptie in de tweede helft van 2020 kunnen financieren. Dit is echter in hoge mate afhankelijk van de nog resterende onzekerheid rond de gezondheidscrisis en de arbeidsmarktomstandigheden, die tot meer voorzorgssparen zouden kunnen leiden.

De bedrijfsinvesteringen zullen naar verwachting in het eerste kwartaal van 2020 sterker afgenomen zijn dan het bbp, en in het tweede kwartaal wordt een verdere daling verwacht. Als gevolg van de ernstig verstoorde toelieferingen sinds medio maart door het uitbreken van COVID-19 in Europa, viel de productie van kapitaalgoederen in het eurogebied in het eerste kwartaal van 2020 terug met 6,4% op kwartaalbasis en daalde de bezettingsgraad. De niet-bouwinvesteringen namen op kwartaalbasis af met 4,1% in Duitsland, 9,3% in Frankrijk (investeringen door niet-financiële vennootschappen), 8,3% in Italië, 2,4% in Spanje en 6,6% in Nederland. Bovendien blijkt uit de laatste enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied¹⁰ dat de vraag van ondernemingen van het eurogebied naar leningen en kredietlijnen in het eerste kwartaal van 2020 sterk is toegenomen, aangezien ondernemingen bankfinanciering gebruikten om noodliquiditeit te verzekeren om lopende betalingen (zoals huur en lonen) te dekken tegen een achtergrond van ingestorte inkomsten. Tegelijkertijd nam de vraag naar leningen voor investeringsdoeleinden sterk af. De sterke daling van het vertrouwen en de productieverwachtingen en de achteruitgang van de orderportefeuilles en de verkoop in de kapitaalgoederensector in april, samen met de heersende verhoogde onzekerheid, wijzen op een beduidende inkrimping van de investeringen in vaste activa in het tweede kwartaal.

Na een aanzienlijke verslechtering in het eerste kwartaal van 2020 zouden de investeringen in woningen in het eurogebied in het tweede kwartaal nog sterker kunnen krimpen. Uit de beschikbare landengegevens voor het eerste kwartaal blijkt dat de bouwinvesteringen fors zijn gedaald in Frankrijk (-13,8%, op kwartaalbasis), Italië (-7,9%) en Spanje (-9,6%), terwijl deze in Duitsland (4,1%) en Nederland (5,6%) verrassend zijn verbeterd. Deze gegevens wijzen op een aanzienlijke daling van de investeringen in woningen in het eurogebied in het eerste kwartaal. Aangezien de enquêtegebaseerde Purchasing Managers' Index (PMI) voor de output van woningen en de indicator van de Europese Commissie voor het vertrouwen in de bouwsector in april instortte, zou de verslechtering op de huizenmarkten in het eurogebied in het tweede kwartaal zelfs nog kunnen toenemen. Aan de aanbodzijde was de bedrijvigheid in de bouwnijverheid beperkt, aangezien de lockdownmaatregelen hebben geleid tot de sluiting van bouwplaatsen in verschillende landen en de materiaalkosten zijn gestegen. Aan de vraagzijde ging deze verslechtering gepaard met een scherpe daling van de indicator van de Europese Commissie voor de voornemens om geld te besteden aan renovaties en van de vraag naar woningkredieten volgens de enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied. Deze verzwakking van de vraag heeft zelfs gevolgen gehad voor de landen die de minst strenge maatregelen hebben genomen, zoals Duitsland en Nederland.

¹⁰ Zie ook "[The euro area bank lending survey – First quarter of 2020](#)", ECB, april 2020.

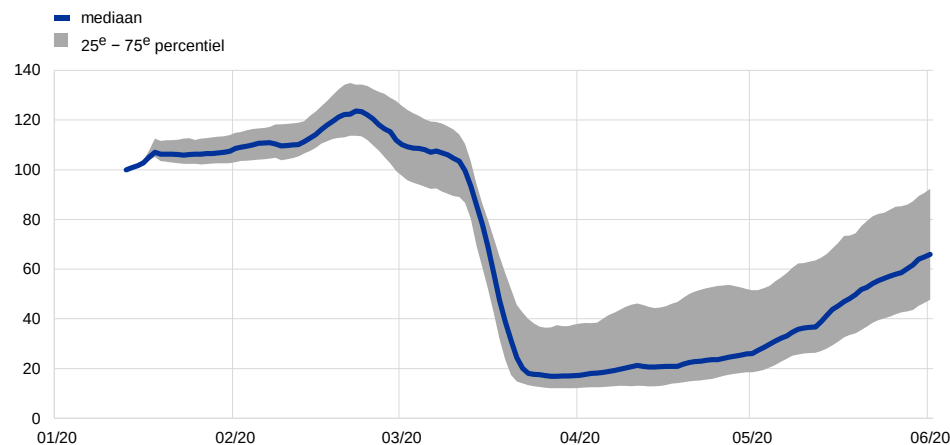
De krimp van de handel in het eurogebied zal naar verwachting in het tweede kwartaal van 2020 zijn toegenomen. In het eerste kwartaal nam de handel in goederen binnen het eurogebied sterker af dan de handel met landen buiten het eurogebied als gevolg van de COVID-19-beheersingsmaatregelen die vanaf maart door de landen van het eurogebied werden genomen. Voor het tweede kwartaal van 2020 wordt een ongekende daling verwacht, zoals wordt gesuggereerd door de ineensstorting van de index voor nieuwe uitvoerorders tot 18,9 in april (tegenover 49,5 begin 2020). De eerste tekenen van een zeer geleidelijke expansie worden verkregen uit dezelfde voorlopende indicator die zich herstelt tot 28,7 in mei. De handel in het eurogebied is bijzonder blootgesteld aan de COVID-19-schok als gevolg van een aantal specifieke kenmerken. Ten eerste is Europa een belangrijke toeristische bestemming, goed voor 30% van de wereldwijde inkomsten uit toerisme. Bijgevolg is de regio zwaar getroffen door reisverboden, beperkingen van de bewegingsvrijheid en lockdownmaatregelen. De gevolgen zijn natuurlijk het grootst in de landen van het eurogebied waar het toerisme een groot deel van het bbp uitmaakt. Ten tweede hebben de buitengewone mate van onzekerheid en het daaruit voortvloeiende uitstel van investeringsbeslissingen met name de handel in duurzame producten, een kerncomponent van de uitvoer van het eurogebied, negatief beïnvloed. Ten derde worden schokken in de economieën van het eurogebied door spillover- en spillbackeffecten via regionale productienetwerken overgedragen en vergroot, en kunnen ze leiden tot een forsere krimp in de intra-eurogebiedstromen dan in de totale handelsstromen.

Op korte termijn wordt een grotere daling van de groei van het eurogebied verwacht in het tweede kwartaal van 2020. Hoewel de meeste landen sinds begin mei de strenge lockdownmaatregelen zijn beginnen te versoepelen, suggereren hoogfrequente gegevens slechts enkele bescheiden verbeteringen in de bedrijvigheid. De indicatoren voor het elektriciteitsverbruik en de mobiliteit bijvoorbeeld zijn sindsdien slechts matig gestegen (zie Grafiek 12). Ook meer conventionele enquête-indicatoren wijzen in die richting. De Economic Sentiment Indicator (ESI) van de Europese Commissie is enigszins verbeterd tot 67,5 in mei, ten opzichte van zijn historisch dieptepunt van 64,9 in april, maar bleef gemiddeld ruim onder de 100,6 die in het eerste kwartaal van 2020 werd opgetekend. Ondanks het herstel van zijn historisch dieptepunt van 13,6 in april, suggereerde de flashraming van de samengestelde PMI voor mei van 31,9 dat de bedrijvigheid in het tweede kwartaal van 2020 bleef krimpen. Er waren evenwel een aantal verschillen tussen de sectoren, aangezien de index voor de verwerkende industrie fors steeg tot 35,6 tegen 18,1 in april, terwijl de bedrijvigheid in de dienstensector op een zwakker peil bleef van 30,5 tegen 12,0 in april. De op bedrijfsenquêtes gebaseerde indicatoren van de Europese Commissie wijzen ook op matige bedrijvigheid in de komende maanden, hoewel met enige verbetering in de sectoren die het zwaarst zijn getroffen door de COVID-19-beheersingsmaatregelen, waaronder levensmiddelen en dranken, accommodatie en motorvoertuigen.

Grafiek 12

Mobiliteit in de grootste landen van het eurogebied

(mutaties in procenten ten opzichte van de basisgegevens op 13 januari 2020; voortschrijdend zevendaags gemiddelde)



Bron: Apple Mobility Trends Reports.

Toelichting: Gegevens opgevraagd bij Apple Maps voor rijden, openbaar vervoer en wandelen in Duitsland, Frankrijk, Italië, Spanje en Nederland. De meest recente waarneming betreft 1 juni 2020.

Verwacht wordt dat de economische bedrijvigheid in het eurogebied in de tweede helft van 2020 zal opleven, op voorwaarde dat de

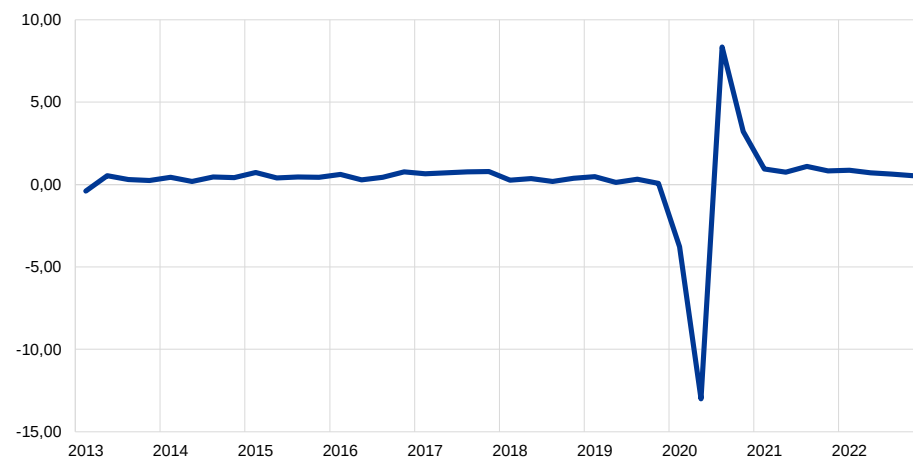
beheersingsmaatregelen worden versoepeld. De bedrijvigheid in het eurogebied zal naar verwachting opleven vanaf het derde kwartaal, naarmate de beheersingsmaatregelen verder worden versoepeld, ondersteund door gunstige financieringsvoorwaarden, een expansieve begrotingskoers en een hervatting van de mondiale bedrijvigheid, hoewel de algemene snelheid en schaal van de opleving zeer onzeker blijven. De door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2020 voorspellen dat de reële bbp-groei zal dalen met 8,7% op jaarbasis in 2020, en zal opleven met 5,2% in 2021 en 3,3% in 2022 (zie Grafiek 13). Vergeleken met de door medewerkers van de ECB opgestelde macro-economische projecties van maart 2020 werden de vooruitzichten voor de reële bbp-groei aanzienlijk neerwaarts herzien met 9,5 procentpunten voor 2020, en opwaarts bijgesteld met 3,9 procentpunten voor 2021 en met 1,9 procentpunten voor 2022. Niettemin zal de toegenomen mondiale onzekerheid over de uitvoering van plannen om terug te keren naar een normale situatie en de omvang van de krimp en het herstel in cruciale mate afhangen van de duur en de doeltreffendheid van de beheersingsmaatregelen, van het succes van het beleid dat de negatieve gevolgen voor inkomens en werkgelegenheid moet verzachten en van de mate waarin de aanbodcapaciteit en de binnenlandse vraag blijvend zijn getroffen. In dit verband illustreren twee alternatieve scenario's het effect van de COVID-19-pandemie naast de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische basisprojecties. In een mild scenario, uitgaande van een succesvolle beheersing van het virus, wordt een daling van het reële bbp van 5,9% op jaarbasis verwacht in 2020, een opleving met 6,8% in 2021 en een stijging met 2,2% in 2022. In een ernstig scenario, met een forse heropleving van de pandemie en de daarmee samenhangende beheersingsmaatregelen, zou het reële

bbp dalen met 12,6% op jaarbasis in 2020 en opleven met 3,3% in 2021 en stijgen met 3,8% in 2022.¹¹

Grafiek 13

Reëel bbp in het eurogebied (inclusief projecties)

(mutaties in procenten op kwartaalbasis)



Bronnen: Eurostat en de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2020, die op 4 juni 2020 op de website van de ECB werden gepubliceerd.

¹¹ Zie voor meer details het Kader [Alternatieve scenario's voor de economische vooruitzichten van het eurogebied](#) in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2020.

Volgens de flashraming van Eurostat is de HICP-inflatie in het eurogebied op jaarbasis gedaald tot 0,1% in mei 2020, ten opzichte van 0,3% in april. Volgens de huidige futuresprijzen voor olie zal de totale inflatie de komende maanden wellicht nog ietwat verder afnemen en tot het einde van het jaar gematigd blijven. Op middellange termijn zal de zwakkere vraag voor neerwaartse druk op de inflatie zorgen; die druk zal slechts voor een deel worden gecompenseerd door opwaartse druk als gevolg van aanbodbeperkingen. Deze beoordeling is ook grotendeels terug te vinden in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2020 voor het eurogebied, waarin wordt uitgegaan van een HICP-inflatie op jaarbasis van 0,3% in 2020, 0,8% in 2021 en 1,3% in 2022. Vergeleken met de voor maart 2020 door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties zijn de vooruitzichten voor de HICP-inflatie neerwaarts herzien met respectievelijk 0,8, 0,6 en 0,3 procentpunten. Verwacht wordt dat de HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen op jaarbasis 0,8% zal bedragen in 2020, 0,7% in 2021, en 0,9% in 2022.

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

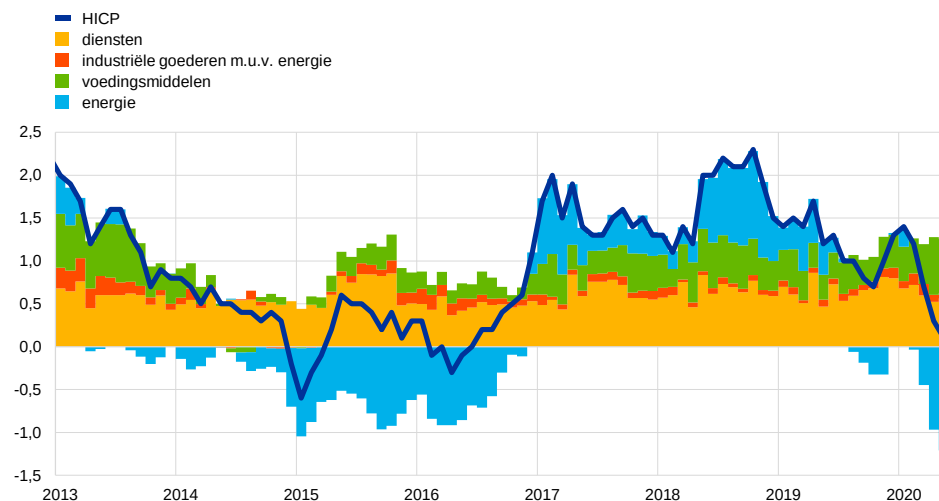
De daling van 0,3% in april tot 0,1% in mei weerspiegelde voornamelijk een daling van de inflatie voor energie en onbewerkte voedingsmiddelen, terwijl de HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen grotendeels ongewijzigd bleef. De afnemende energie-inflatie bleef de stuwende kracht achter de inflatiedynamiek, waarin nog steeds de scherpe daling van de olieprijs na het uitbreken van de wereldwijde coronapandemie (COVID-19) werd weerspiegeld. Daartegenover is de stijging van de voedingsmiddelenprijzen – in het bijzonder de prijsstijging voor onbewerkte voedingsmiddelen – opgeveerd tegen de achtergrond van de diverse beperkende maatregelen in het kader van COVID-19. In april liep die stijging op tot 3,6% en, hoewel ze licht vertraagde, namelijk tot 3,3% in mei, blijft ze aanzienlijk. Volgens Eurostat waren er in sommige landen en voor sommige producten nog steeds moeilijkheden wat het verzamelen van prijsgegevens betreft, en dat zorgde voor een groter aandeel van toerekeningen dan gewoonlijk. Dat aandeel van toerekeningen is in mei echter verkleind ten opzichte van april: de prijzen voor ongeveer een kwart van de mand die als basis dient voor de flashraming van de HICP-inflatie in het eurogebied werden als gevolg van de COVID-19-crisis toegerekend, vergeleken met ongeveer een derde in april.¹²

¹² Zie het [perscommuniqué van Eurostat](#) over de flashraming van de HICP-inflatie voor mei en de [HICP-methodologie van Eurostat](#).

Grafiek 14

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

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

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

De indicatoren van de onderliggende inflatie zijn tot dusver stabiel gebleken.

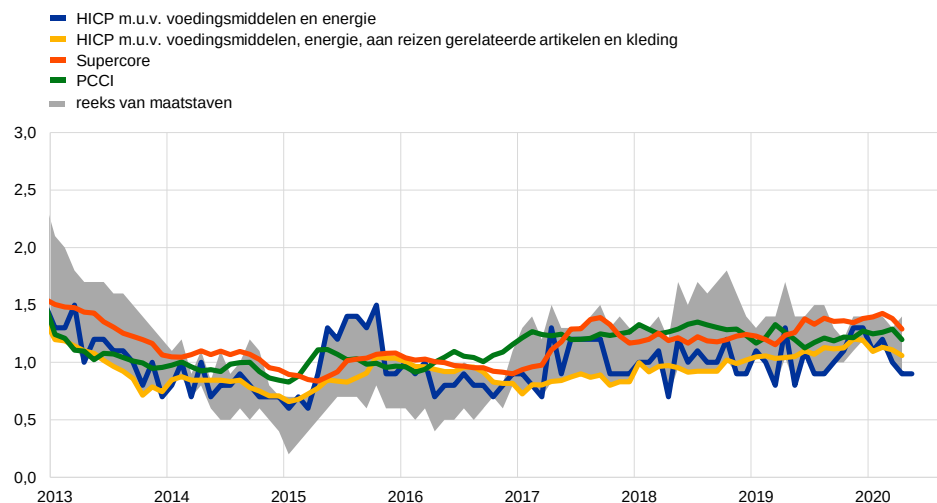
De HICP-inflatie ongerekend voedingsmiddelen en energie bleef in mei op 0,9%, ongewijzigd ten opzichte van april, vergeleken met 1,0% in maart en 1,2% in februari. De andere indicatoren van de onderliggende inflatie gaven meer gemengde signalen af (de gegevens zijn maar beschikbaar tot april; zie Grafiek 15). Terwijl de HICP-inflatie ongerekend energie, voedingsmiddelen, reisartikelen en kleding grotendeels onveranderd bleef, lieten de persistente en gemeenschappelijke inflatiecomponent (Persistent and Common Component of Inflation indicator) en de Supercore-indicator¹³ een lichte daling optekenen. Zoals hierboven vermeld, zijn alle afgeleide indicatoren van de onderliggende inflatie momenteel evenwel met extra onzekerheid omgeven aangezien hun brongegevens beïnvloed kunnen zijn door de problemen rond het verzamelen en meten van de HICP-gegevens.

¹³ Voor meer informatie over deze indicatoren van de onderliggende inflatie, zie de Kadern 2 en 3 in het artikel "Measures of underlying inflation for the euro area", *Economisch Bulletin*, nummer 4, ECB, 2018.

Grafiek 15

Indicatoren van de onderliggende inflatie

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente gegevens betreffen mei 2020 voor de HICP ongerekend energie en voedingsmiddelen (flashraming) en april 2020 voor alle andere indicatoren. De reeks indicatoren van de onderliggende inflatie omvat: de HICP ongerekend energie; de HICP ongerekend energie en onbewerkte voedingsmiddelen; de HICP ongerekend energie en voedingsmiddelen; de HICP ongerekend energie, voedingsmiddelen, reisartikelen en kleding; het getrimd gemiddelde 10% van de HICP; het getrimd gemiddelde 30% van de HICP; en de gewogen mediaan van de HICP. De groeicijfers voor de HICP ongerekend energie en voedingsmiddelen voor 2015 zijn opwaarts vertekend als gevolg van een methodologische wijziging (zie het Kader "Een nieuwe methode voor de prijsindex voor georganiseerde reizen in Duitsland en de invloed hiervan op de HICP-inflatie", Economisch Bulletin, nummer 2, ECB, 2019).

De prijsdruk in het productieproces voor de HICP industriële goederen ongerekend energie lijkt tijdens de latere stadia van de toeleveringsketen enigszins te verzwakken.

De producentenprijsinflatie voor de binnenlandse afzet van consumptiegoederen ongerekend voedingsmiddelen, die een indicator is voor de prijsdruk in de latere stadia van de toeleveringsketen, bleef – op jaarbasis – verder dalen tot 0,5% in april, ten opzichte van 0,6% in maart en 0,7% in februari. Het overeenkomstig jaar-op-jaar stijgingstempo van de invoerprijzen daalde tot 0,1% in maart, tegen 0,5% de maand ervoor, wat deels het gevolg kan zijn van een zekere neerwaartse druk van de recente appreciatie van de effectieve wisselkoers van de euro. Tijdens de eerdere stadia van de binnenlandse prijsketen, liep de prijsstijging voor halffabricaten scherp terug doordat de lagere oliepijzen werden doorberekend en ook als gevolg van de effecten van de sterkere euro. Voor de halffabricaten daalde de producentenprijsinflatie tot -2,7% in april, tegen -1,8% in maart en -1,2% in februari, terwijl de stijging van de invoerprijzen scherp terugliep tot -1,3% in maart, tegen -0,1% in februari.

De loongroei vertraagde. De jaar-op-jaar groei van de loonsom per werknemer kwam in het vierde kwartaal van 2019 op 1,7% uit, tegen 2,1% in het derde kwartaal (zie Grafiek 16). De impact, op de loongroei, van de maatregelen die door het arbeidsmarktbeleid werden geactiveerd als reactie op de pandemie, bijvoorbeeld regelingen voor werktijdverkorting, zal afhangen van de manier waarop dergelijke regelingen in de officiële statistieken worden behandeld.¹⁴ De jaar-op-jaar groei van

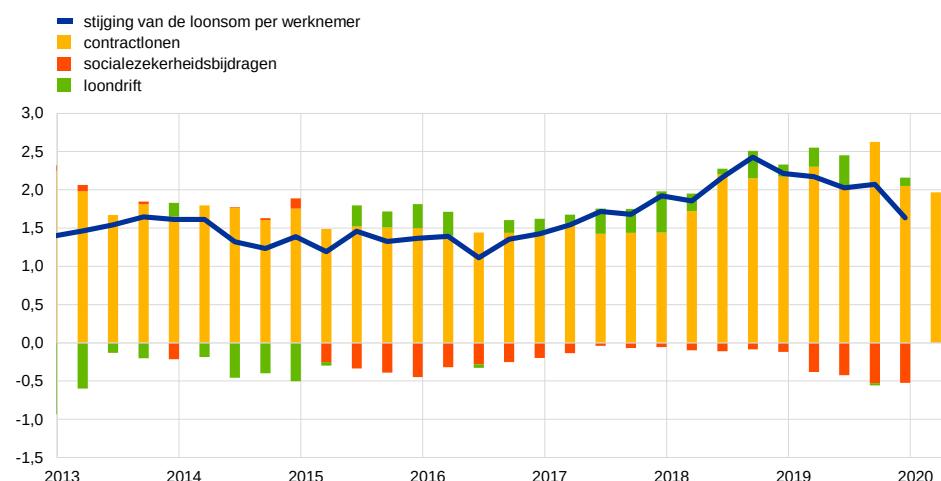
¹⁴ Voor meer informatie, zie het Kader "Regelingen voor werktijdverkorting en de impact ervan op de lonen en op het beschikbaar inkomen", in dit Economisch Bulletin.

de contractlonen in het eurogebied bedroeg in het eerste kwartaal van 2020 2,0%, wat iets minder was dan de 2,1% in het vierde kwartaal van 2019. De stijging van de contractlonen zal wellicht aanhouden zoals vóór de crisis werd verwacht omdat ze de weerspiegeling is van in het verleden gesloten akkoorden. Iedere wijziging in de feitelijke loongroei zal zich dus vertalen in een overeenstemmende loondrift.

Grafiek 16

Bijdragen van de componenten van de loonsom per werknemer

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen het eerste kwartaal van 2020 voor de contractlonen en het vierde kwartaal van 2019 voor de overige componenten.

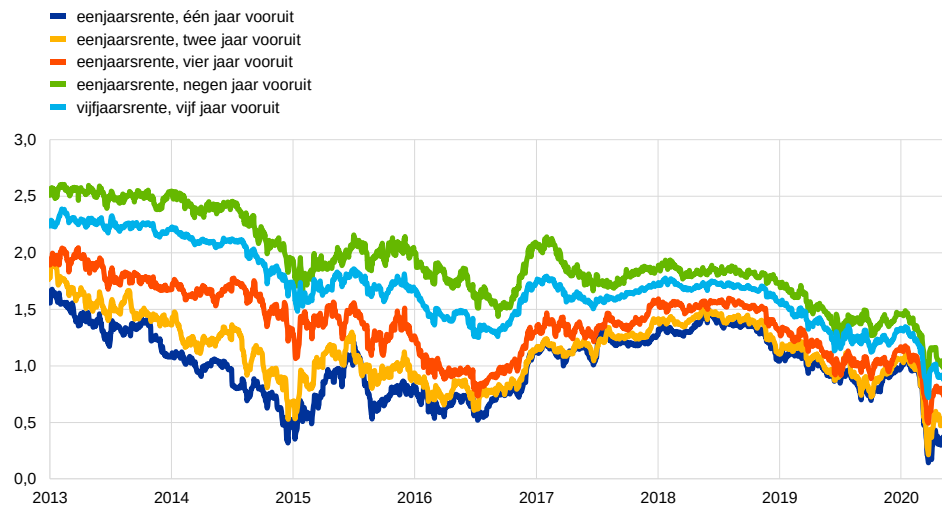
De marktindicatoren van de inflatieverwachtingen op langere termijn, die omstreeks medio maart tot een historisch dieptepunt waren gezakt, stegen opnieuw tot iets boven het niveau dat werd opgetekend aan het begin van de beschouwde periode, wat betekent dat ze zeer gematigd bleven (zie Grafiek 17).

De vijfjaars toekomstige inflatieswaprente vijf jaar vooruit, die zich op 23 maart 2020 op een ongekend dieptepunt van 0,72% bevond, herstelde zich vervolgens ietwat tot 1,02% op 3 juni 2020. De door de opties gesuggereerde (risiconeutrale) kans dat er zich tijdens de komende vijf jaar een deflatie zal voordoen, steeg in maart 2020 tot een ongeziene hoogte. Hoewel er zich recentelijk enige verbetering heeft voorgedaan, blijft deze indicator schommelen rond zijn hoogtepunten die werden opgetekend in de jaren 2015/16. Die kans op deflatie heeft deels te maken met de recente aanzienlijke dalingen van de olieprijs. Terzelfder tijd wijst het termijnprofiel van de marktindicatoren van de inflatieverwachtingen nog steeds op een langdurige periode van lage inflatie. Volgens de Survey of Professional Forecasters van de ECB over het tweede kwartaal van 2020, uitgevoerd in de eerste week van april 2020, en de meest recente enquêtes van Consensus Economics en de Euro Zone Barometer, bevonden de op enquêtes gebaseerde inflatieverwachtingen op lange termijn zich in april nog steeds op, of dicht in de buurt van een historisch laag niveau.

Grafiek 17

Marktindicatoren van de inflatieverwachtingen

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Thomson Reuters en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen 3 juni 2020.

De medewerkers van het Eurosysteem maken in hun macro-economische projecties van juni 2020 gewag van beduidend zwakkere inflatievooruitzichten over de projectieperiode. In de basisprojecties wordt ervan uitgegaan dat de totale HICP-inflatie in 2020 gemiddeld 0,3% zal bedragen; in 2021 zou dat 0,8% zijn en in 2022 1,3%. Die cijfers behelzen neerwaartse herzieningen van respectievelijk 0,8, 0,6 en 0,3 procentpunten ten opzichte van de door ECB-medewerkers samengestelde macro-economische projecties van maart 2020 (zie Grafiek 18). Op korte termijn impliceert de recente instorting van de olieprijsen een scherpe daling van de totale HICP-inflatie tot niveaus in de buurt van nul voor de komende kwartalen, voordat de basiseffecten in de energiecomponent begin 2021 voor een mechanische opvering zullen zorgen. Verwacht wordt dat ook de HICP-inflatie ongerekend voedingsmiddelen en energie op korte termijn zal teruglopen, zij het minder sterk dan de totale inflatie. De desinflatoire impact zal naar verwachting algemeen voelbaar zijn in de prijzen van diensten en goederen, aangezien de vraag zwak zal blijven. Die impact zal echter vermoedelijk voor een deel worden gecompenseerd door kostendruk in verband met verstoringen en tekorten aan de aanbodzijde. Op middellange termijn zal de inflatie wellicht stijgen naarmate de olieprijs omhoog zal gaan en de vraag zich zal herstellen. De HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen zal in 2020 naar verwachting teruglopen tot gemiddeld 0,8% en verder tot 0,7% in 2021. In 2022 zal dan wellicht een stijging volgen tot 0,9%. Vanwege de grote onzekerheid hebben medewerkers van het Eurosysteem ten slotte twee alternatieve inflatiescenario's opgesteld.¹⁵ Volgens het zachte scenario zou de totale inflatie tegen 2022 op 1,7% uitkomen, terwijl ze,

¹⁵ Zie voor meer details het Kader [Alternatieve scenario's voor de economische vooruitzichten van het eurogebied](#) in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2020.

volgens het overeenstemmende strenge scenario, aan het einde van de projectieperiode 0,9% zou bedragen.

Grafiek 18

HICP-inflatie van het eurogebied (inclusief projecties)

(annual percentage changes)



Bronnen: Eurostat en de [door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied, juni 2020](#), gepubliceerd op de website van de ECB op 4 juni 2020.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen het eerste kwartaal van 2020 (gegevens) en het vierde kwartaal van 2022 (projectie). De marges rond de centrale projecties zijn gebaseerd op de verschillen tussen de werkelijke uitkomsten en eerdere projecties die over een periode van enkele jaren werden uitgevoerd. De bandbreedte bedraagt tweemaal de gemiddelde absolute waarde van die verschillen. De methode die wordt gebruikt om de marges te berekenen, met een correctie voor uitzonderlijke gebeurtenissen, wordt toegelicht in de "[New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#)", ECB, december 2009. De afsluitingsdatum voor de gegevens opgenomen in de projecties was 25 mei 2020.

De coronapandemie heeft een krachtige versnelling van de monetaire dynamiek veroorzaakt, doordat bedrijven acuut behoefte hadden aan liquiditeit om lopende betalingen te financieren en economische subjecten vanwege de grote onzekerheid omtrent de pandemie een sterke voorkeur hadden om uit voorzorg liquiditeiten aan te houden. De binnenlandse kredietverlening was de belangrijkste bron van geldschepping, vooral leningen aan niet-financiële ondernemingen (non-financial corporations – NFC's) en nettoaankopen van staatsobligaties door monetaire financiële instellingen (MFI's). De verstrekking van bancaire leningen tegen gunstige voorwaarden aan de economie van het eurogebied werd ondersteund door de tijdige en omvangrijke maatregelen van monetaire, budgettaire en toezichthoudende autoriteiten. Hierdoor werd in het eerste kwartaal van 2020 ook de totale externe financiering van bedrijven in het eurogebied gestimuleerd, terwijl de schuld-financiering via de markt bescheidener was, omdat de kosten daarvan met name in het eerste kwartaal van 2020 aanzienlijk stegen. De rentetarieven voor bankkredieten bereikten een historisch dieptepunt, waardoor de totale kosten van bedrijven om hun schulden te financieren laag bleven.

Uit voorzorg aangehouden liquiditeiten en een acute behoefte aan liquiditeit resulteerden in een sterke versnelling van de monetaire dynamiek. De groei op jaarbasis van M3 steeg in april verder naar 8,3%, vanaf 7,5% in maart, en lag circa 3 procentpunt boven het groeitempo in februari, d.w.z. vóór de brede verspreiding van de coronapandemie in het eurogebied (zie Grafiek 19). Deze stijging was het gevolg van grote maandelijkse kredietstromen in maart (toen de grootste kredietstromen sinds het begin van de derde fase van de Economische en Monetaire Unie werden waargenomen) en in april. De monetaire dynamiek werd bepaald door een combinatie van factoren, waaronder de liquiditeitsbehoeften van bedrijven, de voorkeur om uit voorzorg liquiditeit aan te houden in een tijd van grote onzekerheid, en de behoefte bij institutionele beleggers aan liquiditeitsbuffers om mogelijke verkopen op te vangen. De sterke geldgroei vloeide tevens voort uit de omvangrijke steunmaatregelen van monetaire en budgettaire autoriteiten en regelgevende en toezichthoudende instanties, die tot doel hadden de economie van voldoende liquiditeit te voorzien om de COVID-19-pandemie het hoofd te kunnen bieden. In dit klimaat kwam de groei op jaarbasis van het meest liquide monetaire aggregaat M1, dat bestaat uit girale deposito's en de chartale geldomloop, in april uit op 11,9%, tegen 10,4% in maart, en lag het bijna 4 procentpunt hoger dan in februari.

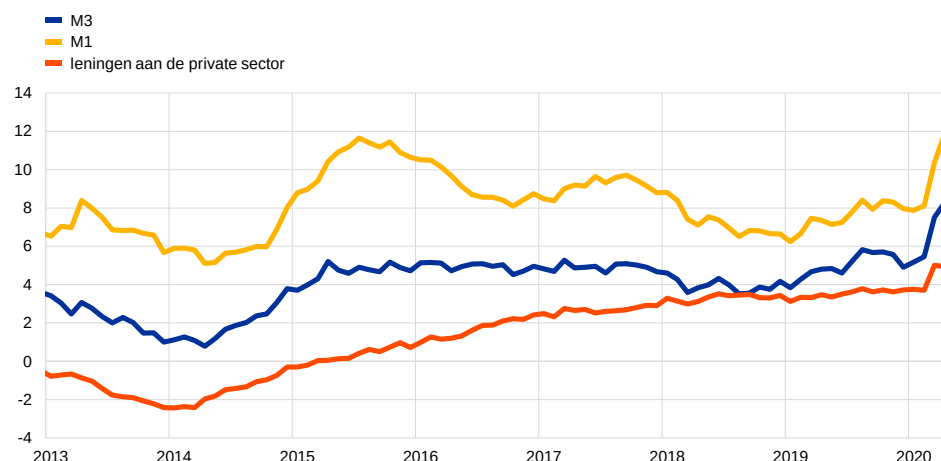
De belangrijkste bijdrage aan de geldgroei kwam opnieuw van de girale deposito's. De twaalfmaands groei van de girale deposito's steeg van 10,9% in maart naar 12,5% in april. De groei bij de deposito's werd voornamelijk veroorzaakt door deposito's aangehouden door bedrijven. Deze toename van deposito's uitte zich in de opbouw van liquiditeitsbuffers vanwege de grote onzekerheid rond de pandemie en was het gevolg van aanzienlijke kredietopneming bij banken, de uitgifte van bedrijfsobligaties en, tot op zekere hoogte, directe liquiditeitssteun van overheden. Tegelijkertijd bestaan er verschillen tussen de rechtsgebieden in de toename van door bedrijven aangehouden deposito's, wat kan duiden op verschillen in de mate waarin de liquiditeitsbehoeften van bedrijven zich reeds hebben

geconcretiseerd, onder andere als gevolg van het uiteenlopende verspreidingstempo van het virus in de verschillende landen. Ook andere financiële intermediairs dan MFI's (waaronder beleggingsfondsen) en huishoudens verhoogden hun depositotegoeden. De eerstgenoemden om hun liquiditeitsbuffers op te bouwen in het geval van verkopen en de laatstgenoemden voornamelijk uit voorzorg, maar ook vanwege de beperktere consumptiemogelijkheden tijdens de lockdown. De groei op jaarbasis van de chartale geldomloop steeg verder naar 8,0% in april, tegen 7,0% in maart, als gevolg van de neiging om liquiditeit op te potten in een periode van grote onzekerheid. De verhandelbare instrumenten (d.w.z. M3 min M2) droegen in april over het geheel genomen negatief bij aan de maandelijkse M3-cijfers. Als gevolg van de uitstroom uit geldmarktfondsen en een toename van door niet-monetaire financiële instellingen (niet-MFI's) aangehouden en door banken uitgegeven kortlopende schuldbewijzen in maart werden deze portefeuilleherschikkingen in april deels ongedaan gemaakt.

Grafiek 19

M3, M1 en leningen aan de private sector

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



Bron: ECB.

Toelichting: De leningen zijn gecorrigeerd voor verkopen en securitisaties van leningen en saldocompensatie (notional cash pooling). De meest recente waarnemingen betreffen april 2020.

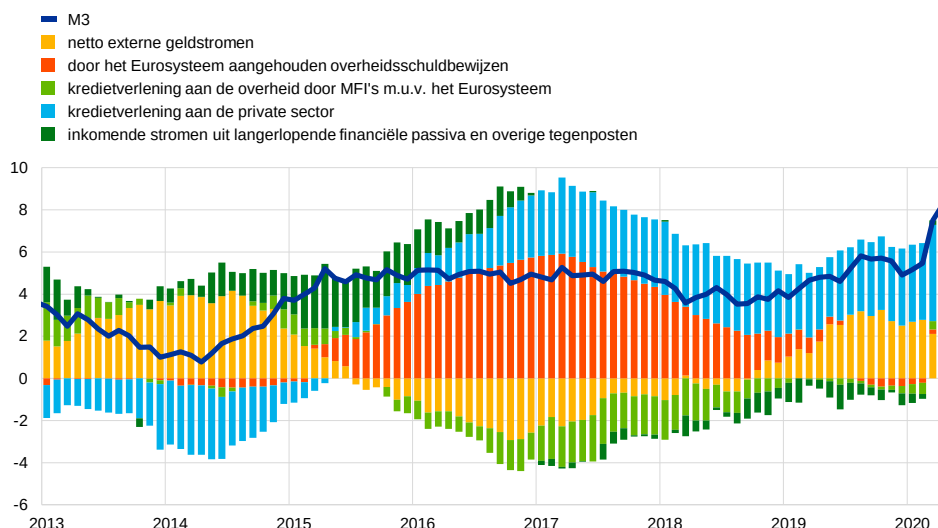
De binnenlandse kredietverlening aan zowel de private als de publieke sector zorgde voor een toename van de geldschepping.

Na een duidelijke stijging in maart nam de groei op jaarbasis van de kredietverlening aan de private sector in april nog iets toe (zie het blauwe gedeelte van de staven in Grafiek 20) als gevolg van een aanzienlijke groei van leningen aan bedrijven en een hogere aankoop van bedrijfsobligaties, terwijl de grote kredietstroom naar bedrijven gedeeltelijk teniet werd gedaan door de negatieve stroom van leningen aan niet-MFI's. Naast de kredietverlening aan de private sector is de groei op jaarbasis van de kredietverlening door het bankwezen (uitgezonderd het Eurosysteem) aan de overheidssector in april aanzienlijk gestegen (zie het lichtgroene gedeelte van de staven in Grafiek 20). Ondanks de intensivering van de aankoopprogramma's van het Eurosysteem hebben de banken in het eurogebied (uitgezonderd het Eurosysteem) per saldo grote hoeveelheden staatsobligaties aangekocht, voornamelijk van binnenlandse herkomst, deels als gevolg van de aanzienlijke

toename van de netto-uitgifte van overheidsschuld om het hoofd te bieden aan de pandemie. Bovendien nam de uitstroom van geld uit het eurogebied in april toe als gevolg van de verkoop van staatsobligaties van het eurogebied door niet-ingezetenen. De relatief gematigde netto externe geldstromen komen overeen met een combinatie van de uitstroom van kapitaal naar het land van herkomst voor niet-ingezetenen van het eurogebied en de instroom van kapitaal naar het land van herkomst voor ingezetenen van het eurogebied, in overeenstemming met de doorgaans sterkere gerichtheid van beleggers op het eigen land in perioden van grote onzekerheid (zie het gele gedeelte van de staven in Grafiek 20). Naast de toegenomen kredietverlening aan overheden in het eurogebied door MFI's (uitgezonderd het Eurosysteem) droegen de nettoaankopen van overheidsschuldbewijzen door het Eurosysteem in het kader van het programma voor de aankoop van activa (asset purchase programme – APP) van de ECB en met name het pandemie-noodaankoopprogramma (pandemic emergency purchase programme – PEPP) sterk bij aan de M3-groei (zie het rode gedeelte van de staven in Grafiek 20). Deze omvangrijke monetaire steunpakketten hadden tot doel de financiële markten te stabiliseren en de risico's voor de transmissie van het monetaire beleid en de macro-economische vooruitzichten van het eurogebied tijdens de pandemie te beperken. De langerlopende financiële passiva hadden in grote lijnen een neutraal effect op de geldgroei (zie het donkergroene gedeelte van de staven in Grafiek 20).

Grafiek 20 M3 en tegenposten

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



Bron: ECB.

Toelichting: Onder de kredietverlening aan de private sector vallen zowel MFI-leningen aan de private sector als door MFI's aangehouden schuldbewijzen die zijn uitgegeven door de private niet-MFI-sector in het eurogebied. Door het Eurosysteem in het kader van het aankoopprogramma voor bedrijfsobligaties (corporate sector purchase programme – CSPP) aangekochte schuldbewijzen van niet-MFI's vallen er derhalve ook onder. De meest recente waarnemingen betreffen april 2020.

De groei op jaarbasis van de kredietverlening aan de private sector nam tussen februari en april 2020 sterk toe doordat de inkomsten van bedrijven daalden en er vanwege de COVID-19-pandemie voorzorgskrediet werd opgenomen. De groei op jaarbasis van de MFI-leningen aan de private sector bleef

in april goeddeels stabiel op 4,9%, na een duidelijke stijging van 3,7% in februari naar 5,0% in maart (zie Grafiek 19). De groei was volledig toe te schrijven aan leningen aan bedrijven. De groei op jaarbasis van de kredietverlening aan bedrijven steeg verder, van 3,0% in februari en 5,5% in maart naar 6,6% in april (zie Grafiek 21). De substantiële stijging van de groei van de kredietverlening aan bedrijven in de meeste landen van het eurogebied was het gevolg van kredietopneming en een substantiële vraag naar nieuwe leningen ter dekking van lopende betalingsverplichtingen in een periode van dalende inkomsten tijdens de COVID-19-lockdowns, en van kredietopneming uit voorzorg ter overbrugging van mogelijke liquiditeitstekorten. Ook de omvangrijke overheidsmaatregelen, zoals garanties op leningen om de liquiditeit en solvabiliteit van bedrijven in de komende maanden te schragen, komen hierin tot uiting. Na de sterke vraag naar kortlopende leningen in maart, nam in april de vraag van bedrijven naar middellange en langlopende leningen aanzienlijk toe, omdat duidelijk werd dat de pandemie langer zou duren en omdat de steunregelingen van overheden primair korte- tot middellangetermijnleningen betreffen. De groeiende vraag naar leningen vanuit het bedrijfsleven werd ook door de banken gemeld in de [Enquête naar de bancaire kredietverlening voor het eurogebied](#) (Bank Lending Survey – BLS) van april 2020. Daarin werd de toename voornamelijk toegeschreven aan de financieringsbehoefte voor werkkapitaal, terwijl de financieringsbehoefte voor investeringen in vaste activa afnam. De tijdige en uitgebreide beleidsmaatregelen ondersteunden in het eerste kwartaal van 2020 de kredietverstrekking tegen gunstige voorwaarden. Dit wordt bevestigd door de resultaten van de BLS, die erop wijzen dat de acceptatiecriteria voor leningen aan bedrijven in het eerste kwartaal van 2020 per saldo slechts weinig zijn aangescherpt, vooral in vergelijking met de aanscherping tijdens de financiële crisis en de staatsschuldencrisis.

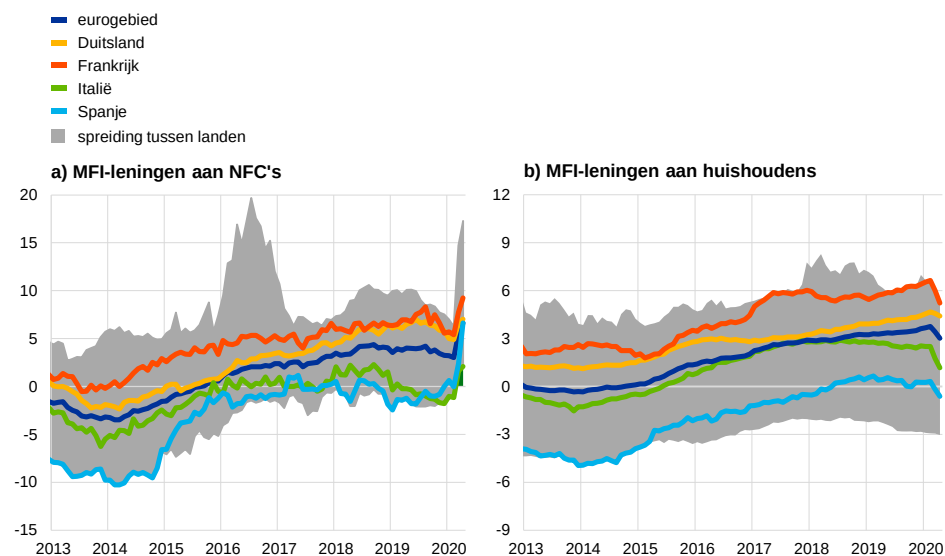
De groei op jaarbasis van leningen aan huishoudens daalde als gevolg van de grote onzekerheid rond de impact van de pandemie. In tegenstelling tot de kredietverlening aan bedrijven is de groei op jaarbasis van leningen aan huishoudens iets verder gedaald, van 3,4% in maart tot 3,0% in april. De gematigde groei van de kredietverlening aan huishoudens duidt op onzekerheid bij huishoudens over de impact van de pandemie op hun besteedbaar inkomen en werkgelegenheidsvooruitzichten. Terwijl de groei op jaarbasis van hypotheekleningen aan huishoudens in april globaal stabiel bleef op 3,9%, na 4,0% in maart, zakte de groei op jaarbasis van het consumptief krediet in, van 6,2% in februari en 3,8% in maart tot 1,3% in april. Dit stemt overeen met de ongekende daling van het consumentenvertrouwen en de detailhandelsverkopen tijdens de COVID-19-lockdown. De afnemende vraag naar leningen onder huishoudens wordt ook bevestigd door de resultaten van de BLS van april 2020.

Bovendien waren er aanzienlijke verschillen tussen de landen van het eurogebied in de groei van de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens, onder meer als gevolg van verschillen in economische groei, in de beschikbaarheid van andere financieringsbronnen en in de schuldenlast van huishoudens en bedrijven, hoewel het patroon in de grotere landen globaal overeenkwam.

Grafiek 21

MFI-leningen in specifieke eurolanden

(mutaties in procenten per jaar)



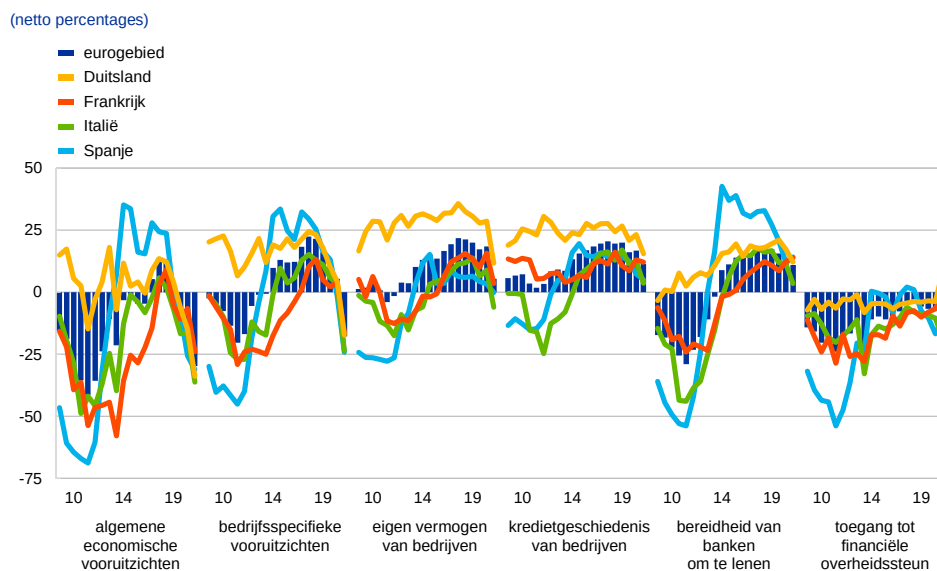
Bron: ECB.

Toelichting: De leningen zijn gecorrigeerd voor verkopen en securitisaties van leningen en in het geval van NFC's ook voor saldocompensatie (notional cash pooling). De spreiding tussen landen wordt berekend op basis van de minimum- en maximumwaarden bij een vaste steekproef van twaalf eurolanden. De meest recente waarnemingen betreffen april 2020.

Volgens de Enquête betreffende de toegang van ondernemingen in het eurogebied tot financiering (Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – SAFE) van mei 2020, maakten kleine en middelgrote ondernemingen (midden- en kleinbedrijf – mkb), die sterk afhankelijk zijn van bancaire financiering, melding van een verslechtering van de beschikbaarheid van leningen, grotendeels als gevolg van de verslechterde economische vooruitzichten in het halfjaar tot maart 2020 (zie Grafiek 22). Deze verslechtering deed zich in veel landen voor. In alle belangrijke sectoren, maar met name in de industrie-, diensten- en handelssector, kregen deze bedrijven te maken met negatieve ontwikkelingen, terwijl de bouwsector minder hard werd geraakt. Voor het eerst sinds september 2014 gaven kleine en middelgrote ondernemingen aan dat de zwakte van hun eigen omzet- en winstvooruitzichten ook een negatieve invloed had op de beschikbaarheid van externe financiering, ondanks de toegenomen bereidheid van banken om krediet te verstrekken en de nettodaling van de bancaire rentetarieven (zie het Kader getiteld “De COVID-19-pandemie en de toegang tot financiering voor het midden-en kleinbedrijf: informatie uit enquêtegegevens” en het artikel “Access to finance for small and medium sized enterprises since the financial crisis: evidence from survey data” in dit Economisch Bulletin). De aanhoudende bereidheid om krediet te verstrekken is in overeenstemming met de gegevens uit de BLS en met de nieuwe kredietstromen, die suggereren dat de kredietverlening aan kleine en middelgrote ondernemingen robuust is gebleven en dat er in het eerste kwartaal van 2020 geen noemenswaardige verschillen in de kredietverlening aan grote ondernemingen zijn waargenomen.

Grafiek 22

Factoren die de beschikbaarheid van bancaire leningen voor kleine en middelgrote ondernemingen beïnvloeden



Bron: ECB (SAFE).

Toelichting: De gegevens hebben betrekking op ronde 3 (maart-september 2010) tot en met ronde 22 (oktober 2019-maart 2020) van SAFE.

Mede dankzij de monetairbeleidsmaatregelen bleef de stijging van de kosten van schuldfinanciering voor de banken beperkt. De samengestelde kosten van schuldfinanciering voor de banken van het eurogebied, die in februari 2020 tot een zeer laag niveau waren gedaald, stegen in maart in de context van de oprukkende COVID-19-pandemie (zie Grafiek 23). De stijging was het gevolg van opwaartse druk op de rente op bankobligaties als gevolg van de hogere rente op staatsobligaties en varieerde aanzienlijk tussen de verschillende rechtsgebieden. Daarnaast heeft de bezorgdheid over negatieve gevolgen van de pandemie voor de kapitaalposities van banken een ongunstig effect op de kosten die banken moeten maken voor schuldfinanciering via de markt. Hoewel banken hun schokbestendigheid sinds de wereldwijde financiële crisis aanzienlijk hebben versterkt, zal de coronapandemie de kapitaalposities van banken negatief beïnvloeden, doordat activa lager worden gewaardeerd en er hogere voorzieningen voor verliezen op leningen moeten worden aangehouden.¹⁶ Toch bleef de verslechtering van de schuldfinancieringskosten voor banken al met al beperkt. De depositorente van de banken in het eurogebied, die het leeuwendeel van de bancaire financiering vormen, bleven in maart 2020 historisch laag en droegen daarmee bij aan de gunstige schuldfinancieringsvoorwaarden voor banken. De financieringscondities voor banken profiteren ook van de zeer gunstige voorwaarden van de derde reeks gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO III) en van de gunstige impact van het APP en het PEPP op de obligatierendementen, zoals de daling van de obligatierente na de aankondiging van

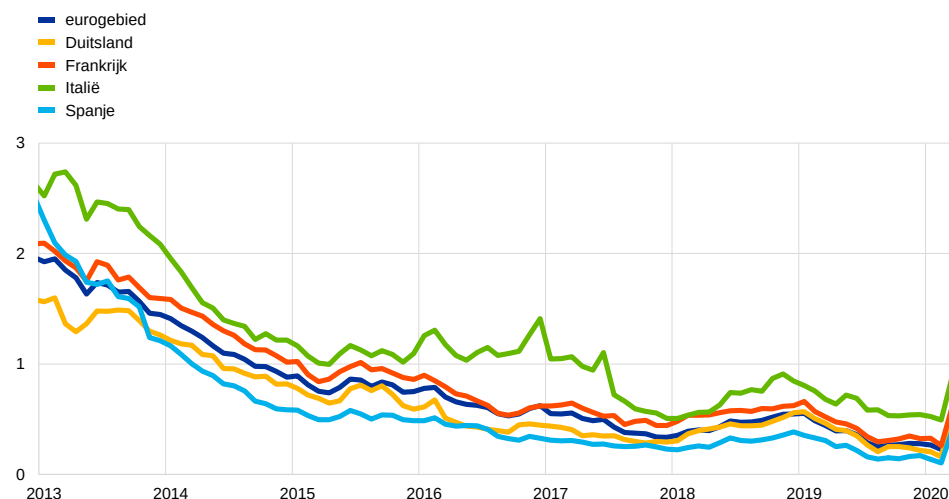
¹⁶ Zie [Financial Stability Review](#), ECB, mei 2020.

het PEPP op 18 maart. Dit beperkt het risico op een negatieve wisselwerking tussen de reële economie en de financiële sector tijdens de pandemie.

Grafiek 23

Samengestelde kosten van schuldfinanciering voor banken

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



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

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

De rentetarieven voor bankkredieten aan bedrijven bereikten een nieuw historisch dieptepunt, maar zullen waarschijnlijk weer iets gaan stijgen.

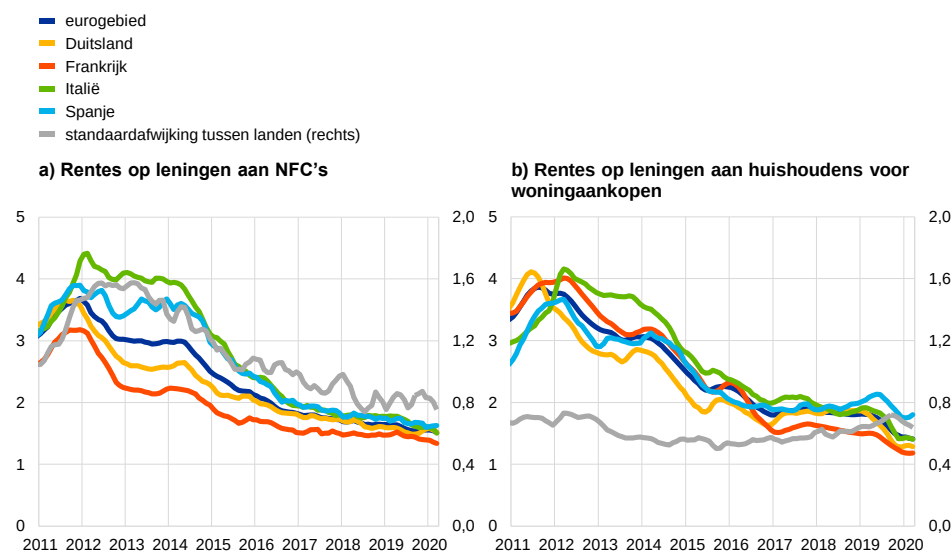
De samengestelde rentetarieven voor bankkredieten aan bedrijven en voor hypotheekleningen aan huishoudens bereikten in maart een nieuw historisch dieptepunt, uitkomend op respectievelijk 1,46% en 1,39% (zie Grafiek 24). Deze ontwikkeling deed zich in de meeste landen van het eurogebied voor en is het gevolg van de vertraagde doorwerking van de ontwikkeling van de markttarieven in de bancaire rentetarieven. Tegelijkertijd komt er in de komende maanden waarschijnlijk enige opwaartse druk op de rentetarieven voor bankkredieten, gezien de stijging van de financieringskosten van banken en het gebruik van marktreferentierentes voor de prijsstelling van bancaire leningen, zoals de interbancaire rente in het eurogebied (Euribor), die in de referentieperiode is gestegen. Bovendien zullen de ernstige economische gevolgen van de pandemie voor de inkomsten van bedrijven, de werkgelegenheidsvooruitzichten van huishoudens en de algehele kredietwaardigheid van kredietnemers waarschijnlijk een opwaartse druk uitoefenen op de rentetarieven voor bankkredieten. Het aanscherpende effect van de risicoperceptie op kredietvoorwaarden voor banken, zoals gemeld door banken in de BLS van april 2020, wijst al in deze richting. Tegelijkertijd zal liquiditeitssteun, bijvoorbeeld door uitstel van belastingbetaling en schuldmoratoria, kredietgaranties en ondersteuningsregelingen voor de arbeidsmarkt, de verslechtering van de kredietwaardigheid van kredietnemers tijdens de crisis deels tegengaan en een dempend effect hebben op de rentetarieven voor bankkredieten. Het verschil tussen de bancaire rente op zeer kleine leningen en die op grote leningen bleef in maart 2020 beperkt. Dit strookt met de bovenstaande

gegevens over nieuwe leningen, hetgeen wijst op een tot dusver grotendeels vergelijkbare impact van de COVID-19-pandemie op kredietverlening aan kleine en middelgrote ondernemingen en grote ondernemingen, zoals blijkt uit gegevens over grote en kleine leningen.

Grafiek 24

Samengestelde rentetarieven voor bankkredieten in specifieke eurolanden

(procenten per jaar, driemaands voortschrijdende gemiddelden)



Bron: ECB.

Toelichting: De indicator voor de totale kosten van bankkrediet wordt berekend door de korte- en langetermijnrentes te aggregeren aan de hand van een 24-maands voortschrijdend gemiddelde van de volumes van nieuwe contracten. De standaarddeviatie tussen landen wordt berekend aan de hand van een vaste steekproef van twaalf landen in het eurogebied. De meest recente waarnemingen betreffen maart 2020.

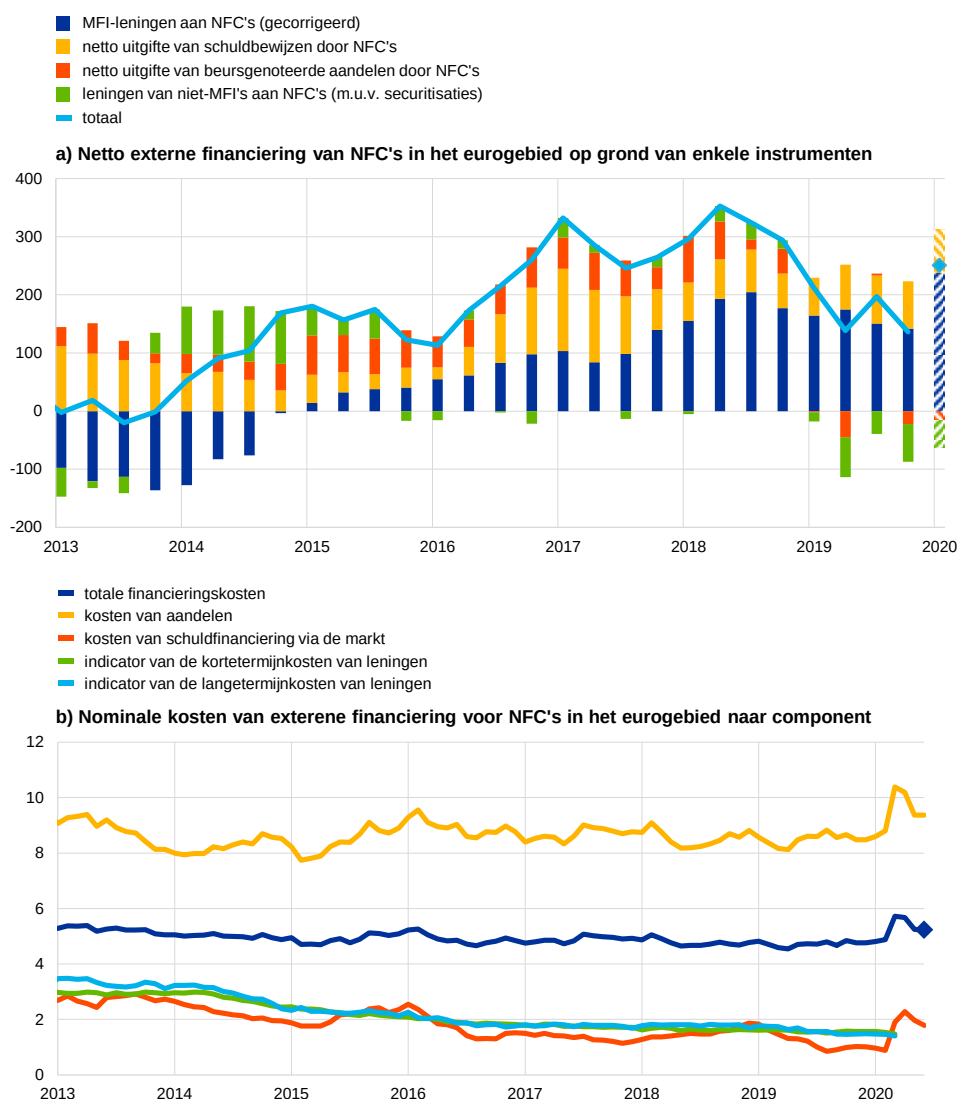
De totale externe financiering op jaarbasis aan niet-financiële ondernemingen in het eurogebied is in het eerste kwartaal van 2020 naar schatting aanzienlijk toegenomen (zie paneel (a) van Grafiek 25). De stijging was vooral het gevolg van de uitzonderlijk sterke stijging van de bancaire kredietverlening aan bedrijven in maart, ondersteund door kredietopnemingen en steunregelingen van de overheid. Dat de tarieven voor bankkredieten gunstiger waren dan de kosten van schuldfinanciering via de markt was eveneens bevorderlijk voor de vraag naar bancaire krediet. Door de programma's voor de aankoop van activa (APP en PEPP) van de ECB, waar ook nettoaankopen van bedrijfsobligaties onder vallen, bleef de netto-uitgifte van schuldbewijzen door bedrijven in het eerste kwartaal van 2020 robuust, ondanks de stijging van de spreads tegen het einde van het kwartaal. Daarentegen bleef de netto-uitgifte van beursgenoteerde aandelen zwak. Deze werd gedrukt door de aanhoudend gematigde fusie- en overnameactiviteit en een stijging van de toch al hoge kosten van eigen vermogen. De kredietverlening door niet-banken (niet-MFI's) bleef in het vierde kwartaal van 2019 en het eerste kwartaal van 2020 negatief, wat wijst op een daling op jaarbasis van de uitgifte van bedrijfsobligaties via financieringskanalen van bedrijven in andere landen van het eurogebied (d.w.z. niet tot de MFI-sector behorende dochterondernemingen die leningen verstrekken aan hun moedermaatschappijen). Over het geheel genomen waren de totale externe financieringsstromen in het eerste kwartaal van 2020 hoger

dan tijdens de financiële crisis en de staatsschuldencrisis. Dit strookt met de gunstiger voorwaarden op de markt voor bankkredieten en obligaties, ondersteund door tijdige en omvangrijke maatregelen van monetaire, toezichthoudende en fiscale autoriteiten.

Grafiek 25

Externe financiering van niet-financiële ondernemingen in het eurogebied

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



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

Toelichting: Grafiek a): De netto externe financiering is gelijk aan de som van de MFI-leningen, de netto-uitgifte van schuldbewijzen, de netto-uitgifte van genoteerde aandelen en de leningen van niet-MFI's. De MFI-leningen zijn gecorrigeerd voor verkopen, securitisaties en saldocompensatie. De door niet-MFI's verstrekte leningen omvatten leningen verstrekt door overige financiële instellingen, verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen ongerekend gesecuritiseerde leningen. De gearceerde staaf en de lichtblauwe ruit verwijzen naar de prognose voor het eerste kwartaal van 2020. Grafiek b): De totale financieringskosten voor niet-financiële ondernemingen worden berekend als een gewogen gemiddelde van de kosten van bankkrediet, van schuldfinanciering via de markt en van aandelen, op grond van hun respectieve uitstaande bedragen. De donkerblauwe ruit verwijst naar de prognose voor de totale financieringskosten voor juni 2020, in de veronderstelling dat de bancaire krediettarieven onveranderd blijven op het peil van maart 2020. De meest recente waarnemingen voor grafiek a) hebben betrekking op het vierde kwartaal van 2019 voor gegevens over de rekeningen in het eurogebied; de ramingen voor het eerste kwartaal van 2020 zijn gebaseerd op de BSI- en SEC-gegevens van de ECB en op Dealogic. De meest recente waarnemingen voor grafiek b) hebben betrekking op 2 juni 2020 voor de kosten van schuldfinanciering via de markt, 29 mei voor de kosten van het eigen vermogen (weekgegevens) en maart 2020 voor de kosten van kredietverlening (maandgegevens).

De financieringskosten voor niet-financiële ondernemingen stegen in het eerste kwartaal van 2020, maar zijn sindsdien naar verwachting gedaald (zie paneel (b) van Grafiek 25). Als gevolg van de hoge volatiliteit op de financiële markten bedroegen de totale nominale kosten van externe financiering voor niet-financiële ondernemingen (bestaande uit bankkrediet, de uitgifte van schuldbewijzen via de markt en financiering met eigen vermogen) in maart 2020 5,7%, wat 95 basispunten hoger is dan in december 2019 en ongeveer 120 basispunten hoger dan in april 2019, toen de reeks van de financieringskosten een historisch dieptepunt bereikte. Tussen maart en het einde van de referentieperiode (2 juni 2020) zijn de totale financieringskosten naar schatting echter met 50 basispunten gedaald tot 5,2%. Dit is het gevolg van een aanzienlijke daling van de kosten van het eigen vermogen, dankzij lagere risicopremies, en een lichte daling van de kosten van schuldfinanciering via de markt.

De coronaviruspandemie (COVID-19-pandemie) heeft aanzienlijke gevolgen voor het begrotingsbeleid in het eurogebied. Het uitbreken van de crisis leidde tot een onmiddellijke stijging van de directe kosten doordat de gevolgen voor de volksgezondheid werden aangepakt. Vanuit macro-economisch oogpunt hangt echter een groot deel van de gevolgen samen met de beperkingsmaatregelen, die een zware economische last leggen op bedrijven, werknemers en huishoudens. Deze maatregelen hebben ook geleid tot ongekende budgettaire stimuleringsmaatregelen om de economische gevolgen te verzachten en een snel herstel te faciliteren. Als gevolg daarvan zal het begrotingstekort van de totale overheid in het eurogebied naar verwachting aanzienlijk toenemen, naar 8,5% van het bbp in 2020, tegen 0,6% in 2019. Hoewel de tekortquote naar verwachting zal dalen naar 4,9% in 2021, zal deze in 2022 naar verwachting nog steeds 3,8% van het bbp bedragen, doordat de negatieve invloed langer zal aanhouden. De uitgebreide begrotingsmaatregelen in 2020 hebben geleid tot een overeenkomstige verslechtering van het conjunctuurgezuiverde primaire saldo, naast een negatieve conjunctuurcomponent die de verslechtering van de macro-economische situatie weerspiegelt. De daaropvolgende verbetering zal naar verwachting beginnen met de uitfasering van de noodmaatregelen en de daarmee gepaard gaande verbetering van het conjunctuurgezuiverde primaire saldo, terwijl de conjunctuur trager zal aantrekken. De landen van het eurogebied hebben ook kredietgaranties verstrekt, ter hoogte van bijna 20% van het bbp, om de liquiditeit van bedrijven te versterken. Hoewel deze garanties niet noodzakelijkerwijs al bij voorbaat van invloed zullen zijn op de tekorten, vormen zij aanzienlijke voorwaardelijke schulden, die negatieve gevolgen kunnen hebben voor de tekorten wanneer zij worden ingeroepen. Als gevolg van de begrotingsmaatregelen en de verslechterende economische situatie zal de geaggregeerde schuldquote van het eurogebied in 2020 naar verwachting sterk stijgen en in 2022 op een hoog niveau blijven. Gezien de sterke krimp van de economie van het eurogebied blijft een ambitieuze en gecoördineerde begrotingskoers van essentieel belang, hoewel de maatregelen wel doelgericht en tijdelijk moeten zijn. In dit verband wordt zowel het door de Europese Raad goedgekeurde pakket van drie vangnetregelingen ter waarde van € 540 miljard ten zeerste verwelkomd als het voorstel van de Europese Commissie voor een herstelplan ter ondersteuning van de regio's en sectoren die het zwaarst door de pandemie getroffen zijn.

In de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties van juni 2020 wordt voorzien dat het begrotingssaldo van de totale overheid in het eurogebied in 2020 sterk zal dalen, maar in 2021 en 2022 gedeeltelijk zal herstellen.¹⁷ Op basis van deze projecties zal de tekortquote van de totale overheid in het eurogebied naar verwachting toenemen van 0,6% van het bbp in 2019 naar 8,5% van het bbp in 2020 en vervolgens afnemen tot 4,9% en 3,8% in respectievelijk 2021 en 2022 (zie Grafiek 26). De daling van het begrotingssaldo in 2020 is voornamelijk toe te schrijven aan een verslechtering van het conjunctuurgezuiverde

¹⁷ Zie de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied, juni 2020.

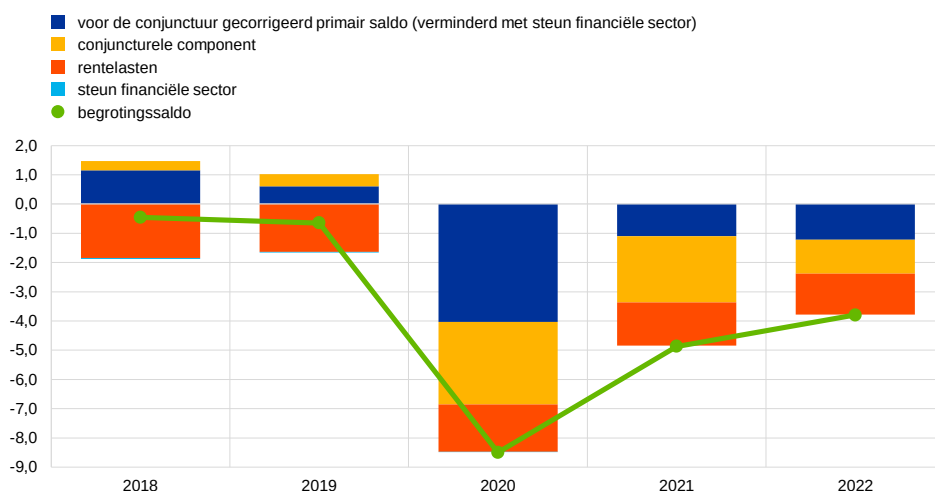
primaire saldo als gevolg van economische steunmaatregelen ter hoogte van ongeveer 3,5% van het bbp, waarvan het grootste deel uit extra uitgaven bestaat, met name in de vorm werkgelegenheidssteunregelingen, steunmaatregelen voor bedrijven en huishoudens en hogere uitgaven aan gezondheidszorg. De daling is daarnaast het resultaat van een grote, negatieve conjunctuurcomponent, doordat de economie van het eurogebied in een recessie belandt.¹⁸ De daaropvolgende verbetering zal naar verwachting worden gedreven door herstel van het conjunctuurgezuiverde primaire saldo, aangezien de meeste steunmaatregelen naar verwachting eind 2020 zullen zijn uitgefaseerd, terwijl de bijdrage van de conjunctuurcyclus naar verwachting meer geleidelijk zal verbeteren.

Naast de aan hun economieën verleende begrotingssteun hebben de landen van het eurogebied aanzienlijke kredietgaranties verstrekt om de liquiditeit van bedrijven te versterken. In totaal bedragen deze garanties ongeveer 20% van het bbp voor het eurogebied als geheel, maar de omvang van de pakketten verschilt aanzienlijk van land tot land. De garanties vormen voorwaardelijke schulden voor overheden en zullen leiden tot extra overheidsuitgaven voor zover er een beroep op wordt gedaan. Momenteel is het echter zeer lastig om dat bedrag voor de middellange en lange termijn te kwantificeren.

Grafiek 26

Begrotingssaldo en componenten

(in procenten bbp)



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

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

Volgens de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties van juni 2020 zijn de vooruitzichten voor de overheidsbegrotingen voor het eurogebied voor de periode 2020-2022 veel ongunstiger dan die volgens de projecties van ECB-medewerkers van maart 2020. Het begrotingssaldo van de totale overheid in het eurogebied als percentage van het bbp is voor 2020 met 7,4 procentpunten neerwaarts bijgesteld en voor 2021 en 2022 met respectievelijk 3,3

¹⁸ Opgemerkt moet worden dat in de huidige situatie een ongewoon hoge mate van onzekerheid bestaat met betrekking tot de uitsplitsing van de conjunctuur en de trend.

en 2,3 procentpunten. Deze bijstellingen zijn hoofdzakelijk toe te schrijven aan een lager primair saldo en een zwakker dan verwachte conjunctuurcomponent; de rentebetalingencomponent is opwaarts bijgesteld, maar slechts in veel mindere mate.

De algehele begrotingskoers voor het eurogebied zal in 2020 naar verwachting sterk accommoderend zijn, maar in 2021 verkrappen, aangezien de meeste steunmaatregelen dan naar verwachting zullen zijn uitgefaseerd.¹⁹ De begrotingskoers zal in 2019 naar schatting licht expansief zijn geweest, maar zal in 2020 naar verwachting zeer accommoderend zijn, met 4,8% van het bbp. In 2021 daarentegen zal deze naar schatting verkrappen naar 2,9% van het bbp, aangezien de meeste van de tijdens de pandemie ingevoerde steunmaatregelen tegen die tijd zullen zijn uitgefaseerd.²⁰ Voor 2022 wordt een min of meer neutrale begrotingskoers verwacht.

Als gevolg van de COVID-19-pandemie zal de geaggregeerde schuldquote van de overheid in het eurogebied naar verwachting oplopen tot 101,3% van het bbp in 2020, en vervolgens zeer geleidelijk dalen. De stijging in 2020, met 17,2 procentpunten ten opzichte van 2019, is hoofdzakelijk toe te schrijven aan een combinatie van hoge primaire tekorten en een sterk negatief rente-groei-ecart, maar ook aan een aanzienlijke tekort-schuldaanpassing die grotendeels het gevolg is van pandemiemaatregelen. In 2021 en 2022 zullen de dalende, maar nog steeds aanzienlijke, primaire tekorten meer dan gecompenseerd worden door gunstige bijdragen van aantrekkende rente-groei-ecarts, doordat de economische bedrijvigheid naar verwachting zal herstellen (zie Grafiek 27). Als gevolg daarvan zal de schuld in verhouding tot het bbp naar verwachting eind 2022 zeer dicht bij 100% liggen – een opwaartse bijstelling van 17,3 procentpunt ten opzichte van de projecties van maart 2020.

Gezien de sterke krimp van de economie van het eurogebied blijft een ambitieuze en gecoördineerde begrotingskoers van essentieel belang.

Maatregelen die naar aanleiding van de pandemie worden genomen, moeten zoveel mogelijk doelgericht en tijdelijk van aard zijn. De drie door de Europese Raad goedgekeurde vangnetregelingen voor werknemers, bedrijven en overheden, samen goed voor € 540 miljard, bieden in dit verband belangrijke financiële steun. Tegelijk zijn er nadere krachtige en tijdige inspanningen nodig om het herstel voor te bereiden en te ondersteunen. Het voorstel van de Europese Commissie voor een herstelplan ter ondersteuning van de regio's en sectoren die het zwaarst door de pandemie getroffen zijn, het versterken van de interne markt en het tot stand brengen van een duurzaam en welvarend herstel, wordt dan ook ten zeerste verwelkomd.

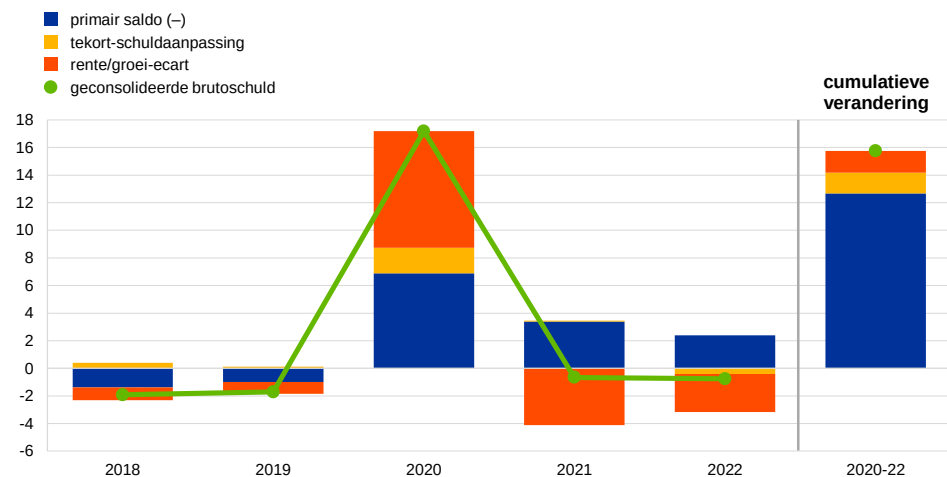
¹⁹ De begrotingskoers weerspiegelt de richting en omvang van de economische stimulans die uitgaat van het begrotingsbeleid, en niet slechts de automatische reactie van de overheidsfinanciën op de conjunctuur. De begrotingskoers wordt hier gemeten als de mutatie van het voor de conjunctuur gecorrigeerde primaire saldo verminderd met de overheidssteun aan de financiële sector. Zie voor meer informatie over het begrip 'begrotingskoers binnen het eurogebied' het artikel "[The euro area fiscal stance](#)", *Economisch Bulletin*, nummer 4, ECB, 2016.

²⁰ Opgemerkt dient te worden dat ondanks de negatieve begrotingskoers in 2021 het totale begrotingssaldo voornamelijk negatief zal blijven, waarbij begrotingsinstrumenten het economisch herstel blijven ondersteunen, niet in het minst door middel van automatische stabilisatoren.

Grafiek 27

Bepalende factoren voor mutaties in overheidsschulden

(procentpunten bbp)



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

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

Kaders

1 Gevolgen van de COVID-19-lockdownmaatregelen voor de reissector

Door Tobias Schuler

De lockdownmaatregelen om de coronapandemie (COVID-19) in te perken hebben grote gevolgen voor het dienstenverkeer in het eurogebied, met name waar het reizen en passagiersvervoer betreft. De uitvoer van diensten daalde volgens de meest recente gegevens over de betalingsbalans met 10,6%, terwijl de invoer van diensten in maart 2020 met 3,3% daalde ten opzichte van het voorgaande jaar. Er zijn uiteenlopende sectoren getroffen, en die waarbij sprake is van fysiek contact zijn het sterkst geraakt. Uit de Purchasing Managers' Index voor Europa²¹ blijkt dat toerisme en recreatie en vervoersdiensten de sectoren zijn die in april 2020 de scherpste daling van de bedrijvigheid vertoonden.

De mondiale reissector heeft ernstige verstoringen ondergaan, bijvoorbeeld als gevolg van reisbeperkingen en de sluiting van toeristische trekpleisters. Meer dan 110 landen hebben de grenzen voor buitenlandse reizigers gesloten en bijna alle landen hebben beperkingen ingesteld. Sommige landen hebben een volledig reisverbod ingesteld, terwijl andere landen alleen reizen vanuit gebieden met veel besmettingen hebben verboden. Het toerisme is zwaar getroffen, met name het internationale reizigersverkeer. Ook nadat de strenge lockdownmaatregelen zijn opgeheven leidt de pandemie zelf tot blijvende gevolgen voor de sector als gevolg van risicomijding en veranderende voorkeuren.

Reizen en toerisme als onderdeel van de handel in diensten in het eurogebied

Toerisme – reizen voor ontspanning of werk – omvat verschillende fasen en componenten, zoals reisplanning, vervoer, overnachtingen, voeding en winkelen, plaatselijke reizen en toeristische trekpleisters.²² Internationaal toerisme komt op de betalingsbalans van een land terug in de vorm van uitvoer en invoer van reis- en vervoersdiensten. Volgens de Balance of Payments and International Investment Position Manual (BPM6) omvat reizen “hoofdzakelijk de goederen en diensten die door reizigers uit een economie worden afgenomen (...)

²¹ Zie het [persbericht](#) van Markit van 8 mei 2020.

²² Zie voor definities van de concepten reizen en toerisme de zesde editie van de [Balance of Payments and International Investment Position Manual](#) (BPM6) en de [International Recommendations for Tourism Statistics by the United Nations World Tourism Organization](#) (UNWTO). Hoewel reizen (zoals gedefinieerd in de BPM6) en toerisme (zoals gedefinieerd volgens de UNWTO) elkaar grotendeels overlappen, verschillen de statistische begrippen in twee opzichten van elkaar. Ten eerste omvat 'reizen' aankopen van grensarbeiders met een kortlopend dienstverband, die niet als toeristische uitgaven worden beschouwd. Ten tweede omvat toerisme de aankoop van (internationale) passagiersvervoersdiensten, die volgens de BPM6 onder vervoer vallen in plaats van onder reisdiensten.

tijdens bezoeken van korter dan een jaar aan die economie". Reizen omvat niet het internationaal vervoer van reizigers, dat onder passagiersdiensten (onder vervoer) valt, uitgesloten.

Het netto reisdienstenverkeer droeg in 2019 € 42 miljard bij aan het overschot van het eurogebied van € 68 miljard op de dienstenbalans. De uitvoer van diensten uit het eurogebied bedroeg € 988 miljard, waarvan € 124 miljard was toe te schrijven aan het reisdienstenverkeer, goed voor 17% van het totale bedrag. De vervoerssector is goed voor 16% en omvat zowel vracht- als passagiersvervoer, waarvan het laatste in 2019 goed was voor 23% van de uitvoer en 15% van de invoer. De invoer bedroeg € 920 miljard, waarvan vervoer (16%) en reizen (13%) de grootste categorieën waren.

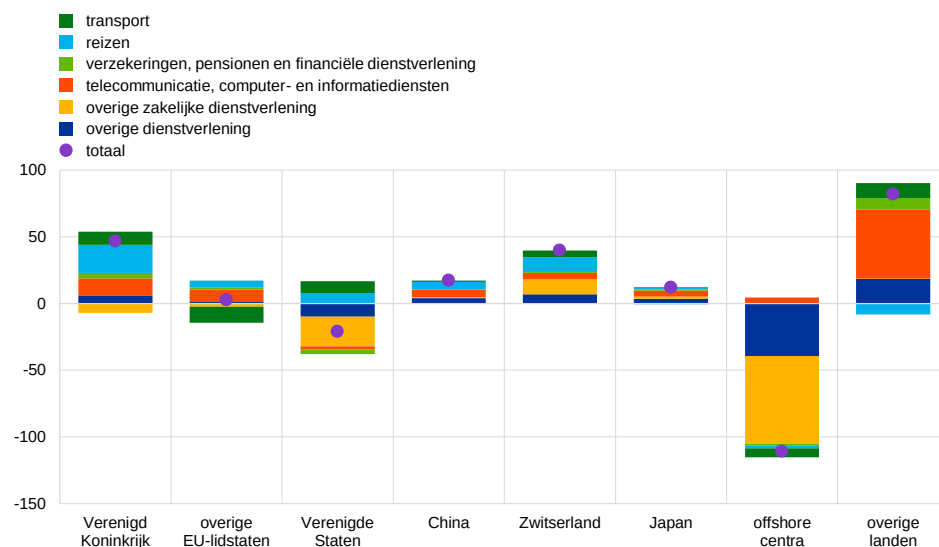
Het eurogebied heeft te maken met handel in zwaar getroffen dienstensectoren, waarvoor het in 2019 een overschot heeft geboekt. De geografische uitsplitsing van de dienstenbalans (zie Grafiek A) illustreert de categorieën voor het eurogebied van de diensten van de belangrijkste handelspartners. In totaal kende het eurogebied een overschot in het reisdienstenverkeer, die bijzonder kwetsbaar is omdat deze sector tot de zwaarst getroffen behoort. Het Verenigd Koninkrijk, Zwitserland en de Verenigde Staten waren in 2019 goed voor de grootste bijdrage aan het overschot in het reisdienstenverkeer. Andere sectoren, zoals verzekeringen, pensioenen en financiële diensten, alsook telecommunicatie, computers en informatiediensten, werden minder zwaar getroffen.²³

²³ Het overschot op het gebied van telecommunicatie, computers en informatiediensten was voornamelijk toe te schrijven aan het Verenigd Koninkrijk, andere EU-lidstaten en andere landen. Daarentegen noteerde het eurogebied een handelstekort voor overige zakelijke diensten, vooral ten opzichte van offshorecentra en de Verenigde Staten. Het eurogebied is een netto-importeur van "overige diensten", een categorie die kosten voor het gebruik van intellectuele eigendom omvat en die grotendeels wordt beïnvloed door de interne transacties van multinationals. Zie voor meer informatie het artikel "[Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective](#)", *Economisch Bulletin*, nr. 2, ECB, 2020.

Grafiek A

Geografische uitsplitsing van de dienstenbalans van het eurogebied in 2019

(EUR miljard)



Bron: ECB.

Toelichting: Overige zakelijke diensten omvat onderzoeks- en ontwikkelingsdiensten, professionele en managementconsultancydiensten en technische, handelsgerelateerde en andere zakelijke diensten die niet onder de voorgaande categorieën vallen. Andere diensten verwijst naar diensten met betrekking tot de verwerking van fysieke input van anderen, onderhouds- en reparatiediensten, bouw, vergoedingen voor het gebruik van intellectuele eigendom, overheidsgoederen en -diensten, persoonlijke, culturele en recreatiediensten en de categorie 'niet toegerekende diensten'.

De crisis in de sector passagiersvervoer

De luchtvaartsector wordt geconfronteerd met forse tegenslag doordat reizen wereldwijd ernstig wordt belemmerd door de inperkingsmaatregelen voor COVID-19.

Het luchtvervoer, dat goed is voor verreweg het grootste deel van de uit- en invoerwaarde van het passagiersvervoer,²⁴ wordt in het bijzonder getroffen.

Belangrijke luchthavens in het eurogebied (met name Parijs, Amsterdam en Frankfurt) fungeren als knooppunt voor internationale vervoersverbindingen. Het vervoer over water, over de weg en per spoor wordt in mindere mate getroffen.²⁵

Sinds de uitbraak van COVID-19 is de vluchtcapaciteit aanzienlijk verminderd (zie Grafiek B).

Wereldwijd is de lijnvluchtcapaciteit²⁶ met 65% afgenomen. In de Verenigde Staten en Japan is de vluchtcapaciteit met respectievelijk 72% en 48% gedaald. In China is de vluchtcapaciteit met 71% gedaald, om vervolgens te herstellen tot 20% onder het niveau van 2019. In Italië, Spanje, Frankrijk en Duitsland daalde de vluchtcapaciteit zeer scherp, met meer dan 90% in vergelijking

²⁴ Gebaseerd op statistieken over het internationale dienstenverkeer (International Trade in Services – ITS).

²⁵ Cruisediensten, die zwaar zijn getroffen door de getroffen beperkingen, worden in ITS-statistieken opgenomen in de categorie "reizen".

²⁶ De mondiale lijnvluchtcapaciteit omvat zowel de binnenlandse als de internationale vluchtcapaciteit. Als gevolg van reisbeperkingen wordt het internationale luchtvervoer zwaarder getroffen dan het binnenlandse.

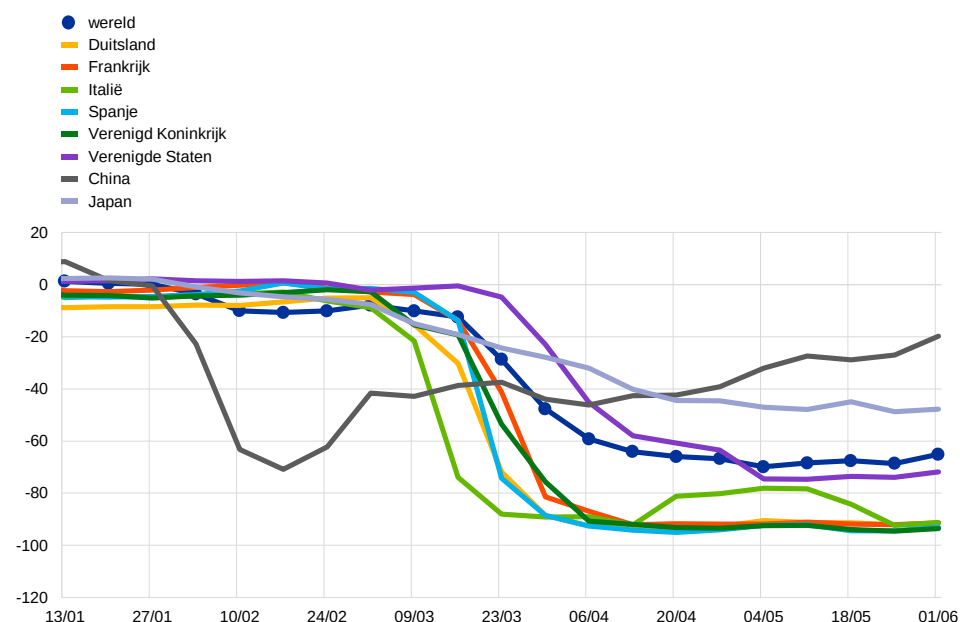
met dezelfde periode in 2019 (volgens gegevens die op 1 juni 2020 zijn gepubliceerd).

Het instorten van de vluchtcapaciteit in meerdere regio's is ongekend in de geschiedenis van de luchtvaart. De inkomsten uit het luchtvervoer van passagiers daalden na de terroristische aanslagen van september 2001 met ongeveer 15% en hebben twee tot drie jaar nodig gehad om zich in de Verenigde Staten en in Europa volledig te herstellen.²⁷ De inkomsten na de SARS-uitbraak in 2002-2003 daalden met ongeveer twee derde en hadden zich pas een jaar later hersteld.²⁸ De daling van de bedrijvigheid van de internationale luchtvaart als gevolg van COVID-19 is echter veel breder en dieper en zal waarschijnlijk blijvender gevolgen voor de sector hebben dan deze eerdere perioden.

Grafiek B

Mondiale lijnvluchtcapaciteit in 2020

(mutaties in procenten ten opzichte van dezelfde periode in 2019)



Bron: OAG Schedules Analyser.

Toelichting: De gegevens voor elke week worden vergeleken met dezelfde week in 2019. De meest recente waarneming betreft 1 juni 2020.

²⁷ Beoordeling gebaseerd op respectievelijk mijlen en kilometers gevlogen door betalende passagiers door het US Department of Transportation en de Association of European Airlines. Deze reizigersmijlen en -kilometers worden berekend door het aantal betalende passagiers te vermenigvuldigen met de afgelegde afstand.

²⁸ Beoordeling op basis van gegevens van de International Air Transport Association en de International Civil Aviation Organization.

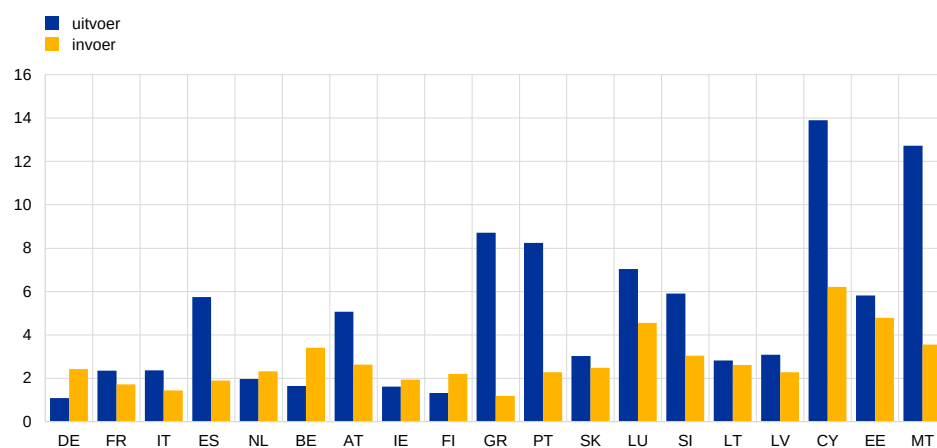
De gevolgen voor de reissector in de afzonderlijke landen van het eurogebied

De uitvoer van reizen speelt een belangrijke rol in verschillende landen van het eurogebied (zie Grafiek C). De uitvoer van reizen betreft voornamelijk overnachtingen en horecadiensten verleend aan reizigers. De grootste exporteurs qua inkomsten zijn Spanje, Frankrijk, Italië en Duitsland; meer dan de helft van de uitvoer van reizen van deze landen was naar landen buiten het eurogebied. Oostenrijk, Nederland, Griekenland en Portugal zijn ook belangrijke reisbestemmingen in het eurogebied; Oostenrijk en Nederland noteerden grotere aandelen in de uitvoer binnen het eurogebied. Relatief gezien is de uitvoer van reizen ook belangrijk voor Cyprus, Malta, Griekenland en Portugal.

Grafiek C

Uitvoer en invoer van reizen van en naar landen van het eurogebied als percentage van het bbp in 2018

(in procenten bbp)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van medewerkers van de ECB.

Toelichting: De in- en uitvoer omvat het handelsverkeer van het naar het eurogebied.

De meeste landen van het eurogebied geven tussen de 2% en 4% van het bbp uit in het buitenland, wat wordt geregistreerd als invoer van reisdiensten.

Duitsland is veruit de grootste importeur van reisdiensten in absolute zin. België, Luxemburg en Cyprus zijn relatief grote importeurs van reisdiensten in verhouding tot hun bbp, als gevolg van hun verwevenheid met naburige economieën.

De landen van het eurogebied die volgens schattingen sterker zullen zijn blootgesteld aan de gevolgen van de pandemie wat betreft de netto-uitvoer van reisdiensten zijn Cyprus, Malta, Griekenland en Portugal. Ook Spanje, Oostenrijk, Luxemburg en Slovenië zullen naar verwachting uiteindelijk zwaar worden getroffen wat de netto-uitvoer van reizen betreft. Duitsland en België daarentegen zullen naar verwachting qua netto-uitvoer betreft enigszins profiteren, aangezien zij belangrijke importeurs van reisdiensten zijn.

In landen die van reizen en toerisme afhankelijk zijn, heeft de COVID-19-pandemie een ernstig en blijvend effect op de economie als geheel. Reizen biedt rechtstreekse baten dankzij commerciële bedrijvigheid binnen de waardeketen (d.w.z. reisplanning, vervoer, overnachtingen, voeding en winkelen, plaatselijke reizen en toeristische trekpleisters) en indirecte baten door de vraag en de groei die er in vele andere sectoren door worden gegenereerd. De maatregelen die zijn genomen om de pandemie in te perken en vertrouwenseffecten hebben aanzienlijke gevolgen voor bedrijven en werknemers in de arbeidsintensieve reisbranche.

Coronavirus (COVID-19): angst op de markt afgeleid uit optiekoersen

Door Miguel Ampudia, Ursel Baumann en Fabio Fornari

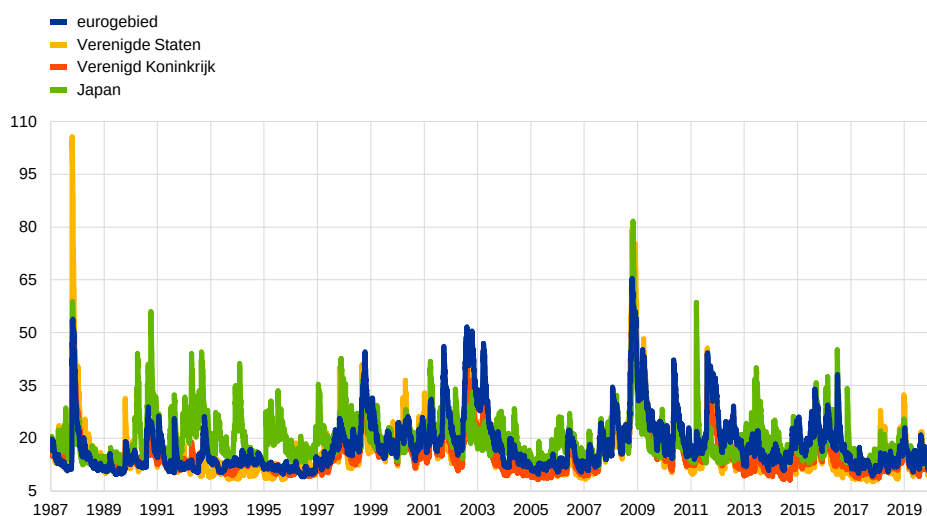
Inleiding

Over de hele wereld zijn de aandelenbeurzen gekelderd sinds eind februari, toen internationale beleggers zich zorgen begonnen te maken over de verspreiding van het coronavirus buiten China en de gevolgen daarvan voor de wereldeconomie. Hoewel de aandelenbeurzen zich sindsdien gedeeltelijk hebben hersteld, moest de Euro Stoxx 50 in de week eindigend op 28 februari 12,3% toegeven – het grootste wekelijkse verliespercentage sinds de wereldwijde financiële crisis in 2008. De S&P 500 daalde met meer dan 11% in een al even rampzalige week. Over het geheel gezien verloren de aandelenbeurzen in het eurogebied en de Verenigde Staten tussen de piek op 19 februari en het dal op 23 maart ongeveer 35% van hun waarde.

Grafiek A

Standaardafwijking van aandelenrendementen

(percentages op jaarbasis)



Bronnen: Berekeningen van de auteurs en Refinitiv.

Toelichting: Aan modellen ontleende schattingen van de standaardafwijking van de dagelijkse aandelenrendementen voor vier indices: de Euro Stoxx 50, de S&P 500, de FTSE 100 en de Nikkei 225. Daggegevens. De meest recente waarnemingen betreffen 13 april 2020.

De daling van de aandelenkoersen heeft geleid tot een hoge piek in de variantie van het rendement. De standaardafwijking van het dagelijkse aandelenrendement van de belangrijkste indexen van het eurogebied, de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Japan is vergelijkbaar met de pieken die verband hielden met de beurskrach van oktober 1987 en het faillissement van Lehman Brothers in september 2008 (zie Grafiek A). De recente turbulentie heeft duidelijk een mondiaal karakter, zoals blijkt uit de aanzienlijke toename van de standaardafwijking bij alle vier de indices. Dit komt ook tot uiting in een sterke

stijging – naar waarden dicht bij 1 – van de bilaterale correlaties tussen aandelenrendementen voor de vier belangrijkste aandelenindices, wat wijst op een gemeenschappelijke factor in deze rendementen. Het daaruit voortvloeiende gebrek aan diversifiëeringsmogelijkheden vergroot eveneens de potentiële verliezen van internationale beleggers.

De toegenomen risicoaversie die bovenop de verhoogde risico's kwam, heeft mogelijk de verkoopgolf op de aandelenbeurzen en van een breder scala aan beleggingen versterkt. Na de eerste grote verkoopgolf op de financiële markten was een belangrijk vraagstuk voor beleidsmakers bij de beoordeling van de respons op de crisis hoe lang de gevolgen van de coronabeperkingen voor het financiële risico, de financieringsvoorwaarden en uiteindelijk de reële economische bedrijvigheid zouden aanhouden. Een van de belangrijkste manieren waarop deze schok zich heeft verspreid, is via de vervlechting van financiële markten, en met name via de synchroon verlopende duikeling van de mondiale aandelenbeurzen. De verkoopgolf kan zijn gedreven door een toegenomen risicoperceptie op de markten, een groeiende terughoudendheid van beleggers om risico's te nemen, of een combinatie van beide. Kennis van de belangrijkste oorzaak van de daling van de aandelenkoersen (en van financiële activa in algemene zin) kan beleidsmakers helpen inzicht te krijgen in de voortdurende ervan en helpen hun beleidsrespons te evalueren. Het doel van dit Kader is om de veranderingen in de hoeveelheid en de prijs van (staart)risico's te beoordelen aan de hand van een schatting van de staart risicoaversie op basis van de koers van aandelenopties.

Risiconeutrale dichtheid

De risiconeutrale dichtheid van een aandelenkoers is de inschatting door de markt van de waarschijnlijkheidsverdeling voor de toekomstige hoogte van de aandelenkoers, gecorrigeerd voor de aanwezigheid van risicoaversie bij beleggers. In de risiconeutrale dichtheid komen dus zowel de risicohoudingen als de koersverwachtingen van beleggers tot uitdrukking. Risiconeutrale dichtheden kunnen worden beschouwd als fysieke dichtheden waarvan de vorm is gewijzigd om meer gewicht te geven aan die toestand in de wereld die met bijzonder negatieve uitkomsten in verband worden gebracht en die als zodanig minder marginaal nut opleveren voor beleggers.²⁹ We leiden de risiconeutrale dichtheid van toekomstige rendementen af van de dagkoersen van call- en putopties die op de Euro Stoxx 50 worden verhandeld.³⁰ Deze opties zijn beschikbaar met meer dan één looptijd,

²⁹ Dergelijke wijzigingen leiden ertoe dat beleggers risiconeutraal zijn in die zin dat alle toekomstige kasstromen uit een actief met behulp van risicovrije rentes contant kunnen worden gemaakt.

³⁰ Zie Breeden, D. en Litzenberger, R., "Prices of State-contingent Claims Implicit in Option Prices", *The Journal of Business*, Vol. 51, Nr. 4, 1978, blz. 621-651, waar de auteurs aantonen dat het tweede derivaat van een call- of putoptiekoersfunctie met betrekking tot de uitoefenkoers overeenstemt met de risiconeutrale-dichtheidsfunctie. Zie voor een gedetailleerde uitleg van de voor de uitvoering van de berekeningen gevolgde methode Figlewski, S., "Estimating the Implied Risk-Neutral Density for the US Market Portfolio", in Bollerslev, T., Russell, J. en Watson, M. (red.), *Volatility and Time Series Econometrics: Essays in Honor of Robert F. Engle*, Oxford University Press, Oxford, Verenigd Koninkrijk, 2010.

waardoor het mogelijk is om de risiconeutrale dichtheid voor het beschikbare spectrum aan looptijden in te schatten.

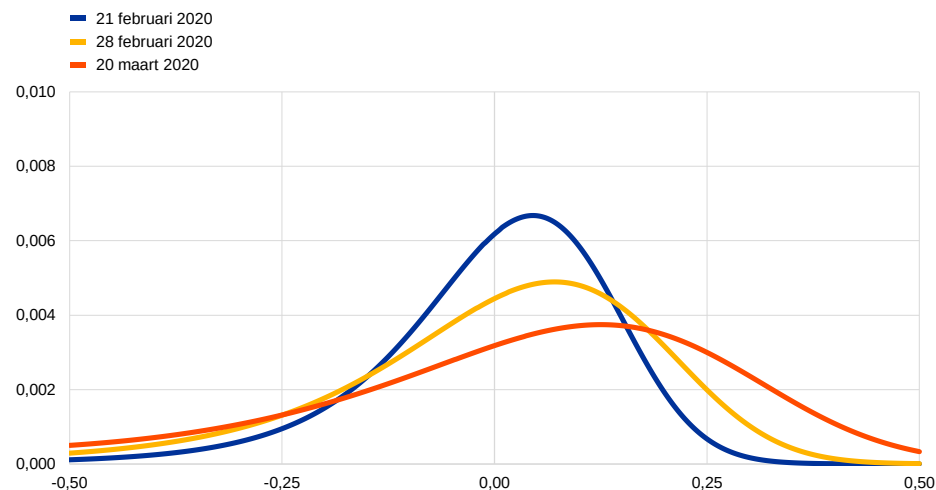
In de eerste stadia van de virusuitbraak in Europa ontstond vrees voor een beurskrach, maar na de aankondiging van forse stimuleringsmaatregelen is het verwachte opwaartse potentieel voor de aandelenkoersen toegenomen, hoewel de marktrisico's verhoogd bleven. Grafiek B toont de risiconeutrale dichtheid van de Euro Stoxx 50 voor aandelenrendementen, afgeleid uit opties en met een horizon van maximaal één jaar, op drie data: (i) 21 februari, kort voordat het virus in Europa op volle kracht uitbrak; (ii) een week later (28 februari); en (iii) 20 maart, nadat er in het eurogebied en de Verenigde Staten forse stimuleringsmaatregelen waren aangekondigd. Er is al een duidelijke toename van de variantie waarneembaar, evenals een verdikking van de linkerstaart, van de verdeling in de week eindigend op 28 februari – een indicatie van toegenomen vrees voor een beurskrach.³¹ Op 20 maart, nadat er belangrijke monetaire en budgettaire beleidsmaatregelen waren aangekondigd en de aandelenbeurzen al sterk waren gedaald, bleef de linkerstaart van de risiconeutrale dichtheid grotendeels ongewijzigd, maar werd de verdeling meer opwaarts gericht, wat wijst op een groeiende verwachting dat de aandelenrendementen zich herstellen.³²

Grafiek B

Risiconeutrale dichtheden afgeleid van Euro Stoxx 50-opties

Voor opties met een resterende looptijd van ongeveer een jaar

(dichtheden)



Bronnen: Berekeningen van de auteurs en Refinitiv.

Toelichting: Risiconeutrale dichtheden van toekomstige rendementen afgeleid van de dagkoersen van call- en putopties die op de Euro Stoxx 50 worden verhandeld.

³¹ De sterke toename van de variantie, waarbij beleggers een hogere waarschijnlijkheid van beide staarten inrijzen, overschaduwde de toename van de asymmetrie.

³² Een vergelijkbaar beeld komt naar voren voor aandelenrendementen afgeleid uit opties die op korte termijn aflopen, d.w.z. met een resterende looptijd van 10 tot 20 dagen.

Een indicator voor staartrisicoaversie

Een indicator van de risicovoorkeuren of risicoaversie van beleggers kan worden afgeleid uit een vergelijking van de risiconeutrale dichtheid met een schatting van de fysieke dichtheid van de aandelenrendementen. De

risiconeutrale en fysieke dichtheid houden met elkaar verband via de prijskern, die de risicovoorkeuren van beleggers omvat. De fysieke dichtheid vertegenwoordigt het beste oordeel van de beleggers ten aanzien van de waarschijnlijkheid van de toekomstige koersontwikkelingen. De verwachting van een fysieke dichtheid kan niet worden bepaald aan de hand van de marktkoersen, aangezien in de marktkoersen ook de risicovoorkeuren van beleggers zijn opgenomen. Onderzoekers gebruiken dan ook statistische methoden om dergelijke dichtheden te schatten.³³ Wij maken hiervoor gebruik van een dagelijks multivariate gegeneraliseerd autoregressief conditioneel heteroscedasticiteitsmodel (GARCH).³⁴

De indicator voor staartrisicoaversie wordt geconstrueerd door de linkerstaarten van de risiconeutrale en de fysieke verdeling te vergelijken.

Beleggers zijn risicoavers wanneer zij een hogere risiconeutrale waarschijnlijkheid toekennen aan ongunstige gebeurtenissen ten opzichte van de fysieke dichtheid. Aangezien staartrisicomijdende beleggers bereid zijn een risicopremie te betalen om zich te verzekeren tegen nadeel als gevolg van ongunstige uitkomsten, geven de risiconeutrale waarschijnlijkheden de overeenkomstige fysieke waarschijnlijkheid van negatieve staartgebeurtenissen te hoog weer. We kijken naar het gedrag van de linkerstaart van zowel de risiconeutrale als de fysieke dichtheid voor het aandelenrendement over een periode van drie maanden. De index van de aversie voor negatief staartrisico van beleggers wordt berekend als het gebied links van het punt van de risiconeutrale dichtheid dat overeenkomt met het laagste tiende percentiel van de fysieke verdeling van de rendementen (genormaliseerd met 0,1, dat wil zeggen het overeenkomstige gebied voor de fysieke dichtheid).³⁵ Een staartrisico-index hoger dan 1 wijst erop dat beleggers vrezen voor negatieve staartgebeurtenissen en daarom bereid zijn zich tegen een dergelijke gebeurtenis te verzekeren door meer te betalen dan door de historische waarschijnlijkheid daarvan

³³ Zie bijvoorbeeld Barone-Adesi, G., Engle, R.F. en Mancini, L., "A GARCH Option Pricing Model with Filtered Historical Simulation", *The Review of Financial Studies*, Vol. 21, Nr. 3, 2008, blz. 1223-1258.

³⁴ GARCH-modellen verklaren de volatiliteitsclustering die gewoonlijk wordt waargenomen in rendementseries van financiële activa, met name in perioden van stress. Voor iedere datum simuleren we aan de hand van dit model een aantal toekomstige trajecten van aandelenrendementen, tot aan het aflopen van de looptijd van de langstlopende optie die op die datum op de beurs wordt verhandeld. Op basis van deze rendementen construeren we voor een bepaalde looptijd hun toekomstige fysieke dichtheid aan de hand van een schatting van de prijskern. We schatten de verwachte fysieke dichtheid van de aandelenrendementen door hun eerste en tweede moment te simuleren met gebruikmaking van de volledige historische fouten van de standaardresiduen die zijn verkregen door de mutatieltempo's van een aandelenindex met hun conditionele standaardafwijking op basis van het GARCH-model te schalen. Aangezien dit de variantie van de fouten bij de aanwezigheid van stimuleringsmaatregelen te hoog kan weergeven, zou een alternatief kunnen zijn om meer gewicht te geven aan fouten die in de initiële fase van het programma voor de aankoop van activa in 2015 zijn geregistreerd, of om de variantie van de fouten te verkleinen om een daling van de verwachte risico's na te bootsen.

³⁵ De procedure is als volgt: (i) bepaal het rendement dat samenhangt met het laagste tiende percentiel in de fysieke verdeling, (ii) lokaliseer dit rendement in de risiconeutrale verdeling en bereken de oppervlakte links daarvan, en (iii) deel dit gebied door 0,1 (wat het gebied links van het tiende percentiel van de fysieke verdeling vertegenwoordigt).

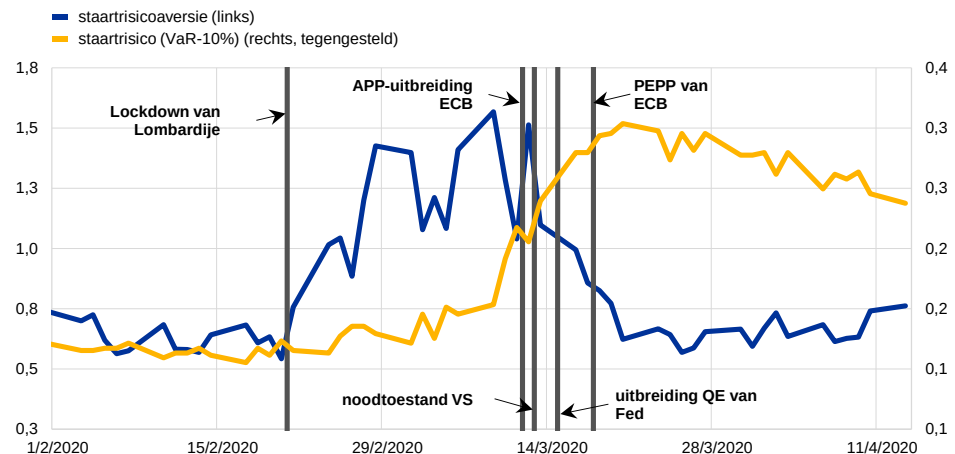
gerechtvaardigd zou zijn.³⁶ Een indexwaarde tussen 0 en 1 kan daarentegen worden geacht overeen te stemmen met een situatie waarin de risicobereidheid hoog is.

Grafiek C

Staartriscoaversie-indicator en staartrisco Euro Stoxx 50

Voor opties met een resterende looptijd van 10 tot 20 dagen

(index)



Bronnen: Berekeningen van de auteurs en Refinitiv.

Toelichting: "APP" staat voor het programma voor de aankoop van activa en "APP-uitbreiding ECB" verwijst naar de op 12 maart 2020 aangekondigde ECB-maatregelen; "PEPP" staat voor het op 18 maart 2020 aangekondigde pandemie-noodaankoopprogramma; "QE" staat voor kwantitatieve verruiming en "VaR" staat voor "value at risk" (tiende percentiel). De meest recente waarnemingen betreffen 13 april 2020.

De geschatte staartriscoaversie is vanaf de tweede helft van februari meetbaar toegenomen. Medio maart, ten tijde van de invoering van de stimuleringsmaatregelen aan beide zijden van de Atlantische Oceaan, is deze van koers veranderd en teruggekeerd naar de niveaus van begin februari.

Grafiek C geeft de geschatte indicator van het staartrisco weer, samen met een maatstaf van het staartrisco, gedefinieerd als het (geïnverteerde) tiende percentiel van de fysieke verdeling van de rendementen van de Euro Stoxx 50. In eerste instantie, toen het coronavirus nog grotendeels beperkt was tot bepaalde regio's in China, leken de markten vrij berustend te zijn, in die zin dat er vrijwel geen sprake was van een toename van de staartriscoaversie. Op het moment van de uitbraak van de pandemie in Europa nam de bereidheid van de beleggers om risico's op zich te nemen echter meetbaar af, zoals blijkt uit de stijging van de staartriscoaversie op 21 februari – het begin van de lockdown in sommige delen van de Italiaanse regio Lombardije. Medio maart begon de prijs van het linkerstaartrisco weer te dalen, toen er aan beide zijden van de Atlantische Oceaan een reeks budgettaire en monetaire beleidsmaatregelen werd aangekondigd. Het staartrisco zelf is daarentegen tot begin maart min of meer ongewijzigd gebleven, begon daarna aanzienlijk te stijgen en bleef hoog, ook na de invoering van stimuleringsmaatregelen. Een mogelijke interpretatie van deze ontwikkelingen is dat de door centrale banken en regeringen genomen maatregelen de risicobereidheid van de beleggers hebben kunnen

³⁶ Als de indicator lager dan 1 is, zijn de beleggers nog steeds bereid zich te verzekeren tegen negatieve staartgebeurtenissen, maar alleen tegen een lagere prijs dan uit de historische waarschijnlijkheid kan worden afgeleid. Een indicator gelijk aan 1 wijst op een risiconeutrale belegger.

ondersteunen, waardoor de aanvankelijke stijging van de risicoprijs werd beperkt en deze werd teruggebracht naar de waarde van rond medio februari. Deze daling van de risicoprijs vond plaats ondanks de toename van het risico en droeg daarmee aanzienlijk bij aan het verzachten van de impact van de schok op de financiële markten.

De COVID-19-pandemie en de toegang tot financiering voor het midden- en kleinbedrijf: informatie uit enquêtegegevens

Door Katarzyna Bańkowska, Annalisa Ferrando en Juan Angel García

De uitbraak van de coronapandemie (COVID-19-pandemie) heeft dramatische gevolgen gehad voor de wereldwijde economische bedrijvigheid. In een poging om de verspreiding van COVID-19-besmettingen te vertragen hebben regeringen over de hele wereld contactbeperkende maatregelen genomen, lockdowns ingesteld en openbare evenementen geannuleerd. Er zijn grenzen gesloten, zelfs binnen Europa. Daarnaast kan de onzekerheid over de verdere ontwikkeling van de pandemie en de verstoring van toeleveringsketens nog hebben bijgedragen aan een versterking van de gevolgen van de vraag- en aanbodschock als geheel. De zakelijke activiteiten van veel bedrijven zijn ernstig verstoord, wat wereldwijd heeft geleid tot een ongekennde negatieve impact op de economische groei.

Volgens de meest recente enquête van de ECB over de toegang tot financiering voor ondernemingen (Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE) zijn de bedrijfsactiviteiten van het midden- en kleinbedrijf (mkb) in de verslagperiode van oktober 2019 tot en met maart 2020 verslechterd.³⁷ Aangezien de enquête plaatsvond tussen 2 maart en 8 april, konden bedrijven enigszins rekening houden met de gevolgen van de huidige crisis. Mogelijk tonen de uitkomsten van de enquête die betrekking hebben op de op het verleden gerichte vragen echter slechts enige deeleffecten van de crisis, aangezien de verslagperiode bijna ten einde was voordat de crisis escaleerde.

Het mkb signaleerde in het eurogebied voor het eerst sinds begin 2014 een omzetsdaling. In nettopercentages³⁸ bedroeg de gerapporteerde verandering in omzet -2% (tegenover 20% in de vorige ronde) voor het eurogebied als geheel (zie Grafiek A). Hoewel er enkele verschillen waren tussen de landen was de verslechtering wijdverbreid. De scherpste dalingen deden zich voor in Italië, gevolgd door Slowakije, Griekenland en Spanje, terwijl in Duitsland en Frankrijk een veel kleinere percentage van het mkb per saldo juist een stijging van de omzet aangaf.

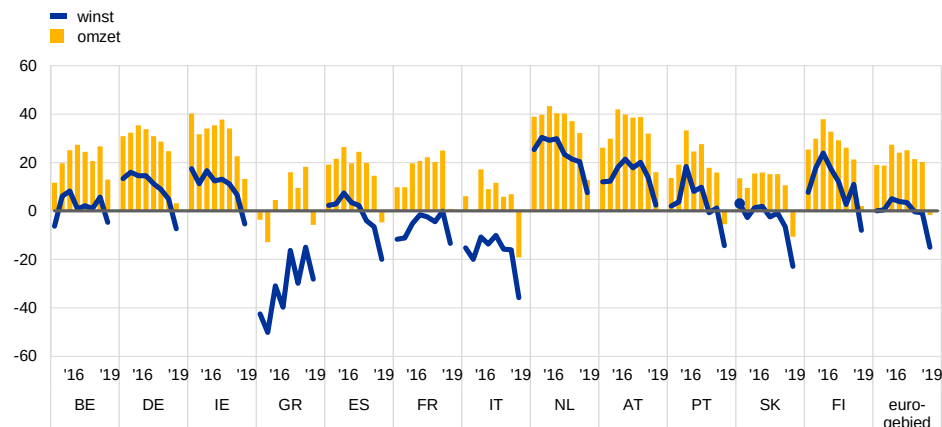
³⁷ De 22e SAFE-ronde vond plaats tussen 2 maart en 8 april 2020 en bestreek de periode van oktober 2019 tot en met maart 2020. De totale steekproefomvang voor het eurogebied bedroeg 11.236 bedrijven, waarvan er 10.287 (92%) minder dan 250 werknemers in dienst hadden. Zie voor een vollediger overzicht van de meest recente uitkomsten de [enquête over de toegang tot financiering van ondernemingen \(SAFE\)](#), ECB, mei 2020. Daarnaast verschaft het bijbehorende artikel "Access to finance for small and medium-sized enterprises since the financial crisis: evidence from survey data" in dit nummer van het Economisch Bulletin aanvullende informatie op basis van enquêtegegevens van de afgelopen tien jaar.

³⁸ Nettobedragen of -percentages worden gedefinieerd als het verschil tussen het percentage bedrijven dat voor een bepaalde factor een stijging rapporteert en het percentage dat een daling rapporteert.

Grafiek A

Veranderingen in de omzet en de winst van het mkb in de landen van het eurogebied

(gedurende de afgelopen zes maanden; nettopercentages van respondenten)



Bron: ECB en Europese Commissie, SAFE.

Toelichting: Gebaseerd op het gehele mkb. De cijfers hebben betrekking op ronde 15 (april-september 2016) tot en met 22 (oktober 2019-maart 2020) van de enquête. Het nettopercentage is het verschil tussen het percentage bedrijven dat een toename voor een bepaalde factor rapporteert en het percentage dat een daling rapporteert.

Ook de winstgevendheid van het mkb nam in alle landen en economische

sectoren af. Tegen de achtergrond van een dalende omzet zetten de hoge arbeidskosten (gerapporteerd door netto 46% van de bedrijven) en kosten van andere inputs (45%) de winstgevendheid van het mkb in het eurogebied (-15%, van -1%) onder druk, ondanks ruime financieringsvoorwaarden. Met name in Griekenland, Spanje, Italië en Slowakije was de winstdaling van het mkb sterk. Wat de sectoren betreft, lijkt de industrie het zwaarst getroffen te zijn door de verslechtering van de winst (-20%, tegen -7%), met name in Italië. In de handelssector meldde netto 19% van het mkb in het eurogebied ook dalende winsten, waarbij het percentage in Italië 37% bedroeg en in Spanje 30%.

De bezorgdheid over de toegang tot financiering van het mkb komt voort uit een verzwakkende financiële positie en een verslechterende macro-economische omgeving.

De daling van de omzet en de winsten van het mkb in het eurogebied werd voor het eerst sinds september 2014 beschouwd als een belemmering voor het verkrijgen van externe financiering (-18%, tegen 5%), met name door het Spaanse, het Italiaanse en het Portugese mkb. Daarnaast hadden volgens het mkb ook ontwikkelingen in de algemene economische vooruitzichten een negatieve invloed op de toegang tot financiering (-30%, tegen -13%; een percentage dat sinds maart 2013 niet was waargenomen). De verslechtering was wijdverbreid in alle landen – met name in Duitsland, Italië en Finland – en alle sectoren: in de industriële sector bedroeg deze -31%, in de bouwsector -21%, in de dienstensector -31% en in de handelssector -30%. Bovendien leek het mkb – met name micro-ondernemingen – in vergelijking met grotere bedrijven bezorgder te zijn over de negatieve gevolgen van de eigen verkoop- en winstvooruitzichten voor de toegang tot externe financiering.

De verwachtingen van bedrijven met betrekking tot de toegang tot financiering in de nabije toekomst werpen meer licht op de ernst van de COVID-19-crisis.

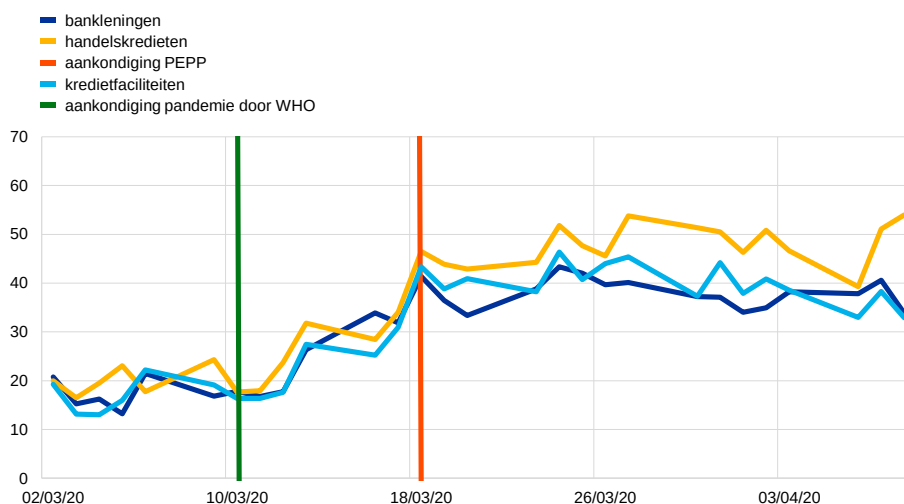
Het uitroepen van een pandemie door de Wereldgezondheidsorganisatie (WHO) op 11 maart en de daaropvolgende intensivering van de inperkingsmaatregelen in het eurogebied vielen grotendeels samen met de laatste ronde van het SAFE-veldwerk. Als gevolg daarvan geven antwoorden op op het verleden gerichte vragen mogelijk slechts ten dele de verstoringen van de bedrijfsactiviteiten weer. De toekomst-gerichte component van de enquête gaf echter een beeld van de actuele en verwachte verslechtering van de economische omstandigheden.

Als wordt gekeken naar de de dagelijkse antwoorden, begonnen de verwachtingen in het eurogebied snel te verslechteren kort nadat de WHO een pandemie had uitgeroepen, gevolgd door lockdowns en grenscontroles in een groot deel van Europa. De rapportagedata van de tijdens het veldwerk onderzochte bedrijven zijn gebruikt om de verandering in de verwachtingen van ondernemingen sinds het uitbreken van de pandemie te analyseren.³⁹ Op de dag van de mededeling van de WHO verwachtte 17% van de bedrijven een verslechtering van de beschikbaarheid van bankleningen en kredietfaciliteiten en verwachtte 20% dat hetzelfde zou gelden voor handelskredieten (zie Grafiek B). Toen de ECB op 18 maart haar pandemie-noodaankoopprogramma (PEPP) aankondigde, bedroegen de percentages al 41% voor bankleningen, 43% voor kredietfaciliteiten en 46% voor handelskredieten.

Grafiek B

Bedrijven die in de loop van het veldwerk in de komende zes maanden een verslechtering van de beschikbaarheid van externe financiering verwachtten

(geschatte percentages)



Bron: ECB en Europese Commissie, SAFE.

Toelichting: De geschatte percentages verwijzen naar tijdeffekten van een gewogen logistische kleinstekwadratenregressie gecontroleerd voor tijd- en landeffecten. De laatste drie waarnemingen (6-8 april) hebben betrekking op een deelsteekproef van landen (Duitsland, Griekenland, Spanje, Frankrijk en Slowakije), aangezien de bevraging in de resterende landen op 3 april was afgerond.

³⁹. Voor de in de grafiek vermelde percentages geldt het voorbehoud dat ze afhankelijk zijn van de effecten in individuele landen, rekening houdend met de verschillende mate waarin van een noodsituatie sprake is.

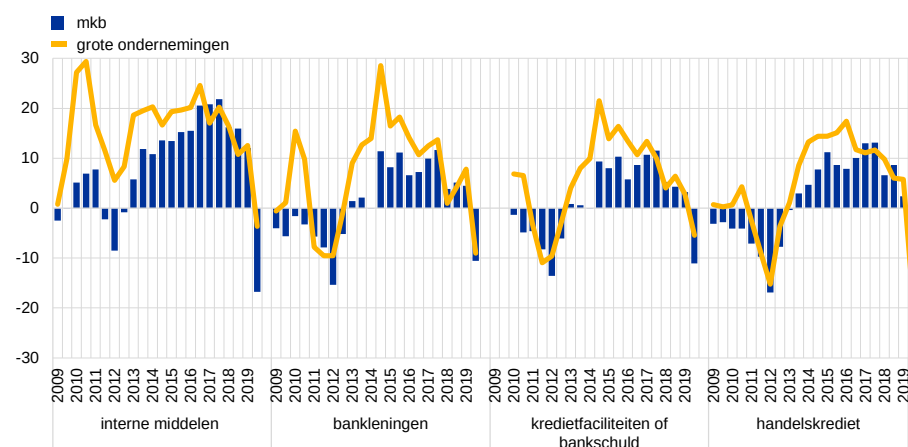
De verslechtering van de verwachte toegang tot financiering leek na de aankondiging van het PEPP af te vlakken, althans met betrekking tot bankleningen en kredietfaciliteiten. Hoewel het niet mogelijk is om het directe effect van de aankondiging van het PEPP op de verwachtingen van bedrijven af te leiden, lijkt er vanaf die datum enige verlichting te zijn geweest van hun pessimistische opvatting over bancaire producten. De verslechtering van de verwachtingen ten aanzien van de beschikbaarheid van handelskredieten heeft daarentegen iets langer aangehouden, voornamelijk als gevolg van de druk op de toeleveringsrelaties door de verwachte vertragingen bij de inning van vorderingen in verband met de crisis.

De verwachtingen van bedrijven ten aanzien van de beschikbaarheid van financiering in de komende zes maanden vertoonden een zeer sterke verslechtering ten opzichte van de positieve ontwikkeling sinds het einde van de schulden crisis (zie Grafiek C). Hoewel bij zowel interne als externe financieringsbronnen de verslechtering evident is, zijn er wel verschillen te zien.⁴⁰

Grafiek C

Verandering in de verwachte beschikbaarheid van financiering voor bedrijven in het eurogebied

(gedurende de komende zes maanden; nettopercentages van respondenten)



Bron: ECB en Europese Commissie, SAFE.

Toelichting: Als grondslag gelden bedrijven waarvoor het desbetreffende instrument relevant is. De cijfers hebben betrekking op ronde 1 (april-september 2009) tot en met 22 (oktober 2019-maart 2020) van de enquête.

Wat de interne financieringsbronnen betreft, meldde het mkb een aanzienlijke nettodaling van de verwachte beschikbaarheid van middelen (-17%, tegen 12%). Dit weerspiegelt waarschijnlijk de verwachte tegenwind voor de economische bedrijvigheid, die grote gevolgen heeft voor de winstgevendheid van bedrijven. Met uitzondering van Nederland is de verslechtering wijdverbreid in alle landen, waarbij de hoogste percentages zijn geregistreerd in Portugal (-26%), Frankrijk (-23%) en Italië (-21%). In het algemeen is de verslechtering van de beschikbaarheid van interne financiering substantiëler dan het dieptepunt dat tijdens de schulden crisis

⁴⁰ Bedrijven in de dienstensector lijken het meest pessimistisch te zijn, mogelijk doordat zij bijzonder sterk worden getroffen door de lockdownmaatregelen. Naar ondernemingsomvang bekeken, zijn micro-ondernemingen volgens de enquête het meest getroffen, terwijl grote bedrijven in mindere mate een verslechtering rapporteren.

(april tot en met september 2012) werd gerapporteerd, toen 9% van het mkb melding maakte van een daling.

De verwachte beschikbaarheid van externe financiering liet eveneens een verslechtering zien, zij het in mindere mate dan die van interne financiering.

Het mkb in het eurogebied rapporteerde nettodalingen (-11%) voor bankgerelateerde producten, te weten bankleningen, kredietfaciliteiten en rekening-courantkredieten. De relatief geringere verslechtering ten opzichte van de interne financiering weerspiegelt mogelijk de positieve effecten van verruimende monetairbeleidsmaatregelen en de diverse overheidsprogramma's die sinds het begin van de pandemie zijn aangekondigd. Wat handelskredieten betreft, verwacht het mkb per saldo een aanzienlijke vermindering (-20%), hetgeen kan wijzen op de verwachte onderbrekingen van de reguliere bedrijfsactiviteiten, die op hun beurt van invloed zullen zijn op de relaties tussen bedrijven. De sterkste dalingen van de verwachte beschikbaarheid van externe financiering werden gemeld door het mkb in Spanje, Italië, Portugal en Slowakije. De terugloop van de toekomstige toegang tot bankleningen was nog steeds beperkter dan in 2012, toen netto 15% van het mkb melding maakte van een verslechtering van de verwachte beschikbaarheid. Met betrekking tot handelskredieten is de verslechtering echter al iets knellender dan in de vorige crisis, in 2012, toen netto 17% en vermindering verwachtte.

Liquiditeitsverhoudingen en monetairbeleidstransacties van 29 januari tot en met 5 mei 2020

Door Svetla Daskalova en Marco Weißler

Dit Kader geeft een overzicht van de monetairbeleidstransacties van de ECB in de eerste en tweede reserveaanhoudingsperioden van 2020, die duurden van 29 januari tot en met 5 mei. Als reactie op de coronaviruscrisis (COVID-19-crisis) en in het licht van de toegenomen volatiliteit van de financiële markten, heeft het Eurosysteem een reeks maatregelen genomen om de financieringsvoorwaarden en de beschikbaarheid van liquiditeit in de verschillende sectoren en rechtsgebieden gedurende de twee onderhavige aanhoudingsperioden te versoepelen.

In het kader van de COVID-19-gerelateerde beleidsmaatregelen aan liquiditeitsverschaffende zijde kondigde het Eurosysteem wijzigingen aan voor de bestaande gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO III) en voerde het een reeks aanvullende tendertransacties in, naast een breed pakket versoepelingsmaatregelen met betrekking tot onderpand voor tegenpartijen van het Eurosysteem. Op 12 maart werden de versoepeling van de voorwaarden voor TLTRO III en een nieuwe reeks aanvullende langerlopende herfinancieringstransacties (aanvullende LTRO's) ingevoerd om directe liquiditeitssteun aan banken te bieden en de geldmarktverhoudingen te waarborgen. Deze maatregelen waren bedoeld om tijdens de recente turbulentie als vangnet te dienen. De aanvullende LTRO's worden wekelijks uitgevoerd en zullen op 24 juni 2020 vervallen, waardoor de periode tot aan de vierde TLTRO III-transactie doeltreffend wordt overbrugd.⁴¹

Wat de aankoop van activa betreft heeft de ECB, als aanvulling op het tijdelijke extra steunpakket van € 120 miljard voor de aankoop van activa in het kader van het op 12 maart overeengekomen programma voor de aankoop van activa (APP), op 18 maart een nieuw pandemie-noodaankoopprogramma (PEPP) ter waarde van € 750 miljard aangekondigd dat tot ten minste eind 2020 zal lopen. Deze aanvullende aankopen dienen ter bestrijding van de risico's voor het doorwerkingsmechanisme voor monetair beleid in het eurogebied die voortvloeien uit de COVID-19-crisis. Deze aankopen zullen op flexibele wijze worden uitgevoerd en kunnen worden uitgebreid als de crisisfase tot na het einde van het jaar blijft aanhouden.⁴²

Om de financieringsvoorwaarden op de mondiale financieringsmarkten in Amerikaanse dollar verder te verbeteren, heeft het Eurosysteem, in samenwerking met de Federal Reserve, de Bank of England, de Bank of Japan, de Bank of Canada en de Zwitserse Nationale Bank, de liquiditeitsverschaffing

⁴¹ Vervolgens zijn op 30 april aanvullende herijkingen van de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO III) en nieuwe langerlopende noodherfinancieringstransacties voor de pandemie (pandemic emergency longer-term refinancing operations – PELTRO's) ingevoerd om de reële economie verder te ondersteunen en de geldmarktverhoudingen te versoepelen. Beide maatregelen zullen pas vanaf de derde aanhoudingsperiode van 2020 van invloed zijn op de liquiditeitsverschaffing.

⁴² De Raad van Bestuur van de ECB heeft op 4 juni besloten de omvang van het PEPP met € 600 miljard te vergroten en de horizon tot ten minste eind 2021 te verlengen.

in Amerikaanse dollar via de bestaande dollarswaplijnen verbeterd. Daarnaast heeft de ECB met een aantal centrale banken van de EU euroverschaffende swaplijnen opgezet. Het gezamenlijke optreden ter versterking van de bestaande liquiditeitsverschaffing in Amerikaanse dollar werd op 15 maart aangekondigd, wat de prijsstelling van liquiditeit in Amerikaanse dollar verlaagde en waarbij een aanvullende Amerikaanse dollartransactie met een looptijd van 84 dagen werd geïntroduceerd. Verder is met ingang van 20 maart de frequentie van de zevendaagse Amerikaanse-dollarverschaffende transacties verhoogd van wekelijks naar dagelijks. Deze maatregelen hebben bijgedragen tot een aanzienlijke versoepeling van de financieringsvoorwaarden op de financieringsmarkten in Amerikaanse dollar.

Liquiditeitsbehoefte

Tijdens de verslagperiode bedroeg de gemiddelde dagelijkse liquiditeitsbehoefte van het bankwezen (gedefinieerd als de som van de netto autonome factoren en de reserveverplichtingen) € 1.613,4 miljard (zie het onderdeel 'Overige liquiditeitsgegevens' van Tabel A). Dat was € 107,7 miljard hoger dan in de vorige verslagperiode (de laatste twee aanhoudingsperioden van 2019). De netto autonome factoren zijn met € 106,3 miljard gestegen naar € 1477,8 miljard, terwijl de minimumreserveverplichtingen met € 1,4 miljard zijn gestegen naar € 135,7 miljard.

De belangrijkste aanjagers van de liquiditeit in de eerste twee aanhoudingsperioden van 2020 waren de toenemende overheidsdeposito's, de vraag naar bankbiljetten, de aankoop van activa en de nieuwe reeks aanvullende LTRO's. De liquiditeitsverkrapping door autonome factoren is met gemiddeld € 106,3 miljard gestegen, voornamelijk als gevolg van een uitzonderlijke toename van de overheidsdeposito's met € 101,7 miljard dankzij prudent cashmanagement door overheden in het licht van COVID-19. Tegen diezelfde achtergrond heeft een hogere vraag naar bankbiljetten bijgedragen tot een verdere liquiditeitsverkrapping van € 27,7 miljard, doordat de seizoensdaling in aangehouden bankbiljetten na het einde van het jaar tijdens de eerste aanhoudingsperiode werd gecompenseerd door de stijging in de tweede aanhoudingsperiode. De ontwikkelingen van de autonome factoren aan de activazijde hadden echter met een nettostijging van € 23,7 miljard een licht tegengesteld effect. De in euro luidende nettoactiva daalden met € 51,9 miljard, terwijl de netto buitenlandse activa met € 75,6 miljard stegen en deels de liquiditeitsverkrapping door overheidsdeposito's en bankbiljetten compenseerden. De dynamiek aan de activazijde tijdens de tweede reserveaanhoudingsperiode was voornamelijk het gevolg van de hogere vraag in de Amerikaanse-dollarverschaffende transacties, die aan het einde van de tweede reserveaanhoudingsperiode van 2020 goed waren voor een totaal uitstaand bedrag van € 142 miljard.

Tabel A

Liquiditeitsverhoudingen Eurostelsel

Passief

(gemiddelden; EUR miljard)

	Huidige verslagperiode: 29 januari 2020 tot en met 5 mei 2020						Vorige verslagperiode: 30 oktober 2019 tot en met 28 januari 2020
	Eerste en tweede aanhoudingsperiode		Eerste aanhoudingsperiode: 29 januari tot en met 17 maart		Tweede aanhoudingsperiode: 18 maart tot en met 5 mei		Zevende en achtste aanhoudingsperiode
Autonome liquiditeitsfactoren	2.510,3	(+130,0)	2.421,8	(+46,9)	2.598,7	(+176,9)	2.380,2 (-0,4)
Bankbiljetten in omloop	1.299,5	(+27,7)	1.277,1	(-5,1)	1.321,9	(+44,7)	1.271,8 (+20,0)
Overheidsdeposito's	321,5	(+101,7)	268,6	(+56,7)	374,4	(+105,8)	219,8 (-62,7)
Overige autonome factoren ¹	889,3	(+0,6)	876,1	(-4,8)	902,5	(+26,3)	888,7 (+42,3)
Rekeningen-courant boven minimumreserveverplichtingen	1.595,6	(+85,5)	1.506,7	(+17,5)	1.684,5	(+177,8)	1.510,1 (+284,9)
Minimumreserveverplichtingen	135,7	(+1,4)	135,7	(+1,2)	135,7	(+0,1)	134,3 (+1,7)
Depositofaciliteit	258,2	(+1,8)	244,6	(-10,0)	271,8	(+27,2)	256,4 (-253,6)
Liquiditeitsverkrappende 'fine-tuning'-transacties	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0 (+0,0)

Bron: ECB.

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

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

Actief

(gemiddelden; EUR miljard)

	Huidige verslagperiode: 29 januari 2020 tot en met 5 mei 2020						Vorige verslagperiode: 30 oktober 2019 tot en met 28 januari 2020
	Eerste en tweede aanhoudingsperiode		Eerste aanhoudingsperiode: 29 januari tot en met 17 maart		Tweede aanhoudingsperiode: 18 maart tot en met 5 mei		Zevende en achtste aanhoudingsperiode
Autonome liquiditeitsfactoren	1.032,8	(+23,7)	1.025,1	(+29,7)	1.040,5	(+15,5)	1.009,1 (+55,1)
Netto buitenlandse activa	846,7	(+75,6)	767,1	(-1,4)	926,3	(+159,2)	771,1 (+33,2)
In euro's luidende nettoactiva	186,1	(-51,9)	257,9	(+31,1)	114,2	(-143,7)	238,0 (+21,9)
Monetairbeleidsinstrumenten	3.467,2	(+195,0)	3.284,0	(+25,9)	3.650,5	(+366,5)	3.272,2 (-22,4)
Openmarkttransacties	3.467,2	(+195,0)	3.284,0	(+25,9)	3.650,5	(+366,5)	3.272,2 (-22,4)
tendertransacties	741,8	(+97,7)	617,3	(-1,8)	866,3	(+249,0)	644,0 (-39,9)
MRO's	1,0	(-1,3)	1,4	(-1,5)	0,6	(-0,8)	2,3 (-0,2)
Driemaands LTRO's	3,1	(-0,3)	4,0	(-0,3)	2,3	(-1,7)	3,4 (+0,5)
TLTRO-II-transacties	471,1	(-118,8)	510,8	(-0,0)	431,4	(-79,4)	589,8 (-87,3)
TLTRO-III-transacties	150,4	(+101,9)	101,1	(+0,0)	199,7	(+98,6)	48,5 (+47,2)
Aanvullende LTRO's	116,2	(+116,2)	0,0	(+0,0)	232,4	(+232,4)	0,0 (+0,0)
Rechtstreeks effectenverkeer	2.725,4	(+97,3)	2.666,7	(+27,6)	2.784,2	(+117,6)	2.628,2 (+17,5)
Eerste programma voor de aankoop van gedekte obligaties	1,1	(-0,9)	1,3	(-0,4)	0,9	(-0,5)	2,0 (-0,8)
Tweede programma voor de aankoop van gedekte obligaties	2,9	(-0,0)	2,9	(+0,0)	2,9	(-0,0)	2,9 (-0,3)
Derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties	273,0	(+9,2)	269,9	(+5,1)	276,1	(+6,3)	263,8 (+2,8)
Programma voor de effectenmarkten	42,2	(-5,6)	43,9	(-4,0)	40,6	(-3,3)	47,9 (-4,9)
Programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa	29,9	(+1,7)	28,5	(-0,0)	31,2	(+2,7)	28,2 (+2,1)
Aankoopprogramma voor staatsobligaties	2.150,7	(+50,8)	2.126,5	(+18,9)	2.174,9	(+48,4)	2.099,9 (+12,3)
Aankoopprogramma voor bedrijfsobligaties	199,0	(+15,6)	193,7	(+8,0)	204,4	(+10,7)	183,5 (+6,2)
Pandemie-noodaankoopprogramma	26,6	(+26,6)	0,0	(+0,0)	53,2	(+53,2)	0,0 (+0,0)
Marginale beleningsfaciliteit	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0 (-0,0)

Bron: ECB.

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

Overige liquiditeitsgegevens

(gemiddelden; EUR miljard)

	Huidige verslagperiode: 29 januari 2020 tot en met 5 mei 2020						Vorige verslagperiode: 30 oktober 2019 tot en met 28 januari 2020
	Eerste en tweede aanhoudingsperiode		Eerste aanhoudingsperiode: 29 januari tot en met 17 maart		Tweede aanhoudingsperiode: 18 maart tot en met 5 mei		Zevende en achtste aanhoudingsperiode
Totale liquiditeitsbehoefte ¹	1.613,4	(+107,7)	1.532,6	(+18,3)	1.694,2	(+161,6)	1.505,7 (-53,7)
Netto autonome factoren ²	1.477,8	(+106,3)	1.397,0	(+17,2)	1.558,5	(+161,6)	1.371,4 (-55,4)
Overliquiditeit ³	1.853,8	(+87,3)	1.751,3	(+7,5)	1.956,3	(+205,0)	1.766,5 (+31,3)

Bron: ECB.

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

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

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

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

Renteontwikkelingen

(gemiddelden; procenten)

	Huidige verslagperiode: 29 januari 2020 tot en met 5 mei 2020						Vorige verslagperiode: 30 oktober 2019 tot en met 28 januari 2020
	Eerste en tweede aanhoudingsperiode		Eerste aanhoudingsperiode: 29 januari tot en met 17 maart		Tweede aanhoudingsperiode: 18 maart tot en met 5 mei		Zevende en achtste aanhoudingsperiode
MRO	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00 (+0,00)
Marginale beleningsfaciliteit	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25 (+0,00)
Depositofaciliteit	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50 (-0,05)
EONIA ¹	-0,451	(+0,00)	-0,454	(-0,00)	-0,449	(+0,01)	-0,454 (-0,05)
€STR	-0,536	(+0,00)	-0,539	(+0,00)	-0,533	(+0,01)	-0,539 (-0,04)

Bron: ECB.

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

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

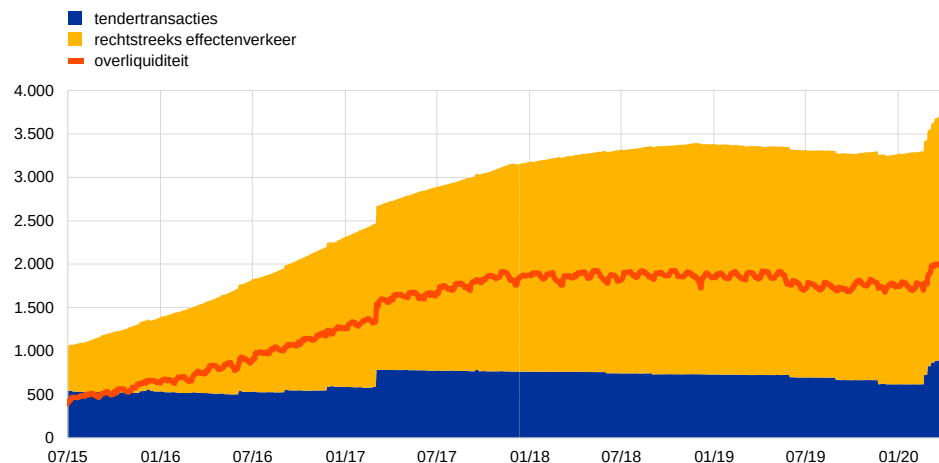
Liquiditeitsverschaffing door monetairbeleidsinstrumenten

Het gemiddelde bedrag van de liquiditeit die werd verschaft via openmarkttransacties – tendertransacties en APP-aankopen – steeg met € 195 miljard naar € 3467,2 miljard (zie Grafiek A). De totale gerapporteerde stijging van de overliquiditeit in de eerste twee aanhoudingsperioden van 2020 werd voor vergelijkbare bedragen bepaald door tendertransacties en de rechtstreekse aankopen van het Eurosysteem. De belangrijkste bronnen van deze extra liquiditeit waren de aanvullende LTRO's en de activa-aankopen in het kader van het aankoopprogramma voor staatsobligaties (PSPP) en het nieuwe PEPP.

Grafiek A

Ontwikkeling liquiditeit die werd verschaft via openmarkttransacties en overliquiditeit

(EUR miljard)



Bron: ECB.

Toelichting: De meest recente waarneming betreft 5 mei 2020.

De gemiddelde liquiditeit die met tendertransacties werd verschaft steeg met € 97,7 miljard ten opzichte van de voorgaande verslagperiode. Hoewel deze in de eerste aanhoudingsperiode van 2020 vrijwel ongewijzigd is gebleven (€ -1,8 miljard), is deze in de tweede aanhoudingsperiode met € 249,0 miljard gestegen. Dit was voornamelijk het gevolg van de opname van € 232,4 miljard in de nieuw geïntroduceerde LTRO's. Daarnaast zijn op 25 maart € 93 miljard aan TLTRO II-aflossingen en € 115 miljard aan TLTRO III-opnames verrekend, wat in de tweede aanhoudingsperiode leidde tot een netto liquiditeitsinjectie van gemiddeld € 19,2 miljard. De liquiditeitsverschaffing via de basisherfinancieringstransacties (MRO's) is met € 1,3 miljard gedaald ten opzichte van de vorige verslagperiode. Dit is grotendeels het gevolg van de grotere MRO-volumes tijdens de vorige aanhoudingsperiode, die samenviel met het einde van het jaar, en komt grotendeels overeen met de mutaties van vorig jaar. Het uitstaande bedrag aan driemaands LTRO's daalde licht, met € 0,3 miljard.

Tegelijkertijd stegen de rechtstreekse portefeuilles met € 97,3 miljard, van € 2.628,2 miljard naar € 2.725,4 miljard, als gevolg van de hervatting van de verhoogde nettoaankopen in het kader van het APP nadat het tijdelijke extra steunpakket van € 120 miljard tot eind 2020 was overeengekomen en de start van de aankopen in het kader van het nieuwe PEPP. De gemiddelde aanhoudingen stegen met € 50,8 miljard naar € 2.150,7 miljard in het programma voor de aankoop van door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen (PSPP) en met € 15,6 miljard naar € 199,0 miljard in het aankoopprogramma voor bedrijfsobligaties (CSPP), wat overeenkomt met de aangekondigde aankoopbedragen. Op 26 maart is het Eurosysteem ook begonnen met aankopen in het kader van het nieuwe PEPP. Aan het einde van de tweede aanhoudingsperiode bedroeg de liquiditeitsverschaffing in het kader van het PEPP gedurende de aanhoudingsperiode gemiddeld € 53,2 miljard, wat overeenkomt met bijna € 18 miljard aan wekelijkse aankopen.

Overliquiditeit

De gemiddelde overliquiditeit is met € 87,3 miljard gestegen van € 1.766,5 miljard naar € 1.853,8 miljard (zie Grafiek A). Dit is het gevolg van toenemende liquiditeitsverschaffing via monetairbeleidstransacties, waaronder rechtstreekse portefeuilles (€ 195,0 miljard), terwijl autonome factoren liquiditeit (€ 106,3 miljard) in het eurogebied hebben onttrokken.

Daarnaast is de overliquiditeit aangehouden in de depositofaciliteit van het Eurosysteem weliswaar gestegen, maar daalde het relatieve aandeel hiervan als gevolg van het tweeledige systeem voor de vergoeding van aangehouden overliquiditeit. Aangezien alleen saldi op de rekeningen-courant van financiële instellingen tot aan hun maximale vrijstellingsruimte zijn vrijgesteld van negatieve vergoeding tegen de rente die van toepassing is op de depositofaciliteit, blijven financiële instellingen middelen op hun rekeningen-courant aanhouden (deze zijn met € 85.5 miljard gestegen) in plaats van de depositofaciliteit, die slechts marginaal is toegenomen (met € 1,8 miljard).

Renteontwikkelingen

De €STR bleef tijdens de eerste twee aanhoudingsperioden nagenoeg ongewijzigd. De rente op de depositofaciliteit van de ECB en de rente op de basisherfinancieringstransacties en de marginale beleningsfaciliteit werden tijdens deze periode door de Raad van Bestuur niet gewijzigd. Daardoor bleef de €STR stabiel op een niveau van -53,6 basispunten (+0,3 basispunten ten opzichte van de vorige verslagperiode). De EONIA, die sinds oktober 2019 wordt berekend als de €STR plus een vaste spread, liep parallel aan de €STR.

5 Regionale arbeidsmarktontwikkelingen tijdens de grote financiële crisis en het daaropvolgende herstel

Door Vasco Botelho, Claudia Foroni en Lara Vivian

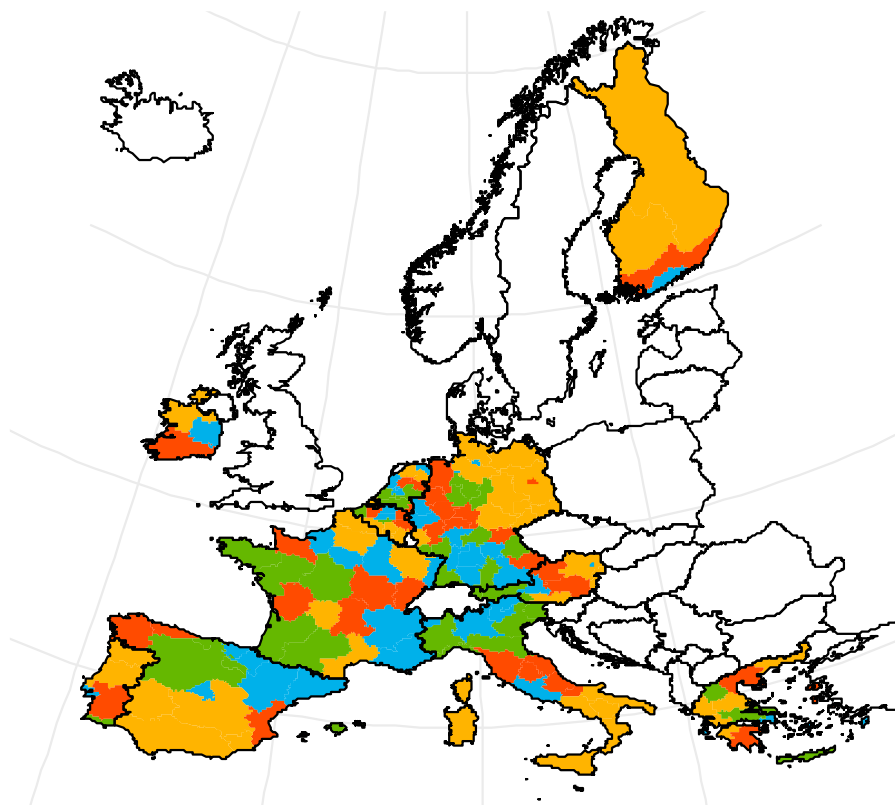
In dit kader worden de regionale ontwikkelingen op het gebied van arbeidsinput binnen het eurogebied onderzocht vanaf 2007, de piek in de economische bedrijvigheid voordat de wereldwijde financiële crisis uitbrak, tot 2018. Daarvoor wordt gebruikgemaakt van de regionale arbeidsmarktindicatoren die beschikbaar zijn in de Annual Regional Database van de Europese Commissie (ARDECO).⁴³ Voor de vergelijking delen we de regio's op in vier verschillende groepen (of kwartielen) op basis van de verdeling van het bbp per hoofd van de bevolking in 2007 in elk land (zie figuur A). Deze groepen blijven dezelfde doorheen de tijd.

⁴³ De ARDECO-dataset werd samengesteld door het Directoraat-Generaal Regionaal beleid en stadsontwikkeling van de Europese Commissie en wordt momenteel onderhouden en bijgewerkt door het Gemeenschappelijk Centrum voor Onderzoek. In dit Kader wordt gebruikgemaakt van de op 7 april 2020 bijgewerkte gegevens en wordt vooral aandacht besteed aan de niet-ultraperifere gebieden die werden gegroepeerd onder NUTS-niveau 2 van de Nomenclatuur van territoriale eenheden voor de statistiek uit 2016. De landen die in de analyse in aanmerking worden genomen zijn België, Duitsland, Ierland, Griekenland, Spanje, Frankrijk, Italië, Nederland, Oostenrijk, Portugal en Finland. De cijfers voor het eurogebied als geheel omvatten de aggregatie van de regio's in deze 11 eurolanden (eurogebied 11) die het eurogebied in 2007 vertegenwoordigen, met uitzondering van Luxemburg en Slovenië.

Figuur A

Eurogebied - Regionale verdeling van het bbp per hoofd van de bevolking in 2007

- Onderste 25%
- 25% tot 50%
- 50% tot 75%
- Bovenste 25%



Bronnen: ARDECO en berekeningen van ECB-medewerkers.

Toelichting: De regio's worden gegroepeerd volgens de verdeling van het bbp per hoofd van de bevolking in elk land in 2007.

In 2018 was het totale aantal gewerkte uren alleen in de regio's bovenaan in de verdeling van het bbp per hoofd van de bevolking hersteld tot het niveau van voor de crisis, terwijl het in de overige regio's nog steeds onder het niveau van 2007 lag.⁴⁴ De reactie van het totale aantal gewerkte uren was asymmetrisch

gedurende de periode 2007-2018, waarbij de werkgelegenheidsverliezen in de regio's uit de onderste 25% tijdens de recessieperiode forser waren dan de werkgelegenheidsgroei tijdens het daaropvolgende herstel (zie Grafiek A).⁴⁵ Tussen 2007 en 2018 daalde het totale aantal gewerkte uren met 5,6% in de regio's in het onderste kwartiel, terwijl het met 3,2% steeg in de regio's in het bovenste kwartiel. In

⁴⁴ De resultaten worden niet bepaald door de toekenning van de regio's aan de verschillende kwartielen of door de verdeling van het bbp per hoofd van de bevolking in 2007 binnen de landen, aangezien de resultaten van deze analyse nog steeds gelden wanneer de regio's worden gegroepeerd volgens de verdeling van het bbp per hoofd van de bevolking in 2007 in het eurogebied of wanneer een land uit de analyse wordt weggelaten.

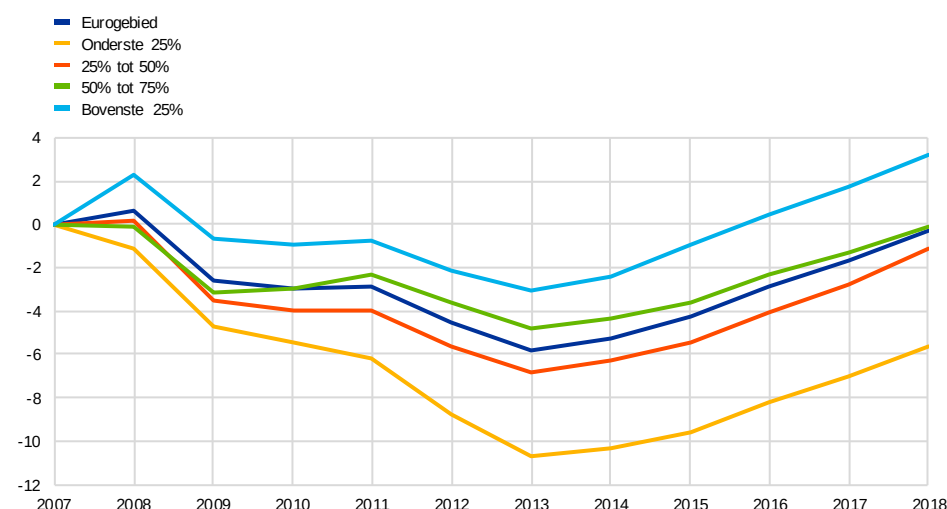
⁴⁵ Tijdens de fase van krimp (2007-2013) beliep het gemiddelde groeitempo op jaarbasis van het totale aantal gewerkte uren -0,5% voor de regio's uit de bovenste 25%, -0,8% voor de regio's in de groep boven de mediaan, -1,1% voor de regio's onder de mediaan, en -1,8% voor de regio's in de onderste 25%. Voor het eurogebied als geheel beliep de gemiddelde daling van het totale aantal gewerkte uren op jaarbasis tussen 2007 en 2013 -0,97%. Het stijgingstempo van het totale aantal gewerkte uren tijdens de herstelperiode lag hoger in de regio's in de bovenste 25% (1,2%) dan in de andere regio's (ongeveer 1% per jaar).

de twee middelste kwartielen vertoont het totale aantal gewerkte uren een vergelijkbaar profiel met het aggregaat van het eurogebied en was het in 2018 teruggekeerd naar een niveau dat dicht bij het niveau van 2007 lag. Daardoor steeg het aandeel van het totale aantal gewerkte uren in de regio's in het bovenste kwartiel met 1,4 procentpunten (van 38,7% in 2007 tot 40,1% in 2018), terwijl het aandeel van de regio's in het onderste kwartiel met 1,2 procentpunten daalde (van 23,2% in 2007 tot 22% in 2018).

Grafiek A

Regionale ontwikkelingen in het totale aantal gewerkte uren tussen 2007 en 2018

(y-as: logaritmisch groeitempo ten opzichte van de in 2007 waargenomen niveaus)



Bronnen: ARDECO en berekeningen van ECB-medewerkers.

Toelichting: De regio's worden gegroepeerd volgens de verdeling van het bbp per hoofd van de bevolking in elk land in 2007. De cijfers voor het eurogebied worden geaggregeerd aan de hand van gegevens van de 11 landen van het eurogebied die in voetnoot 1 worden vermeld.

De kleinere daling van het totale aantal gewerkte uren in de rijkere regio's tijdens de recessie en de relatief homogene ontwikkelingen in de regio's tijdens het herstel, kunnen worden toegeschreven aan veranderingen in de werkgelegenheidsgraad, de daling van het gemiddelde aantal gewerkte uren tijdens de recessieperiode en aan regionale verschillen in bevolkingsgroei gedurende beide perioden die samenhangen met de arbeidsmigratie van armere naar rijkere regio's. Grafiek B laat zien hoe de verschillende factoren hebben bijgedragen aan het verloop van het totale aantal gewerkte uren in de vier groepen van regio's.⁴⁶ De werkgelegenheidsgraad is kwantitatief gezien de belangrijkste bepalende factor voor de veranderingen in het totale aantal gewerkte uren, en is goed voor meer dan 50% – in alle groepen van regio's – van zowel de daling van het totale aantal gewerkte uren tijdens de recessieperiode als de toename van het totale aantal gewerkte uren tijdens de herstelperiode. De grootste bijdrage kwam tijdens de herstelperiode in de regio's in de onderste 25%. De daling van het gemiddelde aantal gewerkte uren was ook een belangrijke bepalende factor voor de

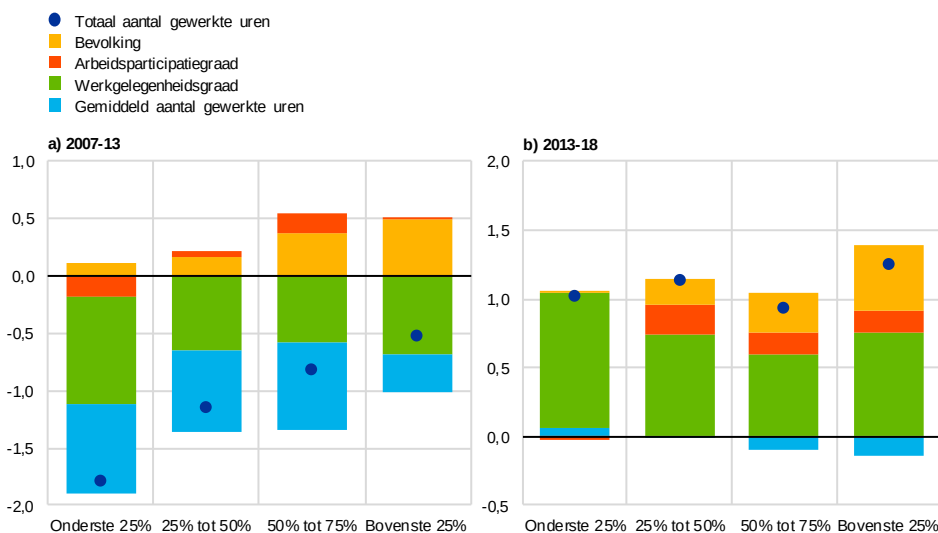
⁴⁶ Langetermijnveranderingen in het totale aantal gewerkte uren in een bepaalde periode kunnen worden herberekend als de som van het groeipercentage van de bevolking in die periode, van veranderingen in de arbeidsparticipatie, van veranderingen in de werkgelegenheidsgraad en van het groeipercentage van het gemiddelde aantal gewerkte uren per werknemer.

daling van het totale aantal gewerkte uren tijdens de recessieperiode in alle regio's, terwijl de regiobrede stabilisering na 2013 de impact ervan beperkte tijdens de herstelperiode. De werkgelegenheidsgraad en het gemiddelde aantal gewerkte uren vertoonden in alle groepen van regio's een kwalitatief vergelijkbaar verloop. Het verloop van de arbeidsparticipatie en de bevolkingsgroei droegen sterker bij tot de groei van het totale aantal gewerkte uren in rijkere regio's dan in armere regio's. De bevolkingsgroei steeg monotoon met de verdeling van het bbp per hoofd van de bevolking, met een gemiddelde groei op jaarbasis van 0,1% voor de regio's in de onderste 25% tot 0,5% voor de regio's in de bovenste 25%, terwijl de verschillen in bevolkingsgroei tussen de regio's zich scherper aftekenden tijdens de herstelfase. Ten slotte waren de veranderingen in de arbeidsparticipatie een afspiegeling van die in de bevolkingsgroei, hoewel hun bijdrage in beide perioden kwantitatief gezien kleiner was. Deze patronen hangen samen met het bestaan van migratiestromen van armere naar rijkere regio's, waarbij zowel de bevolking als de arbeidsparticipatie toenemen in de rijkere regio's ten koste van de armere regio's. Anderzijds dragen de migratiestromen bij tot een eerste opleving van de werkgelegenheidsgraad en het gemiddelde aantal gewerkte uren in armere regio's, terwijl de impact van migratie op de werkgelegenheid en het aantal gewerkte uren in de rijkere regio's ofwel gematigd kan zijn of worden versterkt door factoren aan de vraagzijde.

Grafiek B

Bepalende factoren voor de langetermijnveranderingen in het totale aantal gewerkte uren in de regio's.

(y-as: bijdrage aan het groeitempo van het totale aantal gewerkte uren, in %; x-as: groepen van regio's)



Bronnen: ARDECO en berekeningen van ECB-medewerkers.

Toelichting: De regio's worden gegroepeerd volgens de verdeling van het bbp per hoofd van de bevolking in elk land in 2007. De cijfers voor het eurogebied worden geaggregeerd aan de hand van gegevens van de 11 landen van het eurogebied die in voetnoot 1 worden vermeld.

De groeiende kloof in de loonsom van de werknemers tussen de regio's wordt grotendeels veroorzaakt door de regionale spreiding van de langetermijnveranderingen in het totale aantal gewerkte uren, waarbij de groeipercentages van de loonsom per gewerkt uur in grote lijnen vergelijkbaar zijn in de regio's (zie tabel A). Het aandeel van de loonsom van de werknemers in

de regio's uit de bovenste 25% nam toe met 0,7 procentpunten tussen 2007 en 2018, van 45,2% in 2007 tot 45,9% in 2018. In de regio's in de onderste 25% nam het aandeel af met ongeveer 0,9 procentpunten in dezelfde periode, van 18,1% in 2007 tot 17,2% in 2018. De groeiende kloof tussen de regio's wat betreft de loonsom van de werknemers vloeit echter voornamelijk voort uit regionale ontwikkelingen in arbeidsinput. Het groeitempo van de loonsom per gewerkt uur is namelijk vergelijkbaar tussen de regio's, en was in de periode van krimp zelfs lager voor de regio's in de rijkste 25% dan in de overige regio's. Een mogelijke verklaring voor deze ontwikkeling is dat het arbeidsaanbod toenam in de rijke regio's als gevolg van de migratiestromen zowel van armere naar rijkere regio's als van buiten het eurogebied. Het vergelijkbare groeipercentage in loonsom per gewerkt uur in de verschillende regio's kan verband houden met de sterke toename in arbeidsaanbod in de rijkere regio's en met de gematigde daling in het gemiddeld aantal gewerkte uren in de overige regio's tijdens de periode van krimp. De ontwikkelingen in loonsom per gewerkt uur kunnen ook samenhangen met het land en de industriële samenstelling van de groepen van regio's en bijgevolg met de impact van het gevoerde arbeidsmarktbeleid tijdens de grote financiële crisis en het daaropvolgende herstel, zoals de regelingen voor werktijdverkorting en de afgesloten loonakkoorden.⁴⁷

Tabel A

Groei van het totale aantal gewerkte uren en van de loonsom van de werknemers in het eurogebied

	2007-2013 (logaritmisch groeitempo op jaarbasis, in %)			2013-2018 (logaritmisch groeitempo op jaarbasis, in %)		
	Loonsom van de werknemers (totaal)	Totale aantal gewerkte uren	Loonsom per gewerkt uur (gemiddeld)	Loonsom van de werknemers (totaal)	Totale aantal gewerkte uren	Loonsom per gewerkt uur (gemiddeld)
Totaal	0,47	-0,97	1,44	1,88	1,12	0,77
Bovenste 25%	0,66	-0,51	1,17	1,98	1,25	0,73
Boven mediaan	0,72	-0,81	1,53	1,74	0,94	0,80
Onder mediaan	0,39	-1,14	1,53	2,02	1,13	0,88
Onderste 25%	-0,24	-1,79	1,55	1,66	1,02	0,64

Bronnen: ARDECO en berekeningen van ECB-medewerkers.

Toelichting: De regio's worden gegroepeerd volgens de verdeling van het bbp per hoofd van de bevolking in elk land in 2007. De cijfers voor het eurogebied worden geaggregeerd aan de hand van gegevens van de 11 landen van het eurogebied die in voetnoot 1 worden vermeld.

Over het geheel genomen was de ontwikkeling van het totale aantal gewerkte uren in het eurogebied tussen 2007 en 2018 zeer heterogeen tussen de regio's, waarbij de rijkere regio's tijdens de recessieperiode beter bestand waren en de armere regio's tijdens de herstelperiode hun achterstand niet volledig konden inlopen. Deze verschillen tussen de regio's kunnen worden toegeschreven aan veranderingen in de werkgelegenheidsgraad, aan de daling van het gemiddelde aantal gewerkte uren tijdens de recessieperiode en aan de stabiliteit van de

⁴⁷ De regelingen voor werktijdverkorting kunnen van invloed zijn geweest op de toename in loonsom per gewerkt uur, omdat ze grotere flexibiliteit mogelijk maakten in de daling van het gemiddelde aantal gewerkte uren door werknemers tijdens de periode van krimp, terwijl het loon van de werknemers tijdens dezelfde periode beschermd was. Tegelijkertijd kunnen ook de afgesloten loonakkoorden een gedeeltelijke verklaring zijn voor het sterkere groeitempo van de loonsom per gewerkt uur in de onderste twee kwartielen in vergelijking met de regio's in de bovenste twee kwartielen.

regionale verschillen in bevolkingsgroei tijdens zowel de periodes van recessie als van herstel. Migratie van armere naar rijkere regio's binnen het eurogebied is waarschijnlijk een drijvende kracht achter deze trends en kan op haar beurt hebben bijgedragen tot de toename van regionale verschillen in de loonsom van de werknemers tussen 2007 en 2018. Bovendien vergrootte de kloof tussen de rijkere en de armere regio's in de cumulatieve groei van het totale aantal gewerkte uren, de werkgelegenheid en de loonsom van de werknemers in een aantal landen van het eurogebied tussen 2007 en 2018, net zoals de heterogeniteit tussen de landen in de arbeidsmarktpatronen. Het heterogene effect op het totale aantal gewerkte uren, de werkgelegenheid en de loonsom zou ook verband kunnen houden met de verschillen die werden waargenomen in de sectorale samenstelling van de verschillende groepen van regio's, waarbij de sectoren waarin de werkgelegenheid en de cumulatieve lonen het sterkst zijn gedaald meestal gevestigd zijn in regio's met een lager bbp per hoofd van de bevolking, terwijl de bloeiende industrieën voornamelijk in rijkere regio's zijn gevestigd.

Regelingen voor werktijdverkorting en de impact ervan op de lonen en op het beschikbaar inkomen

Door António Dias da Silva, Maarten Dossche, Ferdinand Dreher, Claudia Foroni en Gerrit Koester

Werktijdverkorting en tijdelijke werkloosheid zijn zeer belangrijke instrumenten om de economische impact van de coronapandemie (COVID-19) te temperen. Verscheidene landen uit het eurogebied hebben werktijdverkortings- of tijdelijke-werkloosheidsregelingen⁴⁸ toegepast of herzien om het inkomensverlies voor de huishoudens en de loonkosten voor de bedrijven te beperken.⁴⁹ Die regelingen ondersteunen ook het economisch herstel: ze houden de arbeidsrelaties in stand zodat de werknemers beschikbaar, en de bedrijven klaar zijn om de activiteit te hervatten zodra de lockdownmaatregelen worden opgeheven. Er is substantieel bewijs dat deze ondersteuningsregelingen het banenverlies in het eurogebied sterk matigen, vergeleken met de situatie in landen waar dergelijke regelingen ofwel zeer weinig voorkomen (bijvoorbeeld in de Verenigde Staten), ofwel helemaal niet voorkomen.⁵⁰ Dergelijke regelingen zijn bedoeld om tijdelijke tekorten inzake activiteit en vraag te overbruggen en ze moeten in evenwicht zijn met de noodzaak tot economische herstructurering en arbeidsherverdeling binnen en tussen de sectoren.

Dit Kader bevat een raming van de aanvraagpercentages en een berekening van de loonvervangingsratio's voor de regelingen in de vijf grootste landen van het eurogebied. Deze economieën zijn goed voor meer dan 80% van de werknemersvergoedingen over het hele eurogebied. Combineert men de loonvervangingsratio's met het aantal gebruikers, dan kan worden berekend wat tijdens de pandemie de impact is van werktijdverkorting op het beschikbaar inkomen van de huishoudens. Inzicht in de effecten van de huidige en geplande regelingen voor werktijdverkorting en tijdelijke ontslagen is van belang om de macro-economische projecties op te stellen. Daarom moet de impact van de regelingen gemonitord worden, naarmate en wanneer meer informatie beschikbaar komt over de eigenlijke aanvragen.

De effecten van de regelingen voor werktijdverkorting op het inkomensverlies variëren afhankelijk van de vermindering van de arbeidstijd. Uit Grafiek A blijkt dat een werknemer met een gemiddeld loon die onder een regeling voor

⁴⁸ Wijzigingen in bestaande regelingen voor werktijdverkorting waren doorgaans gefocust op een snellere verwerking van de aanvragen, een ruimere toegankelijkheid, de vergoeding van de socialezekerheidsbijdragen, een uitbreiding tot de uitzendkrachten, of een wijziging in de duur van de regeling.

⁴⁹ Nadat de coronapandemie zich had uitgebreid naar Europa, stelde de Europese Commissie ook een Verordening van de Raad voor betreffende de instelling van een "instrument voor tijdelijke steun om het risico op werkloosheid in noodsituaties te beperken" (SURE).

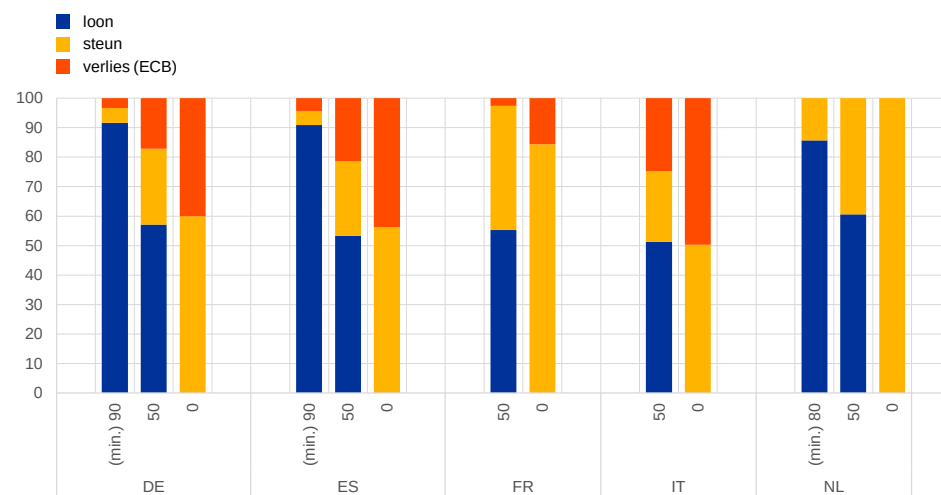
⁵⁰ Voor een bespreking van de werktijdverkorting tijdens de huidige crisis, zie, bijvoorbeeld, Giupponi, G. en Landais, C. "Building effective short-time work schemes for the COVID-19 crisis", *VOX-EU*, 1 april 2020; of Adams-Prassl, A., Boneva T., Golin M., en Rauh, C. "Inequality in the Impact of the Coronavirus Shock: Evidence from Real Time Surveys", *IZA Discussion Paper Series*, nr. 13183, 2020.

werktijdverkorting valt – zoals in Duitsland⁵¹, Italië of Spanje – zijn nettoloon naar verwachting met ongeveer 25% zal zien dalen als hij 50% van zijn normale uren werkt, en met om en nabij 50% als hij helemaal niet werkt (additionele sector- of bedrijfsspecifieke regelingen buiten beschouwing gelaten). De maximale duur van de regelingen verschilt aanzienlijk van land tot land.

Grafiek A

Loonvervangingsratio's voor werknemers met een gemiddeld loon

(in procenten van de nettolonen en -salarissen per loontrekkende per percentage van de normale fulltime gewerkte uren)



Bronnen: Ramingen door ECB-medewerkers op basis van nationale regelingen en input van de nationale centrale banken. Toelichting: De berekeningen tonen het nettolooninkomen van individuele kinderloze huishoudens tijdens de eerste maanden dat ze de uitkering ontvangen. "min." geeft de minimale vermindering van de werkuren weer om de uitkering te kunnen ontvangen.

Afhankelijk van het ontwerp van de nationale regelingen, kunnen de effecten ervan op de maatstaven voor de verloning per werknemer en op de verloning per uur aanzienlijk verschillen tussen de landen van het eurogebied. Terwijl in Duitsland en Spanje de uitkeringen rechtstreeks aan de werknemers worden uitbetaald, ontvangen in Nederland, Frankrijk en Italië de werkgevers een subsidie om hun betalingen aan de werknemers te financieren. In diverse landen kunnen dergelijke regelingen op een verschillende manier in de statistieken worden weerspiegeld, afhankelijk van de classificatie waartoe Eurostat heeft besloten. Indien de uitkeringen rechtstreeks aan de werknemers worden uitbetaald en geboekt worden als sociale overdrachten, terwijl de lonen en salarissen dalen in verhouding tot het aantal gewerkte uren, kunnen deze regelingen wijzen op een sterk neerwaartse verschuiving in de vergoeding per werknemer. In landen, daarentegen, waar die regeling gebaseerd is op een subsidie die wordt betaald aan de werkgevers, die een volledig loon blijven uitbetalen voor een verminderd aantal gewerkte uren, kunnen de regelingen een hogere vergoeding per uur impliceren.

In alle vijf de grootste eurolanden is een groot aandeel van de werknemers wellicht in verkorte arbeidstijd of tijdelijk werkloos. Volgens voorlopige, van diverse bronnen afkomstige ramingen (Grafiek B) zouden er in Duitsland ongeveer

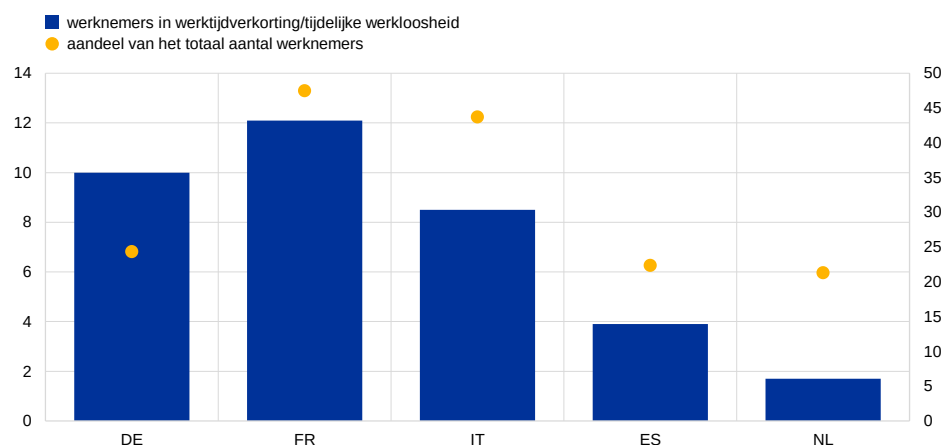
⁵¹ In Duitsland wordt voor 2020 een speciale regeling gepland: vanaf de vierde maand van de werktijdverkorting, stijgt het aandeel van het door de regeling gecompenseerd inkomensverlies tot 70% voor kinderloze begunstigten die minstens 50% minder uren werken.

10 miljoen werknemers onder dergelijke regelingen vallen (24% van de werknemers) en circa 12 miljoen in Frankrijk (47% van de werknemers). De equivalente aantallen worden geraamd op 8,5 miljoen in Italië (44% van de werknemers), 3,9 miljoen in Spanje (23% van de werknemers) en 1,7 miljoen in Nederland (21% van de werknemers). Aangezien er voor sommige van die landen nog officiële data moeten worden gepubliceerd, dienen deze cijfers omzichtig te worden geïnterpreteerd. Hier worden ze ter illustratie gebruikt om de inkomenseffecten van de maatregelen te meten. Bovendien zijn de cijfers wellicht een bovengrens, die de aanvraagpercentages weergeven gedurende de periode dat de lockdownmaatregelen van kracht waren. Extra overheidsmaatregelen die zijn genomen ter ondersteuning van de zelfstandigen, worden in dit Kader niet toegelicht.

Grafiek B

Ramingen van het aantal werknemers die in werktijdverkorting zijn of die tijdelijk werkloos zijn

(links: in miljoenen werknemers; rechts: in procenten van de werknemers)



Bronnen: Ramingen door ECB-medewerkers op basis van informatie afkomstig van de IAB (voor Duitsland), Dares (voor Frankrijk), het INPS (voor Italië), Factiva (voor Spanje) en het UWV (voor Nederland).
Toelichting: Op basis van gegevens verzameld tot medio mei 2020.

De precieze impact van werktijdverkorting op het beschikbaar inkomen van de huishoudens blijft tot dusver onzeker. Niet alleen het aantal begunstigden is snel veranderd, ook de exacte daling van het aantal gewerkte uren per begunstigde blijft onbekend. Om na te gaan wat het belang is van de werktijdverkortingsregelingen voor het beschikbaar inkomen van de huishoudens, bevat Grafiek C twee illustraties: een periode van zware impact (van toepassing *tijdens* de lockdown) en een periode van geringe impact (met relatief minder strenge beperkende maatregelen *na* de lockdown); beide zijn gebaseerd op berekeningen voor de vijf grootste eurolanden. Al met al zijn de kenmerken van die twee periodes in overeenstemming met het *medium* scenario voor de activiteit van het eurogebied in het tweede kwartaal van 2020, waarbij de strenge lockdown eindigde in de loop van mei 2020.⁵²

⁵² Zie het 'medium' scenario dat wordt toegelicht in het Kader "Alternative scenarios for the impact of the COVID-19 pandemic on economic activity in the euro area", *Economic Bulletin*, nr. 3, ECB, 2020.

Uitkeringen voor werktijdverkorting temperen in aanzienlijke mate de impact van COVID-19 op het beschikbaar inkomen van de huishoudens.

Bij ontstentenis van uitkeringen voor arbeidstijdverkorting zou, naar aanleiding van het verminderde aantal gewerkte uren, de daling van het inkomen uit arbeid voor de huishoudens uit het eurogebied kunnen uitkomen op -22% tijdens de periodes van lockdown (Grafiek C, periode van zware impact).⁵³ Dankzij de uitkeringen voor arbeidstijdverkorting zou de daling van het netto-inkomen uit arbeid echter slechts -7% bedragen, hoewel rekening moet worden gehouden met aanzienlijke verschillen tussen individuen en tussen landen. Aangezien het inkomen uit arbeid goed is voor ongeveer twee derde van het beschikbaar inkomen van de huishoudens, zouden de regelingen voor verkorte werktijd naar verwachting kunnen voorzien in een buffer van ongeveer 10% van het beschikbaar inkomen van de huishoudens (dat betekent ongerekend gemengd inkomen en inkomen uit vermogen). Na afloop van de lockdowns geeft de periode van geringe impact aan dat het verlies aan netto arbeidsinkomen zou kunnen afnemen tot -3%, terwijl de uitkeringen van de werktijdverkorting snel dalen.

Aangezien de regelingen inzake werktijdverkorting tijdens de crisis het aantal banen helpen vrijwaren, remmen ze tevens de toename van de inkomensonzekerheid af.

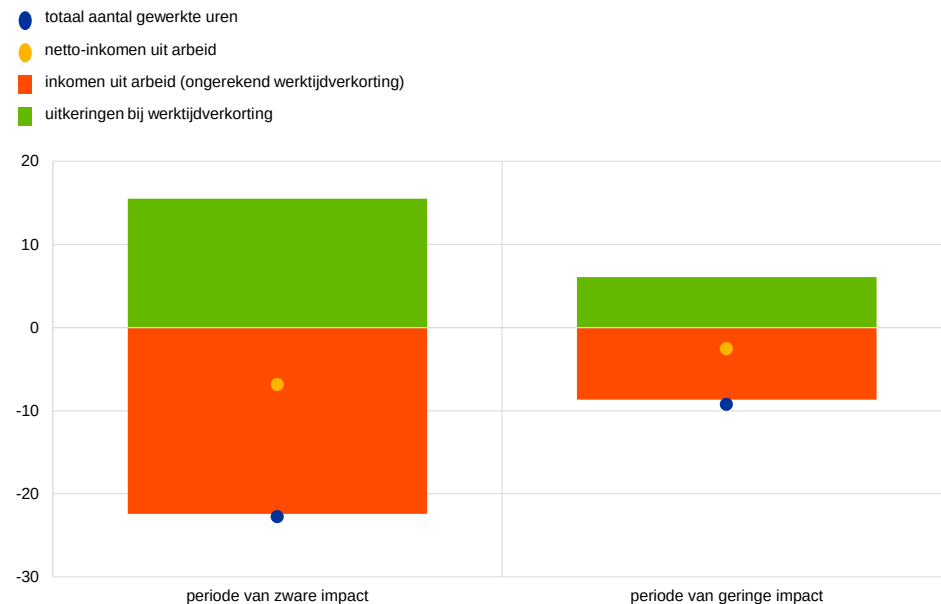
Regelingen inzake werktijdverkorting helpen huishoudens niet alleen hun inkomen te vrijwaren, ze helpen bedrijven ook hun cash flow te vrijwaren. Als gevolg daarvan zouden, tot wanneer het herstel inzet, minder banen in het gedrang moeten komen. Het terugdringen van de onzekerheid over het inkomen van huishoudens is een extra kanaal waarlangs het overheidsbeleid de nadelige effecten van de coronapandemie op de uitgaven van huishoudens kan helpen temperen.

⁵³ Er wordt van uitgegaan dat voor iedere begunstigde het aantal arbeidsuren met gemiddeld 75% wordt verminderd. Deze veronderstelde vermindering van het aantal gewerkte uren is bijvoorbeeld groter dan de werkelijke vermindering van het aantal gewerkte uren voor de begunstigten van uitkeringen voor arbeidstijdverkorting in Duitsland tijdens de financiële crisis. Ze lijkt echter redelijk gelet op de in verscheidene sectoren opgetekende aanzienlijke daling van het aantal gewerkte uren tijdens de lockdown.

Grafiek C

Werktijdverkorting en arbeidsinkomen in het eurogebied

(mutaties in procenten, bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Ramingen door ECB-medewerkers voor (de vijf grootste landen van) het eurogebied op basis van voorlopige informatie over het aantal werknemers met een verkorte werktijd afkomstig van het IAB (voor Duitsland), Dares (voor Frankrijk), het INPS (voor Italië), Factiva (voor Spanje) en het UWV (voor Nederland).

Toelichting: Voor de periode van zware impact wordt gebruikgemaakt van het geraamde aantal werknemers met verkorte werktijd in Grafiek B en wordt uitgegaan van een vermindering van het aantal gewerkte uren met gemiddeld 75% per begunstigde. Voor de periode van geringe impact wordt uitgegaan van slechts de helft van het aantal getroffen werknemers in het scenario van zware impact. Er wordt uitgegaan van een kleinere daling van het aantal gewerkte uren per begunstigde, met gemiddeld 60%.

De COVID-19-crisis en de gevolgen voor het begrotingsbeleid

Door Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier en Nadine Leiner-Killinger

De coronaviruspandemie (COVID-19-pandemie) heeft de economieën en overheidsfinanciën van de landen van het eurogebied onder ongekende druk gezet, wat vraagt om een krachtige respons van de EU, naast actie op nationaal niveau. Op 20 mei heeft de Europese Commissie haar landspecifieke aanbevelingen bekendgemaakt voor economisch en begrotingsbeleid in het kader van het Europese Semester 2020.⁵⁴ Op 27 mei heeft zij voorstellen gedaan voor een herstellfonds om het herstel te ondersteunen door middel van toekomstige investeringen en structurele hervormingen.⁵⁵ In dit Kader wordt onderzocht hoe nationaal begrotingsbeleid in het kader van het Europees semester van dit jaar wordt gecoördineerd en wordt betoogd dat er aanzienlijke steun nodig zal zijn, die verder gaat dan de reeds op nationaal niveau verstrekte steun, om te zorgen voor een gelijkmatig herstel in de landen van het eurogebied en versnippering tegen te gaan.

In reactie op de dramatische schok veroorzaakt door COVID-19 hebben alle landen van het eurogebied pakketten met begrotingsmaatregelen ingevoerd.

Deze pakketten omvatten discretionaire stimulerende begrotingsmaatregelen, staatsgaranties voor leningen aan bedrijven en andere maatregelen ter ondersteuning van de liquiditeit. Een belangrijk onderdeel van de discretionaire maatregelen heeft betrekking op steun aan bedrijven, met name om de werkgelegenheid te behouden.⁵⁶ De landen hebben ook aandacht besteed aan gezondheidszorguitgaven en maatregelen om steun te bieden aan werklozen en andere kwetsbare groepen door middel van diverse sociale overdrachten. Aan de inkomstzijde zijn de opschortingen van belastingen en socialezekerheidsbijdragen voornamelijk gericht op het bieden van liquiditeitssteun aan huishoudens en bedrijven. Volgens de [Economische voorjaarsprognoses 2020](#) van de Europese Commissie bedragen de discretionaire begrotingsmaatregelen op het geaggregeerde niveau van het eurogebied 3,25% van het bbp. Daarnaast bedragen de staatsgaranties voor leningen aan bedrijven en andere liquiditeitsondersteunende maatregelen ongeveer 20% van het bbp van het eurogebied, volgens de begrotingsplannen van de regeringen zoals uiteengezet in de eind april gepubliceerde stabiliteitsprogramma's⁵⁷. Deze plannen laten echter grote verschillen in omvang zien tussen de landen, met name in de omvang van de verstrekte staatsgaranties. Door dergelijke verschillen ontstaat het risico van een ongelijkmatig

⁵⁴ Zie voor meer informatie [2020 European Semester: Country Specific Recommendations / Commission Recommendations](#). De aanbevelingen zijn op 9 juni door de Ecofin-Raad goedgekeurd.

⁵⁵ Zie voor meer informatie "[Het moment van Europa: herstel en voorbereiding voor de volgende generatie](#)".

⁵⁶ Zie ook het Kader "Regelingen voor werktijdverkorting en de impact ervan op de lonen en op het beschikbaar inkomen".

⁵⁷ Zie voor meer informatie [2020 European Semester: National Reform Programmes National Reform Programmes and Stability/Convergence Programmes](#).

herstel in het eurogebied en van versnippering tussen de economieën van het eurogebied.

Om een zo direct mogelijke reactie op de uitzonderlijke crisis mogelijk te maken, heeft de Ecofin-Raad op 23 maart de algemene ontsnappingsclausule van het stabiliteits- en groeipact geactiveerd. In geval van een ernstige economische neergang voor het eurogebied of de EU als geheel, en mits de houdbaarheid van de schuld niet in gevaar wordt gebracht, biedt de activering van deze clausule landen de mogelijkheid om af te wijken van de begrotingsaanpassingsvereiste die normaliter zou gelden volgens de EU-begrotingsregels.⁵⁸ De Ecofin-Raad benadrukte dat de daaruit voortvloeiende steun “waar dit passend is tijdig, tijdelijk en doelgericht” moet zijn.

De kracht van de COVID-19-schok en de omvang van de begrotingsrespons hebben geleid tot een drastische verslechtering en heterogeniteit van de begrotingsposities. Volgens de Economische voorjaarsprognoses 2020 van de Europese Commissie zal het begrotingstekort van het eurogebied in 2020 naar verwachting stijgen naar 8,5% van het bbp ten opzichte van 0,6% van het bbp in 2019. Waar in 2019 elf landen begrotingsoverschotten hebben geboekt, zullen alle landen van het eurogebied naar verwachting dit jaar een begrotingstekort boeken dat boven de referentiewaarde van 3% van het bbp ligt. De grootste tekorten worden voorspeld voor België, Spanje, Frankrijk en Italië, die tot de landen behoren die aan het begin van de crisis een hoge overheidsschuldquote hadden (zie Grafiek A en B). De totale schuldquote van het eurogebied zal in 2020 naar verwachting sterk stijgen, met 16,7 procentpunten, naar 102,7% van het bbp, met grote verschillen tussen de landen. Landen die aan het begin van de crisis een schuldquote van ongeveer 100% hadden, zullen de sterkste stijging van de schuldenlast ondervinden. Slechts zes landen van het eurogebied (Estland, Luxemburg, Letland, Litouwen, Malta en Slowakije) zullen naar verwachting de schuldquote in 2020 onder de referentiewaarde van 60% van het bbp houden. Bij ongewijzigd beleid zullen de overheidstekorten en schuldquotes in 2021 naar verwachting dalen, hoewel deze ver boven het niveau van voor de crisis zullen blijven.

Volgens de Commissie voldoet momenteel geen enkel land van het eurogebied aan het overheidstekortcriterium van het Verdrag en voldoen sommige landen evenmin aan het schuld criterium van het Verdrag.⁵⁹ Gezien de uitzonderlijk grote onzekerheid aangaande de economische ontwikkelingen, “met inbegrip van het uitstippelen van een geloofwaardig traject voor het begrotingsbeleid”⁶⁰, adviseert de

⁵⁸ Zie voor details de [Verklaring van de EU-ministers van Financiën over het stabiliteits- en groeipact in het licht van de COVID-19-crisis](#) van 23 maart 2020.

⁵⁹ De Europese Commissie heeft uit hoofde van Artikel 126, lid 3 van het Verdrag betreffende het functioneren van de Europese Unie rapporten goedgekeurd voor alle landen, uitgezonderd Roemenië (zie [Buitensporigtekortprocedures – overzicht](#)). In deze rapporten wordt de naleving door de lidstaten van het tekortcriterium in 2020 beoordeeld op basis van hun voornemens of op basis van de Economische voorjaarsprognoses 2020 van de Europese Commissie. In alle gevallen, uitgezonderd Bulgarije, concludeert de Europese Commissie dat niet aan het tekortcriterium wordt voldaan. Daarnaast is in de rapporten voor België, Cyprus, Frankrijk, Griekenland, Italië en Spanje ook op basis van realisatiegegevens beoordeeld of het schuld criterium in 2019 is nageleefd. De Commissie concludeerde voor België, Frankrijk en Spanje dat niet aan het schuld criterium is voldaan, en voor Cyprus en Griekenland dat dat wel het geval was. Voor Italië concludeert de Europese Commissie dat er “onvoldoende gegevens zijn die erop wijzen of al dan niet aan het schuld criterium is voldaan”.

⁶⁰ Zie [Mededeling van de Commissie: Europees Semester 2020: landspecifieke aanbevelingen](#).

Commissie momenteel echter niet om buitensporigtekortprocedures te starten. Later dit jaar zal de Commissie de begrotingssituatie van de lidstaten opnieuw beoordelen op basis van haar Economische najaarsprognoses 2020 en de ontwerpbegrotingen van de eurolanden voor 2021.

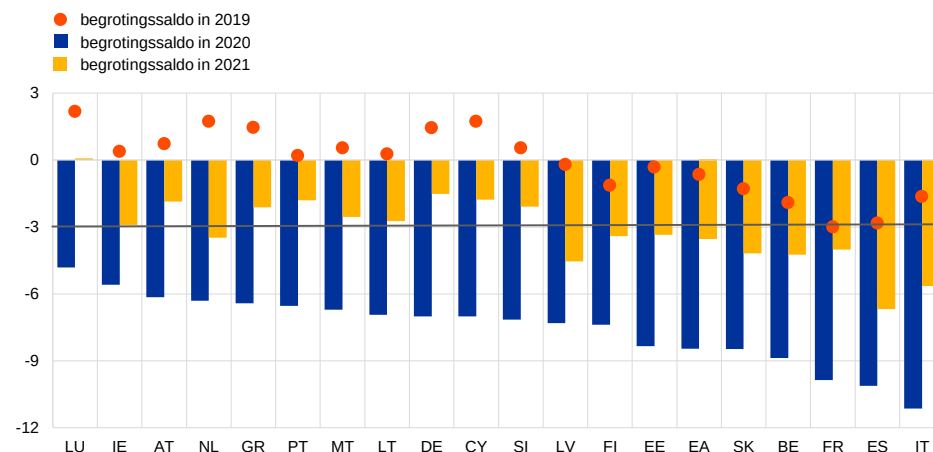
Alle landen zullen hun economieën moeten blijven ondersteunen om van de zware schok te herstellen en tegelijkertijd de houdbaarheid van overheidsfinanciën op de middellange termijn moeten waarborgen.

In de aanbevelingen van de Commissie voor het begrotingsbeleid voor 2020-2021 wordt aanbevolen dat landen “overeenkomstig de algemene ontsnappingsclausule alle nodige maatregelen nemen om de pandemie doeltreffend aan te pakken, de economie te stimuleren en het daaropvolgende herstel te ondersteunen”. “Als de economische omstandigheden dit toelaten” wordt landen aanbevolen begrotingsbeleid te voeren “dat gericht is op het tot stand brengen van prudente begrotingssituaties op middellange termijn en het waarborgen van de houdbaarheid van de schuld, daarbij de investeringen verhogend”. Wanneer de ernstige economische neergang wegeeft, en voordat er twijfel ontstaat over de houdbaarheid van de schuld op middellange termijn, zal het gebruik van de algemene ontsnappingsclausule van het Pact moeten worden beëindigd. Het begrotingsbeleid moet dan gericht zijn op hervatting van de in het Pact voorziene aanpassingen.

Grafiek A

Begrotingssaldo van de totale overheid in het eurogebied, 2019-2021

(in procenten bbp)

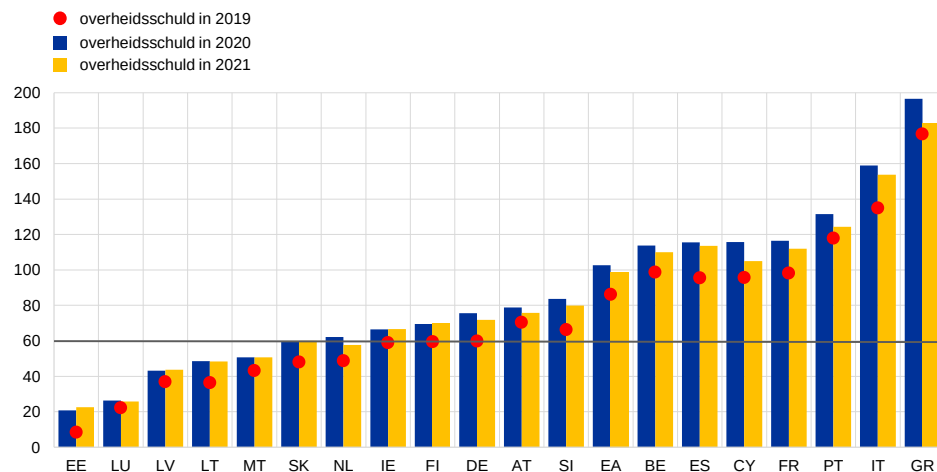


Bronnen: Europese Commissie (AMECO-database) en berekeningen van de ECB.

Grafiek B

Brutoschuld van de totale overheid, 2019-2021

(in procenten bbp)



Bronnen: Europese Commissie (AMECO-database) en berekeningen van de ECB.

Er is een krachtige Europese respons nodig om het herstel te ondersteunen en economische versnippering in het eurogebied te voorkomen. De eerste stappen zijn inmiddels ondernomen. Er zijn vangnetregelingen voor werknemers, bedrijven en overheden ingevoerd, die samen goed zijn voor een bedrag van maximaal € 540 miljard. Ten eerste komt er een Europees instrument voor tijdelijke steun om in een noodtoestand het risico op werkloosheid te beperken (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency – SURE), waarmee in leningen aan overheden wordt voorzien en naar verwachting financiering wordt vrijgemaakt voor nationale werktijdverkortingsregelingen en bepaalde gezondheidszorguitgaven zolang de noodsituatie aanhoudt. Er worden tegen gunstige voorwaarden tot een totaal van € 100 miljard aan leningen aan de lidstaten verstrekt, zoveel mogelijk gebaseerd op de EU-begroting en gewaarborgd door de door de lidstaten verstrekte garanties.⁶¹ Ten tweede wordt een pan-Europees garantiefonds van € 25 miljard opgezet om de activiteiten van de Europese Investeringsbank (EIB) te versterken. Dit zou € 200 miljard aan financiering voor bedrijven kunnen ondersteunen, onder meer via nationale ontwikkelingsbanken.⁶² Ten derde is er, als waarborg voor landen van het eurogebied, een pandemiecrisisinstrument ingesteld op basis van de bestaande voorzorgskredietlijn van het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM), de Enhanced Conditions Credit Line (ECCL). De toewijzing bedraagt 2% van het bbp van de betreffende lidstaat in 2019, met een totale omvang van € 240 miljard. De enige vereiste voor toegang tot de kredietlijn is dat lidstaten die om steun verzoeken “zich ertoe verbinden deze kredietlijn te gebruiken ter ondersteuning van de binnenlandse financiering van directe en indirecte kosten voor gezondheidszorg, genezing en preventie die het gevolg zijn van de COVID-19-crisis”.⁶³

⁶¹ Zie “Verordening (EU) 2020/672 van de Raad van 19 mei 2020 betreffende de instelling van een Europees instrument voor tijdelijke steun om het risico op werkloosheid te beperken in een noodtoestand (SURE) als gevolg van de COVID-19-uitbraak (PB L 159 van 20.5.2020, blz. 1).”

⁶² Zie “EIB Board approves €25 billion Pan-European Guarantee Fund in response to COVID-19 crisis”.

⁶³ Zie “ESM Pandemic Crisis Support”.

Niettemin zijn er verdere inspanningen nodig om het herstel op EU-niveau voor te bereiden en te ondersteunen. Op 27 mei heeft de Europese Commissie haar voorstellen gepresenteerd voor een herstelplan dat voorziet in een nieuw herstelinstrument van € 750 miljard genaamd “Next Generation EU”, dat is ingebed in een versterkt meerjarig financieel kader. Next Generation EU voorziet in € 500 miljard aan subsidies en € 250 miljard aan leningen aan lidstaten, met name ter ondersteuning van investeringen en structurele hervormingen. Er zal voorrang worden gegeven aan strategische langetermijninvesteringen ter ondersteuning van de groene en de digitale transitie. Wat de toekomst betreft, is het zaak dat de EU-lidstaten tijdig tot overeenstemming komen over krachtige inspanningen ter ondersteuning van hun economieën.

Artikelen

1 Citizens' attitudes towards the ECB, the euro and Economic and Monetary Union

Prepared by Stephanie Bergbauer, Nils Hernborg, Jean-François Jamet, Eric Persson and Hanni Schölermann

Building on the literature on trust in institutions, the article looks at the state, evolution and sociodemographic breakdown of citizens' trust in the ECB and support for the euro. Drawing on a novel typology of attitudes towards Economic and Monetary Union (EMU) and using microdata from Eurobarometer surveys since the introduction of the single currency, the analysis tracks the prevalence of supporters and sceptics of EMU over time and across euro area countries. It further explores the sociodemographic characteristics, economic perceptions and, more broadly, European sentiments within these groups. In this way, it provides insights into the factors shaping citizens' attitudes towards the ECB, the euro and EMU, and helps identify possible avenues for enhancing trust. The analysis indicates that popular support for EMU – in particular, trust in the ECB – hinges to a large extent on citizens' perceptions of their personal situation and the overall economic context, as well as their broader attitudes towards the European Union, while other sociodemographic indicators seem to be less relevant.

1 Introduction

The financial and sovereign debt crisis brought issues of economic and monetary integration to the forefront of European and national political debates. This article explores the impact of these developments on public opinion. To this end, it traces developments in citizens' attitudes towards European Economic and Monetary Union (EMU) along two central dimensions: citizens' support for the euro as the most tangible outcome of economic and monetary integration at the European level; and citizens' trust in the European Central Bank (ECB) as the institution tasked with defining and implementing monetary policy for the euro area and safeguarding the stability of the single European currency.

While the euro and the ECB are closely linked at the institutional level, public opinion towards the two has followed divergent trends since the crisis.

Citizens' support for the euro remained stable at high levels even at the height of the crisis. By contrast, public trust in the ECB declined significantly during the crisis and has since been slow to recover. In autumn 2019 support for the euro among euro area citizens stood at 76%, following an almost continuous increase from spring 2016, while 18% of respondents in the euro area were opposed to the euro. By contrast, a total of 42% of euro area respondents expressed trust in the ECB,

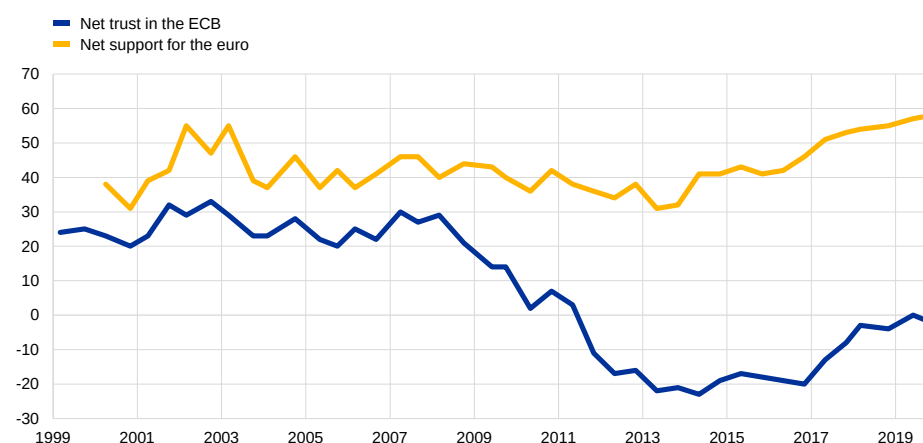
compared with 44% who said they did not trust the institution.⁶⁴ As a result, net trust in the ECB remains in negative territory, while net support for the euro has been increasing steadily since 2013 and reached a record high in autumn 2019 (see Chart 1).

Chart 1

Net trust in the ECB and net support for the euro

Euro area, spring 1999 – autumn 2019

(percentage points)



Sources: Eurobarometer, own calculations.

Notes: Net support for the euro is calculated as the share answering "for" minus the share answering "against" to the question "Please tell me whether you are for or against it: A European economic and monetary union with one single currency, the euro." Net trust is calculated as the share of respondents giving the answer "Tend to trust" minus the share giving the answer "Tend not to trust" to the question "Please tell me if you tend to trust it or tend not to trust it?: The European Central Bank." Respondents who answered "don't know" are excluded in both cases.

This article explores this divergence in citizens' support for the euro and trust in the ECB in greater detail. Who are the citizens who support the common currency, but do not have confidence in the ECB? How do they differ from those citizens who support the euro and have trust in the ECB? To explore these questions, we introduce a fourfold typology of attitudes towards EMU based on different combinations of citizens' views on the euro and the ECB. Drawing on survey data from the Eurobarometer, we analyse the prevalence of the different groups in the general public of the euro area from the inception of the common currency in 1999 to 2019.⁶⁵ We explore variation at euro area EU Member State and regional levels, among different sociodemographic groups and based on citizens' economic perceptions and socio-political orientations.

⁶⁴ European Commission, *Autumn 2019 Standard Eurobarometer (EB 92) – Public opinion in the European Union*, First results (fieldwork conducted in October 2019), November 2019.

⁶⁵ For data availability reasons, this analysis cannot assess potential changes in public opinion towards the euro and the ECB in the context of the coronavirus (COVID-19) pandemic that started in early 2020.

2 The relevance of public trust in the ECB and support for the euro

Public trust matters for central banks. Central banks rely on steering inflation expectations to fulfil their mandate. This requires a basic understanding of economic and financial matters, and a high level of trust among the public. A high level of trust in the central bank's ability to fulfil its mandate facilitates its task of anchoring inflation expectations, increasing the effectiveness of the central bank's monetary policy measures. Conversely, a lack of public trust makes the central bank more vulnerable to political pressure, as politicians have greater incentive to make critical comments and could undermine its independence.⁶⁶

Trust in the ECB is correlated with citizens' understanding of its mandate and affects the formation of household inflation expectations. There is evidence that individuals' inflation expectations are related to their knowledge of the ECB's policy objective and their knowledge of how the ECB provides information about its monetary policymaking process.⁶⁷ Research also suggests that trust in the ECB affects the formation of household inflation expectations,⁶⁸ including when controlling for respondents' knowledge of the ECB's objectives and their level of financial literacy.⁶⁹

Citizens' support provides legitimacy to the project of EMU. Citizens' support provides the necessary legitimacy for supranational governance in an area that is traditionally a core competence of the nation state, namely to conduct its own monetary policy. It is important that the public understands and accepts the ECB's policies in order to reinforce its strong political independence. Moreover, while the sustainability of a currency is mostly taken for granted in the national context, it has been argued that, as a union of sovereign states, EMU must ultimately rely on a "sense of common purpose"⁷⁰ that provides a political bond among members of the monetary union beyond standard economic arguments.⁷¹ These political bonds were even more important during the global financial crisis that started in 2008, when membership in the euro area was framed as creating winners and losers, and

⁶⁶ See Ehrmann, M. and Fratzscher, M., "Politics and Monetary Policy", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 93, 2011, pp. 941-960; Ehrmann, M., Soudan, M. and Stracca, L., "Explaining European Union Citizens' Trust in the European Central Bank in Normal and Crisis Times", *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 115, 2013, pp. 781-807.

⁶⁷ See, for example, van der Cruysen, C., Jansen, D.-J. and de Haan, J., "How Much Does the Public Know about the ECB's Monetary Policy? Evidence from a Survey of Dutch Households", *International Journal of Central Banking*, Vol. 11, 2015, pp. 169-218; van der Cruysen, C.A.B. and Eijffinger, S.C.W., "From actual to perceived transparency: The case of the European Central Bank", *Journal of Economic Psychology*, Vol. 31, 2010, pp. 388-399.

⁶⁸ See, for example, Mellina, S. and Schmidt, T., "The Role of Central Bank Knowledge and Trust for the Public's Inflation Expectations", *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, No 32, 2018 or Baerg, N., Duell, D. and Lowe, W., "Central Bank Communication as Public Opinion: Experimental Evidence", 2018, work in progress.

⁶⁹ See Christelis, D., Georgarakos, D., Jappelli, T. and van Rooij, M., "Trust in the Central Bank and Inflation Expectation", *Working Paper Series*, No 2375, ECB, Frankfurt am Main, February 2020.

⁷⁰ De Grauwe, P., *Economics of Monetary Union*, 11th edition, Oxford University Press, 2016.

⁷¹ See Bergbauer, S., Jamet, J.-F., Schölermann, H., Stracca, L. and Stubenrauch, C., "Global Lessons from Euroscepticism", *VoxEU*, September 2019.

questions regarding the desirability of European economic integration became salient in national political debates and election campaigns.⁷²

3 A puzzle with four pieces: a typology of attitudes towards EMU

Support for the euro can be conceptualised as a reflection of both satisfaction with the concrete output of the currency and support for the value of economic integration. Citizens' perceptions of the euro are likely to represent both their concrete experiences with the currency in day-to-day life and a more diffuse support of the idea of a currency union and the value of economic and monetary integration that underpins the EMU regime. In effect, the euro is considered one of the most visible embodiments of the EU,⁷³ and citizens' support for the value of European integration is positively related to support for the euro.⁷⁴

Trust in the ECB represents a form of institutional trust, reflecting a positive perception of the central bank and its specific policies. The most concrete output and obvious yardstick for assessing the ECB's performance is the inflation rate as a measure of price stability, which is the ECB's primary objective pursuant to the Treaty on the Functioning of the European Union (TFEU). However, in the course of the global financial crisis, the ECB was characterised in the mass media as one of the key actors in charge of addressing the economic crisis.⁷⁵ Indeed, during the crisis, citizens became more aware of the ECB and more inclined to state an opinion on whether they trusted it.⁷⁶ At the same time, since it is an EU institution, citizens are likely to evaluate the ECB as part of the overall EU framework, together with other institutions, such as the European Commission or the European Parliament. Thus, when asked whether they trust the ECB, citizens may not only take into account inflation developments, but also other macroeconomic developments and their overall perception of the EU.

Taken together, citizens' views on the euro on the one hand and the ECB on the other shed light on their attitudes towards EMU. Citizens can hold consistently positive or negative views on both the euro and the ECB, but they can also diverge in their views on the single currency and the central bank. Figure 1 shows a cross-tabulation of support for the euro and trust in the ECB, which results

⁷² Cramme, O. and Hobolt, S.B., *Democratic Politics in a European Union under Stress*, Oxford University Press, 2014.

⁷³ Indeed, in spring 2019 the euro was the second most-mentioned, meaning respondents associated it with the EU, second only to freedom of movement. See European Commission, *Spring 2019 Standard Eurobarometer (EB 91) – Public opinion in the European Union*, (fieldwork conducted in June 2019).

⁷⁴ See Bergbauer, S., Hernborg, N., Jamet, J.F. and Persson, E., "The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?", *Journal of European Public Policy*, January 2020.

⁷⁵ See, for example, findings in Picard, R.G., (ed.), *The euro crisis in the media: Journalistic coverage of economic crisis and European institutions*, London-New York: I.B. Tauris, 2015.

⁷⁶ In effect, survey data from the Eurobarometer show a notable increase in public awareness about the ECB during the global financial crisis. The share of respondents who said they had "heard about" the ECB increased from 70% in 1999 to 85% in 2015, with most of that increase occurring during the crisis years. Similarly, the share of respondents who answered "don't know" when asked whether they trusted the ECB declined from 31% in 1999 to 17% in 2015.

in four groups of supporters and sceptics of EMU: the first group neither supports the euro nor trusts the ECB (EMU-sceptics); the second group supports the euro, but does not trust the ECB (ECB-sceptics); the third group does not support the euro, but trusts the ECB (euro-sceptics); and the fourth group supports the euro and trusts the ECB (EMU-supporters).⁷⁷

Figure 1
Typology of attitudes towards EMU

		Support for EMU and the euro	
		For	Against
Trust in the ECB	Tend to trust	EMU-supporters	euro-sceptics
	Tend not to trust	ECB-sceptics	EMU-sceptics

Note: The fifth group, which includes respondents who answered “don’t know” to one or both of the questions, is not included in the overview.

Different combinations of attitudes towards EMU hold different implications for economic and monetary integration. Among these four groups, the first group, referred to as “EMU-sceptics,” appears to be the most critical to understand in that these citizens, lacking support for either the euro or the ECB, may be open to or actively support a reversal of economic and monetary integration, potentially undermining the smooth functioning of EMU. A significant prevalence of the second group, namely “ECB-sceptics” among euro area citizens may reduce acceptance of ECB actions; at the same time, the continued support in this group for the single currency indicates an outlook that is in principle pro-European. The third group, “euro-sceptics” is puzzling in that these citizens trust the ECB, but oppose a single currency; this may be explained by general scepticism towards policymaking at the EU level or attachment to national currencies that were superseded by the euro, coupled with high levels of trust in the functioning of institutions. The fourth group, “EMU-supporters,” provide the strongest support for the project of economic and monetary integration in that they favour the single currency and express trust in the ECB.

⁷⁷ The typology draws on Bergbauer, S., Hernborg, N., Jamet, J.-F. and Persson, E., “The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?”, *Journal of European Public Policy*, January 2020.

4 What we know about the different groups in the typology of attitudes to EMU

4.1 Measuring trust in the ECB and support for the euro

The empirical analysis of the prevalence of the different groups of supporters of EMU draws on survey data from the Eurobarometer. We use individual survey data from 40 waves of the bi-annual Standard Eurobarometer from 1999⁷⁸ to 2019. The analysis is restricted to respondents from Member States in the euro area. As a (repeated) cross-sectional survey, the Eurobarometer does not allow for panel analysis and cannot track intra-individual changes in attitudes over time. Nevertheless, it gives an insight into attitudes towards the euro and the ECB among euro area citizens over time and under changing political and macroeconomic conditions. While the Eurobarometer has been criticised for a number of methodological reasons, it remains one of the most widely used cross-national surveys and has become the main data source for comparative empirical research on public opinion in the EU and on the politics and sociology of European unification.

Support for the euro and trust in the ECB are operationalised using standard measures in the literature. To assess respondents' support for the single currency, we use the question "What is your opinion on each of the following statements? Please tell me for each statement, whether you are for it or against it: A European economic and monetary union with one single currency, the euro." To assess respondents' support for the ECB, we use the question "Please tell me if you tend to trust or tend not to trust these European institutions: The European Central Bank." Respondents replying "don't know" to one or both of the questions are placed in a fifth group called "Other (don't know)", while those refusing to answer are omitted from the analysis.⁷⁹ Depending on the survey wave, between 20-35% of respondents fall into this fifth category (see Chart 2) and, of these, roughly two-thirds reply "don't know" to the question regarding trust in the ECB.

The design of the Eurobarometer questionnaire may affect response behaviour for the items regarding support for the euro and trust in the ECB. In particular, the indicator of trust in the ECB is part of a series of questions assessing respondents' trust in different EU institutions, notably the European Commission and the European Parliament. This design may invite satisficing behaviour, whereby respondents do not sufficiently differentiate between items within the series because they lack distinct views on the individual institutions and/or may try to be consistent in their response behaviour, supporting or rejecting all statements in the series.⁸⁰ Furthermore, the order of the questions in the questionnaire may affect response

⁷⁸ Or the respective year a country joined the euro area.

⁷⁹ The share of Eurobarometer respondents who refuse to answer either question is very small. There are no data on respondents refusing to answer the question on trust in the ECB, and less than 1% of respondents are reported to have refused to answer the question on support for the euro in the Eurobarometer waves since 2018. We exclude these respondents from our analysis.

⁸⁰ In Ehrmann, M., Soudan, M. and Stracca, L., "Explaining European Union Citizens' Trust in the European Central Bank in Normal and Crisis Times", *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 115, 2013, pp. 781-807, two-thirds of respondents give the same reply for all EU institutions covered by the series of questions on institutional trust.

behaviour, as questions asked earlier in the survey may affect response behaviour on later questions.

A comparison of findings from the Eurobarometer and other datasets lends external validity to the results. While we cannot exclude that questionnaire effects have an impact on the findings, a cross-validation of levels of trust in the ECB and support for the euro as measured by the Eurobarometer with evidence on citizens' attitudes towards the single currency and the ECB from other EU-wide and national datasets shows that findings are broadly comparable across datasets. For example, the Autumn 2019 Standard Eurobarometer⁸¹ (fieldwork conducted in November 2019) found that 76% of respondents in the euro area were in favour of the single currency. In a Flash Eurobarometer⁸² from roughly the same period (fieldwork conducted in October 2019), 65% of respondents indicated that the euro was a good thing for their country and 76% thought it was a good thing for the EU. Both Standard and Flash Eurobarometer surveys have observed an upward trend in support for the euro since 2016. National surveys that occasionally field questions on trust in the ECB show similar levels of trust as those found based on Eurobarometer data.⁸³

The subsequent sections assess support for EMU by means of univariate analysis. The changes in the make-up of the different groups in the typology are illustrated along different sociodemographic indicators. Aggregated data for the euro area are weighted to account for differences in population size between euro area countries applying the standard post-stratification weights provided for in the Eurobarometer survey data. This analysis can gauge simple correlations between the type of support for EMU and the individual sociodemographic indicators in question, and, through its time dimension, identify turning points and possible triggers of changes in support for EMU. However, the analysis neither controls for confounding variables, nor provides quantitative estimates of the strength of observed correlations, and it is also not able to establish causality.⁸⁴

⁸¹ European Commission, *Autumn 2019 Standard Eurobarometer survey (EB 92) – Public opinion in the European Union, First results*, (fieldwork conducted in October 2019), November 2019.

⁸² European Commission, *Flash Eurobarometer survey (EB 481) on the views and attitudes related to the euro in the 19 euro area countries* (fieldwork conducted in October 2019), November 2019.

⁸³ See, for example, for Germany, findings in Hayo, B. and Neuenkirch, E., "The German public and its trust in the ECB: The role of knowledge and information search", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 47, 2014, pp. 286-303; for the Netherlands, see van der Cruysen, C.A.B. and Eijffinger, S.C.W., "From actual to perceived transparency: The case of the European Central Bank", *Journal of Economic Psychology*, Vol. 31, 2010, pp. 388-399.

⁸⁴ For recent multivariate analyses of support for the euro and trust in the ECB, see, for example, Bergbauer, S., Hernborg, N., Jamet, J.-F. and Persson, E., "The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?", *Journal of European Public Policy*, January 2020; Hobolt, S. B. and Wratil, C., "Public opinion and the crisis: The dynamics of support for the euro", *Journal of European Public Policy*, Vol. 22(2), 2015, pp. 238-256; Kaltenthaler, K., Anderson, C.J. and Miller, W.J., "Accountability and independent central banks: Europeans and distrust of the European Central Bank", *JCMS: Journal of Common Market Studies*, Vol. 48, 2010, pp.1261-1281; Kuhn, T. and Stoeckel, F., "When European integration becomes costly: The euro crisis and public support for European economic governance", *Journal of European Public Policy*, 21(4), pp. 624-641.

4.2 Support for EMU since the global financial crisis

In the euro area aggregate, EMU-supporters are the largest group, having recovered from the trough reached during the global financial crisis. Chart 2 shows the share of respondents in each of the four groups from 1999⁸⁵ to 2019 for the euro area aggregate. Prior to the crisis, a relative majority of around 40% of euro area citizens were EMU-supporters (dark blue line in Chart 2). This group shrank from the onset of the financial and economic crisis in 2008-09 and reached a trough in 2013-14. It stabilised in subsequent years and in 2017-18 recovered to levels just below those seen before the crisis. In the aftermath of the crisis, citizens appeared to have lost confidence in the ECB, but did not necessarily turn against the project of a single currency per se, as evidenced by the growing number of those still supporting the euro, but lacking trust in the ECB. This group became the largest group in the years 2013-16 (yellow line in Chart 2). There was also an increase in the number of EMU-sceptics (red line in Chart 2), which peaked in 2014, when close to 25% of euro area citizens supported neither the euro nor the ECB. By spring 2018 this group had contracted, representing less than 15% of respondents. The fourth group, i.e. citizens who support the ECB but not the euro (green line in Chart 2), has decreased further from low levels to become negligibly small across the euro area in recent years (less than 5% of respondents). Finally, the decreasing number of respondents who reply “don’t know” to one or both of the questions (light blue line in Chart 2) indicates that growing awareness of and familiarity with the single currency and the ECB – be it through day-to-day experience with the euro as a means of payment or increased media attention on the ECB in the crisis – has also led citizens to be more confident in expressing an opinion about the two.

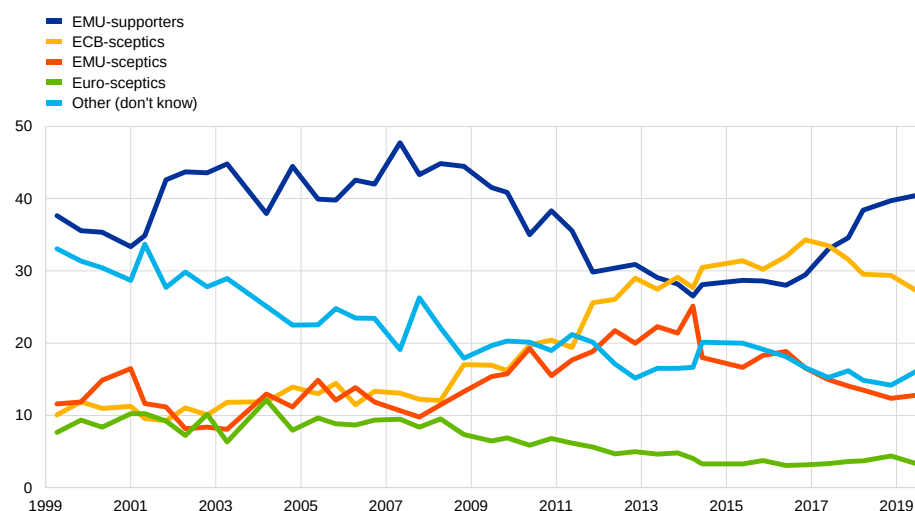
⁸⁵ Or the respective year a country joined the euro area.

Chart 2

Typology of attitudes towards EMU over time

Euro area, spring 1999 – spring 2019

(percentages)



Sources: Eurobarometer, own calculations.

Notes: The typology contains four groups: the first group neither supports the euro nor trusts the ECB (EMU-sceptics); the second group supports the euro, but does not trust the ECB (ECB-sceptics); the third group does not support the euro, but trusts the ECB (euro-sceptics); and the fourth group supports the euro and trusts the ECB (EMU-supporters). A fifth group (Other) includes those who answered "don't know" to one of the two questions.

The developments in support for and scepticism about EMU at the euro area level, as measured by the Eurobarometer, shows that trust in the ECB is more volatile than support for the euro. The relative decline in the size of the group of EMU-supporters over the period 2008-13 is mainly due to the concurrent decrease in trust in the ECB, as indicated by the growing number of ECB-sceptics over the same period (see Chart 2). These findings suggest that support for the euro is more resistant to negative experiences such as the crisis, while the decline in trust in the ECB during the economic downturn indicates a more performance-related orientation, in line with recent findings by other studies.⁸⁶ At the same time, the growing share of euro area citizens that neither trust the ECB nor support the euro (EMU-sceptics) over the course of the crisis suggests that negative experiences during the crisis also negatively affected support for the EMU project more generally, possibly via dissatisfaction with the outputs of European economic governance. However, this trend seemed to stop and eventually reverse as the economy recovered. Owing to data availability, these trends do not reflect the potential impact of the coronavirus (COVID-19) pandemic that started in early 2020.

The decline in trust in the ECB is part of a broader decline in trust in public institutions in the aftermath of the global financial crisis. In effect, not only the ECB, but most national and supranational public institutions in Europe saw public trust decrease in the past decade, making the decline in trust in the ECB part of a wider trend. Currently the level of trust in the ECB seems to be at a neutral level,

⁸⁶ See Bergbauer, S., Hernborg, N., Jamet, J.F. and Persson, E., "The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?", *Journal of European Public Policy*, January 2020.

with roughly equal shares of respondents expressing trust or distrust in the ECB. Box 1 summarises developments in public trust in EU and national institutions since the global financial crisis.

Box 1

Developments in trust in public institutions since the global financial crisis

Prepared by Nils Hernborg and Hanni Schölermann

The decline in popular trust in the ECB over the past decade occurred in the context of a broader decline in trust in public institutions. Since the onset of the global financial crisis, there has been a decrease in trust in public institutions in Europe at both national and supranational level. In fact, this trend can be observed across most advanced economies. The decline in trust in the ECB seen over the past decade is thus not specific to the ECB. At the same time, attitude surveys indicate that popular trust in the ECB has declined more than trust in national and even other EU institutions. This box explores the developments in trust in the ECB relative to other institutions, with a view to teasing out common and distinct features of the decrease, as well as recent improvements in popular trust in the ECB.

Trust in EU and national institutions

In the decade running up to the global financial crisis, net trust among euro area citizens in the European Commission, the European Parliament and the ECB stood at robustly positive and roughly comparable levels, with the European Parliament enjoying a small lead (see Chart A). Net trust in these EU institutions was significantly higher than net trust in national governments or national parliaments by a margin of between 20 and 40 percentage points. Even before the crisis, net trust in national governments or parliaments already tended to be negative (i.e. with more survey respondents saying they tended not to trust national institutions than those who tended to trust them). With the onset of the crisis, trust in national institutions fell further, but net trust in the abovementioned EU institutions and the EU as a whole also descended into negative territory.

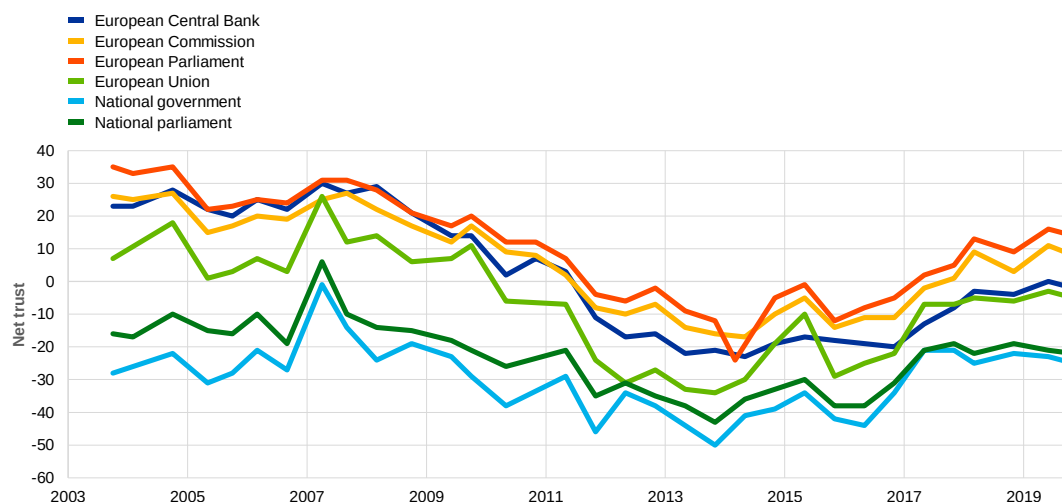
While the fall in trust was initially rather broad-based across public institutions, the loss of trust has been more pronounced for EU institutions, and the recovery in trust among them has been uneven. In fact, compared with both EU and national institutions, trust in the ECB appears to have been disproportionately affected by the crisis, experiencing a deeper fall and a slower recovery. The result is that, currently, net trust in the ECB still lies in slightly negative territory, standing at -2 percentage points in autumn 2019, whereas net trust in the European Commission and the European Parliament has been positive since 2017.

Chart A

Trust in European and national institutions

Euro area, autumn 2003 – autumn 2019

(percentage points)



Sources: Eurobarometer, own calculations.

Notes: Net trust is calculated as the share answering "Tend to trust" minus the share answering "Tend not to trust" in response to the question "Please tell me if you tend to trust it or tend not to trust it?: NAME OF INSTITUTION." Respondents who answered "don't know" are excluded in both cases.

Trust in the ECB compared with trust in national institutions

Since reaching a trough in spring 2014, net trust in the ECB has recovered partially, and the gap over national governments has widened again slightly. At the aggregate euro area level, net trust in the ECB in late 2019 was 23 percentage points higher than net trust in the national governments. However, a closer look reveals that the widening gap is masking heterogeneous developments at the country level. Overall, albeit still slightly negative at the aggregate euro area level, at the end of 2019 net trust in the ECB was above the level of net trust in national government in all euro area countries except Austria, Germany and Luxembourg (see Figure A).

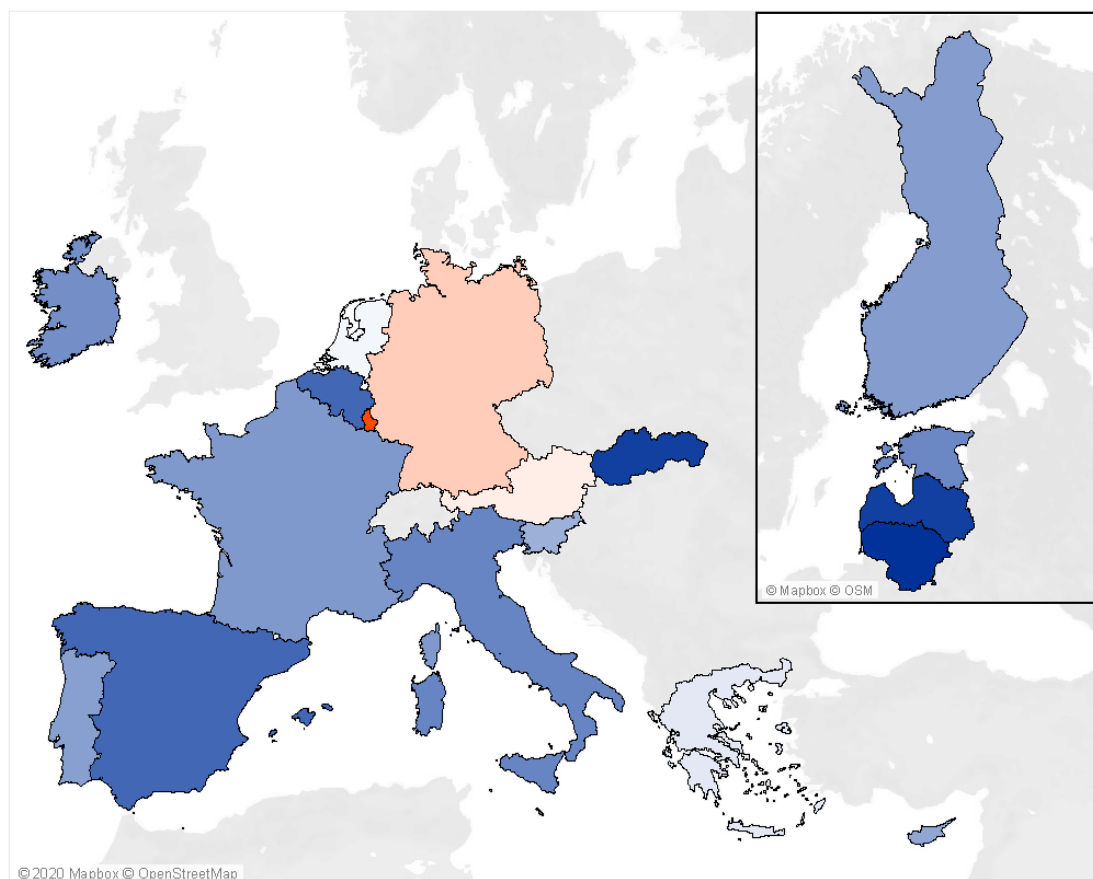
Broadly speaking, it appears that the trust gap has fallen more in those countries where the gap was highest prior to the crisis, and that trust in the ECB in comparison to trust in national government suffered particularly in the countries most affected by the crisis and in Germany and the Netherlands. Spain and Cyprus are the main exceptions among the countries hit heavily by the crisis. It corroborates the wider finding of this article that citizens hold the ECB responsible for – or at least associate it with – the general economic situation at both national and European levels, as well as their own personal financial situation, more than they do national governments.

Figure A

Gap between net trust in the ECB and net trust in the national government

Euro area countries, autumn 2019

(percentage points)



	LT	LV	SK	BE	ES	IT	EE	IE	MT	FR	FI	PT	CY	SI	GR	NL	AT	DE	LU
Trust gap (percentage points)	62	58	58	46	46	37	36	34	32	31	30	29	27	24	7	3	-1	-3	-11
5-year change (autumn 2014)	+4	+12	+5	+20	+18	+2	+27	+5	+12	-11	-6	-21	+18	-28	-18	-17	-4	+19	-17
10-year change (autumn 2009)	-24	-18	-12	-1	-3	-18	-7	-54	-18	-17	-26	-32	+10	-25	-9	-37	-17	-33	-5

Sources: Eurobarometer, own calculations.

Notes: Net trust is calculated as the share answering "Tend to trust" minus the share answering "Tend not to trust" to the question "Please tell me if you tend to trust it or tend not to trust it?": NAME OF INSTITUTION." Respondents who answered "don't know" are excluded in both cases. The trust gap varies between -200 and 200, as net trust for each institution varies between -100 and 100.

4.3 Geographic correlates of support for EMU

Across Member States in the euro area, support for EMU has improved since the crisis. Looking at the developments in support for EMU by country, euro area countries fall roughly into two groups: those where support for EMU fell during the crisis but has since largely bounced back, and those that have seen robust support for EMU throughout the crisis years (see Chart 3).

Countries severely affected by the economic crisis experienced a dip in support for EMU.

It is not surprising that the first pattern is found almost exclusively in countries that were severely affected by the economic crisis after 2008 and 2009, and is particularly strong in Ireland, Greece, Spain, Cyprus, Portugal and Slovenia. With the exception of Slovenia, all of these countries entered financial assistance programmes during the crisis. In these countries, typically the share of ECB-sceptics grew mainly during the crisis. The share of euro-sceptics also experienced a temporary spike, but has since returned to near pre-crisis levels.

Countries less affected by the crisis tend to show relatively stable support for EMU.

By contrast, the second pattern of high and relatively stable support for EMU can be observed in countries that were less affected by the crisis, such as Belgium, Luxembourg, the Netherlands, Malta, Austria, Slovakia and Finland. In these countries, since the crisis the share of ECB-sceptics has typically grown moderately and at a steady pace from a very low level, trending slightly above the share of euro-sceptics. However, both scepticism towards the ECB and the euro remained minority attitudes throughout the crisis and afterwards.

Germany, France and Italy display idiosyncratic patterns of support for EMU.

The three largest euro area countries – Germany, France and Italy – are important exceptions to the two patterns described above. They follow a common pattern of their own that is characterised by support for EMU that is also fairly stable but moderate. During the crisis, when there was a slight dip in support for EMU, ECB-sceptics (in the case of France and Germany) and EMU-sceptics (in the case of Italy) temporarily constituted the largest groups. The relative sizes of the groups have since reversed, but the share of ECB-sceptics in these countries has lingered above pre-crisis levels (and in France is on a par with the share of EMU-supporters).

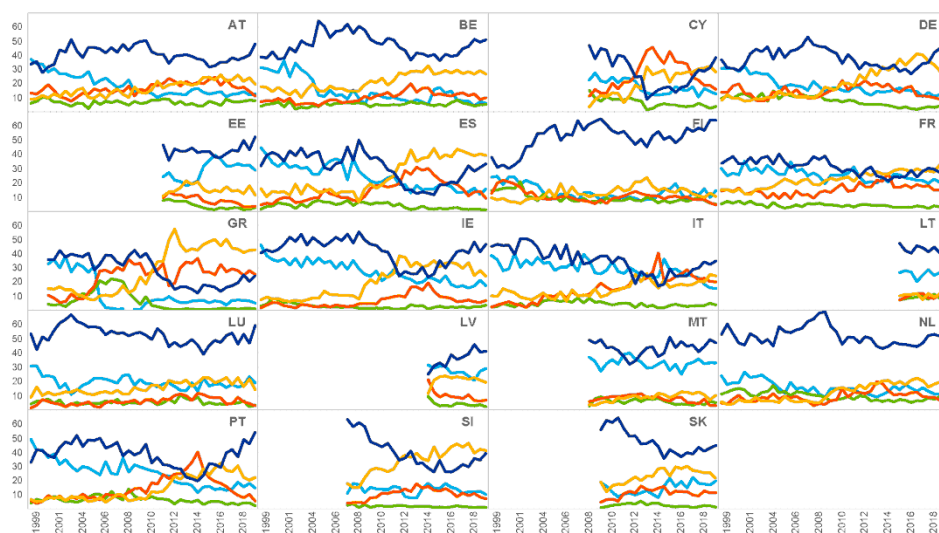
Chart 3

Typology of attitudes towards EMU by country

Euro area countries, spring 1999 – spring 2019

(percentages)

■ EMU-supporters
■ ECB-sceptics
■ EMU-sceptics
■ Euro-sceptics
■ Other (don't know)



Sources: Eurobarometer, own calculations.

Notes: The typology contains four groups: the first group neither supports the euro nor trusts the ECB (EMU-sceptics); the second group supports the euro, but does not trust the ECB (ECB-sceptics); the third group does not support the euro, but trusts the ECB (euro-sceptics); and the fourth group supports the euro and trusts the ECB (EMU-supporters). A fifth group (Other) includes those who answered "don't know" to one of the two questions.

There are also considerable differences in patterns of support for EMU within countries. Applying the typology of attitudes towards EMU at the regional level to identify the predominant group by region⁸⁷ reveals that the geography of support for EMU varies significantly by country (see Figure 2).⁸⁸ By showing only the predominant group in each region, which in some regions has only a very narrow lead over other groups, the map tends to overstate differences between regions. Nevertheless, it serves to illustrate that in some countries, one group in the typology dominates throughout, while other countries show strong regional differences. Among the countries with strikingly homogenous regional attitudes are Ireland, the Netherlands, Estonia, Latvia, Lithuania, Slovakia and Finland, where EMU-supporters are the predominant group throughout the country. Slovenia is similarly homogeneous, but is predominantly ECB-sceptic.

Countries with heterogeneous patterns of support for EMU at the sub-national level tend to see two predominant groups. In the cases of Belgium, Germany,

⁸⁷ The definition of regions follows the European Nomenclature of Territorial Units for Statistics (NUTS), using level 1 for the larger euro area EU Member States (Germany, France and Italy) and NUTS2 for the other euro area countries.

⁸⁸ To ensure a sufficient number of observations by region, regional-level observations for each group in the typology of attitudes towards EMU are aggregated between autumn 2016 and spring 2019. This ensures at least 100 observations for most NUTS2 regions. However, in line with the developments in support for EMU since the crisis, which is marked by a growing share of EMU-supporters, this probably overstates the number of regions that are dominated by either EMU-sceptics or ECB-sceptics.

Spain, France and Portugal, there is a fairly even split between regions where EMU-supporters are in the majority and regions where ECB-sceptics are in the majority. Regions in Italy either have a majority of EMU-supporters or EMU-sceptics, and regions in Greece are either predominantly EMU-sceptic or ECB-sceptic. Austria falls somewhere in-between these patterns, being relatively homogeneous with EMU-supporters constituting the majority in most regions, but with one region predominantly EMU-sceptic and one predominantly ECB-sceptic.

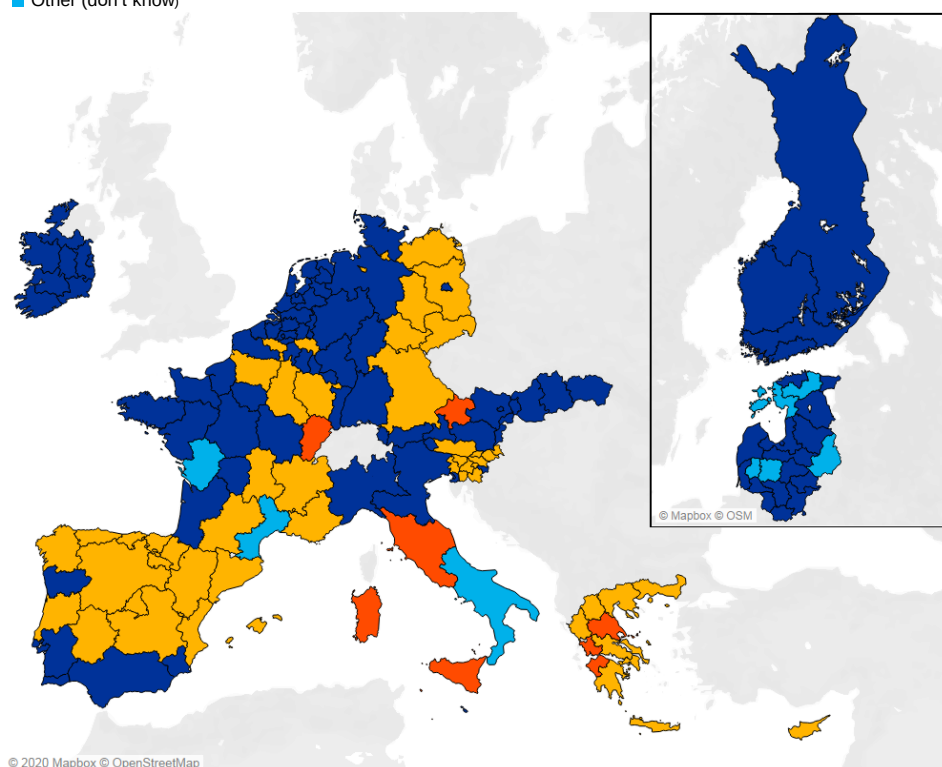
Figure 2

Map of typology of attitudes towards EMU

Euro area NUTS regions, autumn 2016 – spring 2019

(group with the largest share of respondents in each NUTS region)

- EMU-supporters
- ECB-sceptics
- EMU-sceptics
- Euro-sceptics
- Other (don't know)



Source: Eurobarometer, own calculations.

Notes: The typology contains four groups: the first group neither supports the euro nor trusts the ECB (EMU-sceptics); the second group supports the euro, but does not trust the ECB (ECB-sceptics); the third group does not support the euro, but trusts the ECB (euro-sceptics); and the fourth group supports the euro and trusts the ECB (EMU-supporters). A fifth group includes those who answered "don't know" to one of the two questions. The NUTS classification varies between NUTS 1 and NUTS 2 across Member States and depends on the granularity coded in the Eurobarometer survey.

4.4 Sociodemographic correlates of support for EMU

Different generations hold remarkably similar attitudes towards the euro and the ECB.

Assessment of support for EMU across generations highlights that the different cohorts hold remarkably similar attitudes towards the euro and the ECB (see Chart 4). Within the different cohorts – the war generation born before 1946, the

baby boomers born up to 1964, generation X born up to 1980 and millennials born after 1980 – the relative sizes of the groups of different types of supporters of EMU have been consistently close to those within the entire population over the past two decades.

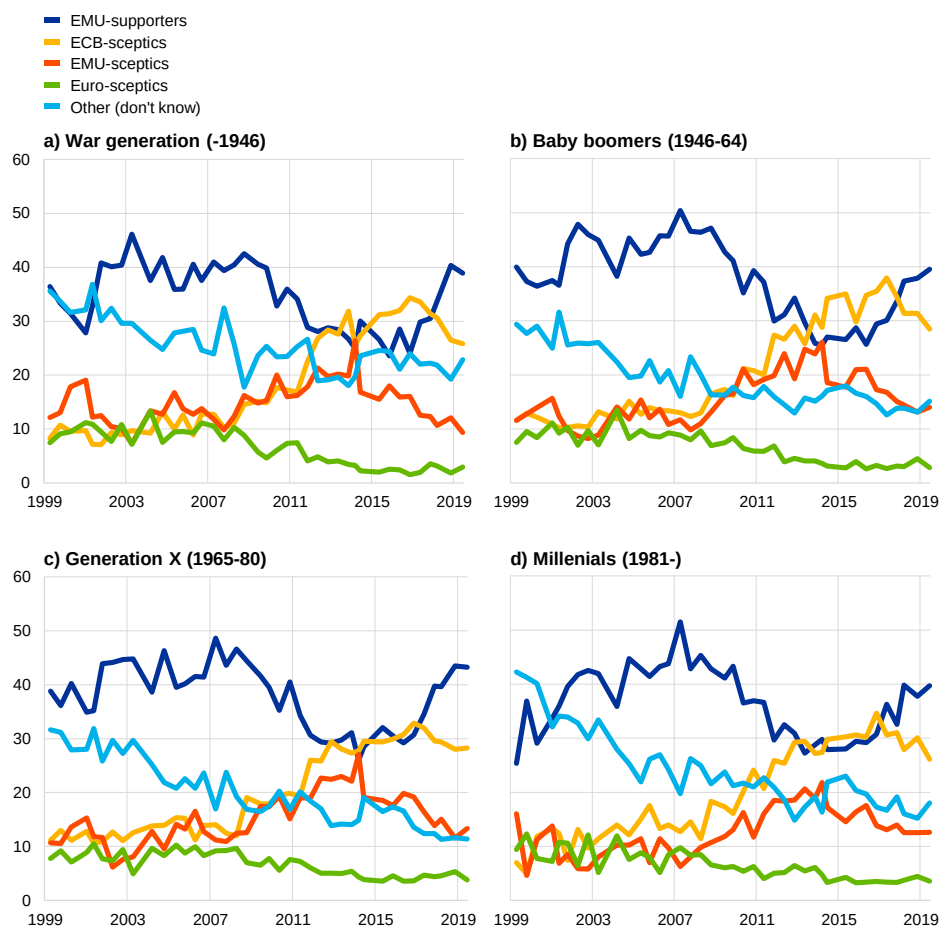
The war generation, i.e. the oldest cohort, has a higher share of respondents answering “don’t know” than the other three cohorts. Prior to the crisis, this cohort also accounted for a marginally, but consistently, lower share of EMU-supporters. Over the past few years, however, this cohort has counted slightly fewer EMU-sceptics and ECB-sceptics than younger cohorts. The high share of respondents answering “don’t know” seems to suggest that older people may find it more difficult than younger cohorts to form an opinion about recent steps in European integration, be it in the form of relatively new institutions such as the ECB or the single currency. A deeper analysis of the underlying data reveals that the war generation in particular tends to respond more frequently “don’t know” to the question on trust in the ECB, and that a similar pattern can also be found in their responses to questions regarding trust in other EU institutions. So rather than being specific to recent European integration or the ECB, it appears that older people’s attitudes towards EU institutions are less well defined than those of other cohorts.

Chart 4

Typology of attitudes towards EMU by cohort

Euro area cohorts, spring 1999 – spring 2019

(percentages)



Sources: Eurobarometer, own calculations.

Notes: The typology contains four groups: the first group neither supports the euro nor trusts the ECB (EMU-sceptics); the second group supports the euro, but does not trust the ECB (ECB-sceptics); the third group does not support the euro, but trusts the ECB (euro-sceptics); and the fourth group supports the euro and trusts the ECB (EMU-supporters). A fifth group (Other) includes those who answered "don't know" to one or both questions. The birth year is approximated by the year of the survey minus the exact age of the respondent.

Whether respondents fall into the group of EMU-supporters is associated with their level of education and occupational background, but differs little between genders. Support for EMU tends to increase with the number of years spent in education (see Chart 5). While about 30% of people who ended full-time education at age 15 or younger are EMU-supporters, around 40% of people who finished their education between the ages of 16 and 19 fall into that category, as do around 50% of those who were aged 20 or older when they completed their education. People without any full-time education display similar but more volatile attitudes than the first group. Across these educational groups, the share of ECB-sceptics has trended upwards over time.

This pattern is also reflected in support for EMU by occupation, with managers, students, other white-collar workers and self-employed persons falling predominantly in the group of EMU-supporters, followed by retirees, while manual workers, house

persons and unemployed persons are 10-20 percentage points less likely to be EMU-supporters and comprise an almost equal number of ECB-sceptics.

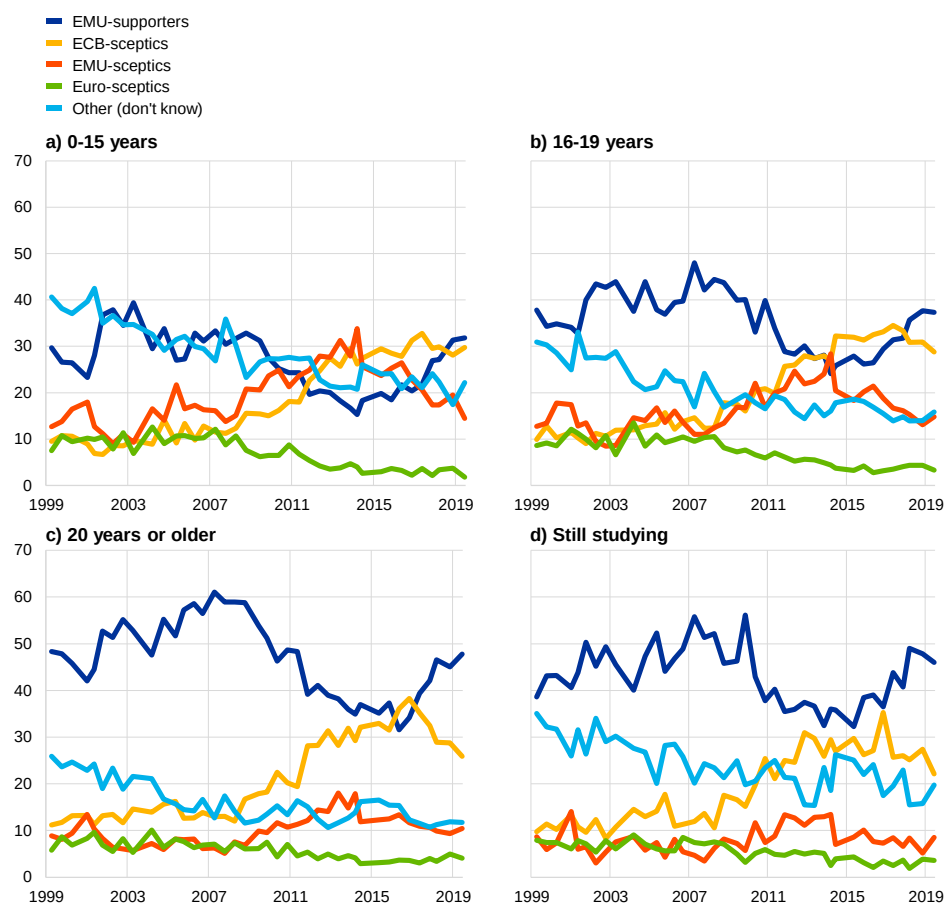
Men and women hold largely similar attitudes towards the ECB and the euro, with the main difference being that there is a somewhat smaller share of women in the group of EMU-supporters. Women also responded “don’t know” more often in the Eurobarometer survey (results not shown; the gap between men who responded “don’t know” and women who responded “don’t know” was about 5 percentage points).

Chart 5

Typology of support for EMU by educational level

Euro area, spring 1999 – spring 2019

(percentages)



Sources: Eurobarometer, own calculations.

Notes: The typology contains four groups: the first group neither supports the euro nor trusts the ECB (EMU-sceptics); the second group supports the euro, but does not trust the ECB (ECB-sceptics); the third group does not support the euro, but trusts the ECB (euro-sceptics); and the fourth group supports the euro and trusts the ECB (EMU-supporters). A fifth group (Other) includes those who answered “don’t know” to one of the two questions. The categories correspond to the answer to the question “How old were you when you stopped full-time education?”

4.5 Economic perceptions and support for EMU

Support for the euro and the ECB is higher among citizens with a more positive assessment of the European or national economy. While many citizens

may have limited knowledge of the ECB's precise tasks and mandate,⁸⁹ they can still be expected to be aware of the ECB's general role in the macroeconomic environment and to draw on their assessment of the economic situation to form opinions on issues related to Economic and Monetary Union. Indeed, in all the years under analysis, EMU-supporters are the dominant group among those who see the European economy as being in a good or very good state (Chart 6). Nevertheless, irrespective of respondents' assessment of the European economy, the group of EMU-supporters shrank in the aftermath of the crisis, with the steepest decline observed among those with negative views on the state of the European economy. In effect, in late 2019 EMU-sceptics dominated among those who believe the European economy to be in a very bad state. Those who believe the European economy to be in a rather bad state mostly seem to have little confidence in the ECB, with ECB-sceptics representing the largest group since 2011. Very similar patterns can be observed when decomposing support for EMU by respondents' perceptions of the domestic economic situation (not shown).

⁸⁹ See, for instance, Carvalho, C. and Nechio, F., "Do people understand monetary policy?", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 66, 2014, pp. 108-123 or van der Cruysen, C., Jansen, D.-J. and de Haan, J., "How Much Does the Public Know about the ECB's Monetary Policy? Evidence from a Survey of Dutch Households", *International Journal of Central Banking*, Vol. 11, 2014, pp. 169-218.

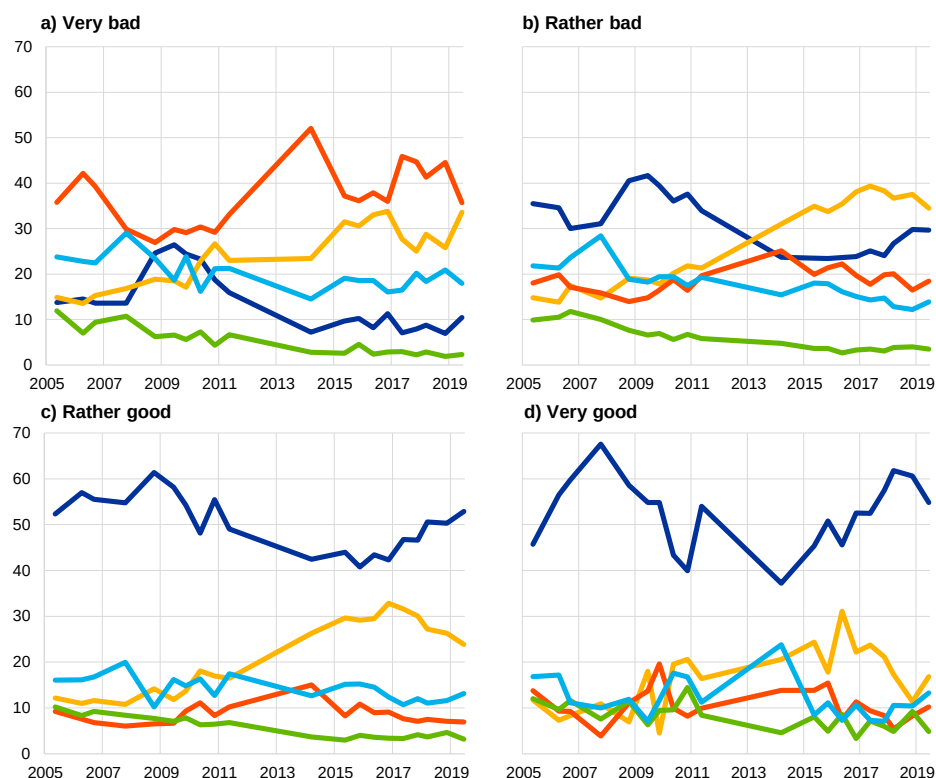
Chart 6

Typology of support for EMU by perception of the current situation of the European economy

Euro area, spring 2005 – spring 2019

(percentages)

■ EMU-supporters
■ ECB-sceptics
■ EMU-sceptics
■ Euro-sceptics
■ Other (don't know)



Sources: Eurobarometer, own calculations.

Notes: The typology contains four groups: the first group neither supports the euro nor trusts the ECB (EMU-sceptics); the second group supports the euro, but does not trust the ECB (ECB-sceptics); the third group does not support the euro, but trusts the ECB (euro-sceptics); and the fourth group supports the euro and trusts the ECB (EMU-supporters). A fifth group (other) includes those who answered "don't know" to one of the two questions. The categories correspond to the answer to the question "How would you judge the current situation in each of the following? The situation of the European economy." Missing observations for autumn 2011 to autumn 2013.

Citizens who are satisfied with their financial situation tend to be more supportive of the euro and the ECB.

For almost all years under analysis, EMU-supporters were the largest group among respondents who judge the current financial situation of their household to be good or very good. It should be noted, however, that the share of ECB-sceptics approached that of EMU-supporters in 2015-16 (see Chart 7). A reverse picture emerges among respondents who are very dissatisfied with their household's financial situation: EMU-supporters represented just over 10% of respondents in this group in late 2019 in a further decline from the already low levels before the crisis. Among those respondents, EMU-sceptics were in the majority until recently, when ECB-sceptics became the largest group, with slightly more than 35% of respondents. The greatest movement between groups is observed among respondents who assess their household finances as "rather bad." While EMU-supporters were in the majority prior to the crisis, their numbers dropped

to a low of 20% in 2011 and 2015, while the number of those distrusting the ECB and those losing confidence in both the ECB and the euro increased in parallel. Since 2014 the euro regained support, while the ECB still has to recover trust. In 2019 ECB-sceptics thus remained in the majority, accounting for just over 30% of respondents.

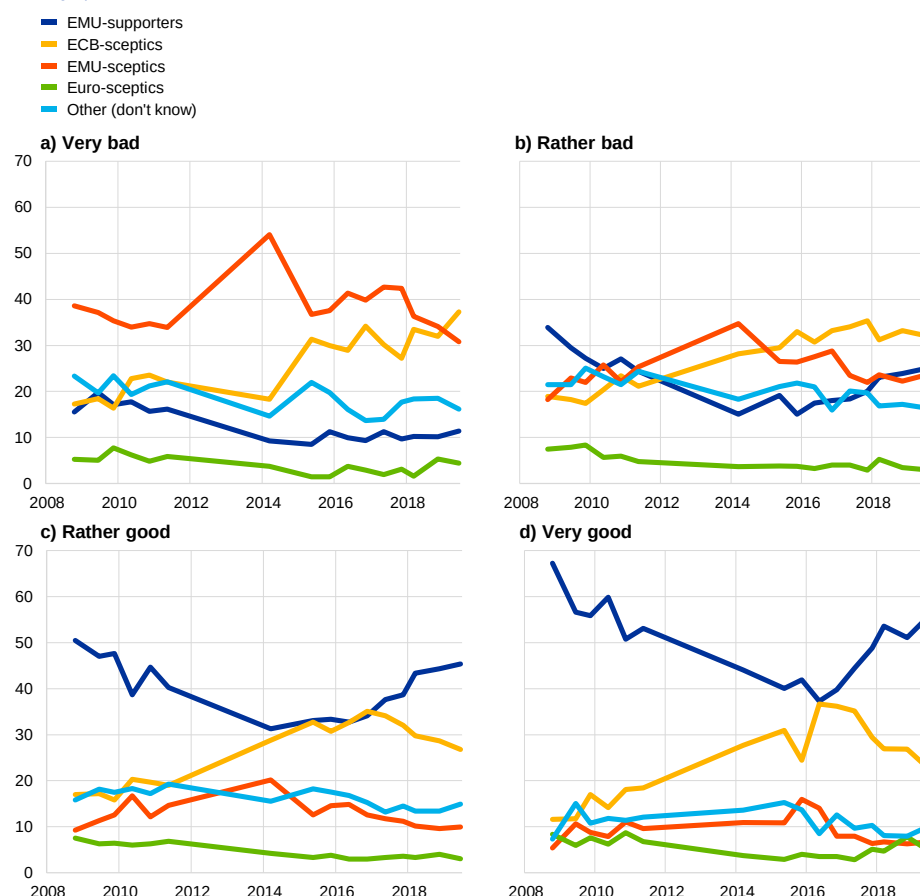
A similar picture emerges if we assess the prevalence of different groups of sceptics and supporters of EMU by respondents' ability to pay bills (not shown). While EMU-supporters are by far in the majority among respondents who do not experience any difficulties making ends meet, they remain the minority among those who face difficulties paying bills most of the time. More than 30% of respondents in this group now fall into the category of ECB-sceptics.

Chart 7

Typology of support for EMU by perception of the current situation of the household economy

Euro area, autumn 2008 – spring 2019

(percentages)



Sources: Eurobarometer, own calculations.

Notes: The typology contains four groups: the first group neither supports the euro nor trusts the ECB (EMU-sceptics); the second group supports the euro, but does not trust the ECB (ECB-sceptics); the third group does not support the euro, but trusts the ECB (euro-sceptics); the fourth group supports the euro and trusts the ECB (EMU-supporters). A fifth group (Other) includes those who answered "don't know" to one of the two questions. The categories correspond to the answer to the question "How would you judge the current situation in each of the following? The financial situation of your household." Missing observations for autumn 2011 to autumn 2013.

4.6 European attitudes and political orientations

Citizens' attitudes towards the EU are highly correlated with their views on the euro and the ECB. The euro and the ECB are part of the EU's institutional framework and policymaking at the European level, so one would expect that attitudes towards them are shaped by citizens' overall attitudes towards the European project. This is indeed supported by the data. Taking citizens' image of the EU as an indicator of their general attitude towards the EU and matching it against the typology of attitudes to EMU, one finds that the largest share of citizens with a negative image of the EU also tend to be EMU-sceptics, while an overwhelming majority of those holding a positive image of the EU tend to be EMU-supporters (not shown).

Moreover, political interest seems moderately related to support for EMU.

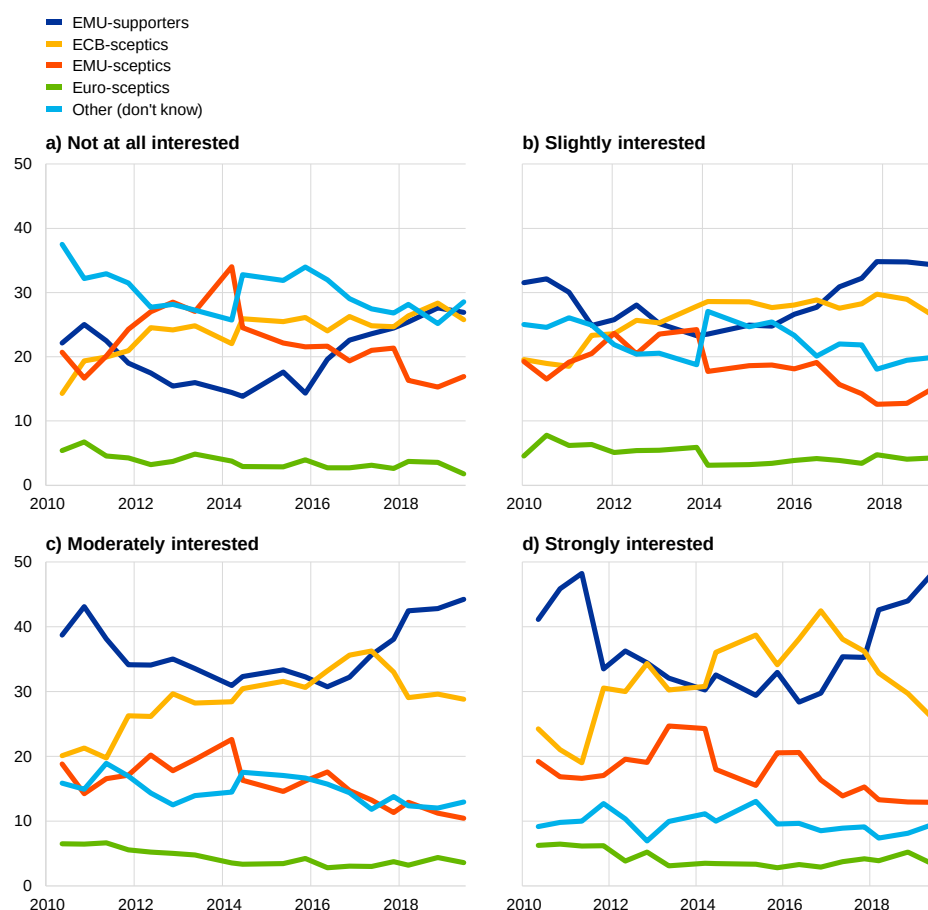
EMU-supporters are in the majority among respondents who show at least a slight interest in political affairs, with the share of EMU-supporters increasing somewhat in line with the degree of political interest (see Chart 8). By contrast, the share of EMU-sceptics declines with increasing political interest. Notably, scepticism towards the ECB appears to be similarly strong across all respondents irrespective of their degree of political interest.

Chart 8

Typology of support for EMU by self-reported political interest

Euro area, spring 2010 – spring 2019

(percentages)



Sources: Eurobarometer, own calculations.

Notes: The typology contains four groups: the first group neither supports the euro nor trusts the ECB (EMU-sceptics); the second group supports the euro, but does not trust the ECB (ECB-sceptics); the third group does not support the euro, but trusts the ECB (euro-sceptics); and the fourth group supports the euro and trusts the ECB (EMU-supporters). A fifth group (Other) includes those who answered "don't know" to one of the two questions. The categories correspond to an index of political interest that is constructed from the answers to the question "When you get together with friends or relatives, would you say you discuss frequently, occasionally or never about...? 1) National political matters; 2) European political matters; 3) Local political matters."

5 Conclusion

Trust in the ECB and support for the euro have diverged in recent years. The share of the euro area population that supports the euro remained relatively steady throughout the economic and financial crisis starting in 2008-09 and by late 2019 had trended upwards to reach an all-time high. By contrast, the share of citizens trusting the ECB fell with the onset of the financial crisis and then recovered partially to a neutral level.

This disconnect can be further examined through the lens of the typology of attitudes towards EMU. Whereas EMU-supporters are found to represent the largest share of the euro area population and remained so during the crisis, the share of ECB-sceptics rose significantly during the crisis, while the share of EMU-

sceptics also grew. By contrast, the percentage of euro-sceptics has remained relatively low. This illustrates rather powerfully that citizens distinguish between the euro and the ECB, and have different expectations of them. It also shows that the drivers of support for the ECB are distinct from the drivers of support for the euro. At the same time, the fall in trust in the ECB from very favourable pre-crisis levels has to be seen as part of a wider development of declining trust in public institutions in Europe in the aftermath of the global financial crisis.

A breakdown of support for EMU along sociodemographic lines sheds light on who tends to support EMU and who does not. Exploring types of support for EMU along different sociodemographic lines – notably geography, age and education, as well as respondents' perceptions of the economic and financial situation and broader attitudes towards the EU – reveals which parts of the euro area population are more or less likely to support EMU. While the univariate form of this analysis neither estimates the strength of correlations nor controls for confounding factors, the patterns it reveals over time allow possible reasons for the disconnect between trust in the ECB and support for the euro to be deduced.

The analysis suggests that popular support for EMU – in particular, trust in the ECB – hinges to a large extent on citizens' perceptions of their personal financial situation and the overall economic situation. Perceptions of the state of the national and European economies and individuals' financial situation are highly correlated with support for EMU and, in particular, trust in the ECB. This finding is further corroborated by the geographic distribution of support for EMU, which reveals a considerably higher share of EMU-sceptics and ECB-sceptics in euro area countries that were more affected by the crisis. Similarly, support for EMU varies strongly with education and occupation, with more years in education and higher-skilled occupations – important determinants of one's personal material situation – being associated with greater support for EMU, despite a recent uptick in the share of ECB-sceptics across different education levels.

By contrast, other sociodemographic indicators seem to be less relevant for support for EMU. There is no marked difference in patterns of support for EMU between genders or across age cohorts, with perhaps the minor exception of the war generation, which accounts for a smaller share of EMU-supporters overall, but a higher share of “don't know” answers. Among the sociodemographic indicators considered, political interest appears most relevant, as support for the EMU appears to be somewhat greater among respondents who are more interested in politics.

While the high and steady level of support for the euro is good news for the single currency, the sensitivity of support for the ECB holds important lessons on how citizens view and assess the performance of the central bank. The findings lend support to the hypotheses that support for the ECB is strongly related to perceptions of economic outcomes, but also to cognitive factors and material interests related to education or occupation. While the analysis shows that trust in the ECB is vulnerable to economic outcomes – potentially including those beyond the ECB's control – it also suggests that trust in the ECB can be improved by the institution providing information on its tasks and objectives, and by continuing to

pursue its mandate of maintaining price stability, thereby safeguarding citizens' purchasing power.

More inclusive communication and efforts to improve general understanding of the ECB's mandate and tasks may help foster trust in the ECB. In particular, given the heterogeneity in support for the EMU and scepticism of the ECB observed between and within countries, as well as among different parts of the population, making communication more accessible to people with differing levels of education and prior knowledge, and also addressing the concrete concerns of citizens in different parts of the euro area – such as the ECB's role in economic outcomes – can enhance trust in the ECB. The heterogeneity within countries highlights the need to reach out beyond capital cities. In addition, action to increase knowledge not just on personal finances, but also on how financial markets and central banks function, including the services they provide to citizens in their everyday lives, for example in the fields of payments or cash provision, may further improve citizens' understanding of and trust in the ECB and its policies.

Enhanced communication efforts to foster trust in the ECB will be in its interest. Higher levels of trust in the central bank not only help steer inflation expectations and promote trust in the currency, thus supporting the effectiveness of monetary policy, but also preserve the central bank's independence by shielding it from political pressures. In the context of EMU, having a more trusted and hence more effective central bank also encourages citizens to perceive European economic integration as successful and thus fosters greater popular support for significant economic and financial, as well as political, steps towards greater integration. In turn, such steps could further enhance the effectiveness of the ECB's policy and improve the overall welfare of euro area citizens.

2 Access to finance for small and medium-sized enterprises since the financial crisis: evidence from survey data

Prepared by Katarzyna Bańkowska, Annalisa Ferrando and Juan Angel Garcia⁹⁰

1 Introduction

The tightening of financial conditions as a result of the Global Financial Crisis (GFC) and the subsequent sovereign debt crisis in the euro area led to severe difficulties for small and medium-sized enterprises (SMEs) in accessing finance. The survey on the access to finance of enterprises (SAFE), which has been conducted on behalf of the ECB and the European Commission since 2009, reveals significant shifts in firms' financing conditions since the start of the GFC.⁹¹ During the financial crisis and the subsequent euro area sovereign debt crisis, a substantial share of SMEs highlighted access to finance as one of the most pressing problems affecting their business activity. Moreover, firms across different countries and sectors faced the same issue.

Monetary policy measures, including non-standard ones, have contributed to improving access to finance for euro area non-financial corporations since the GFC. This article reviews the available evidence on the impact of some of the non-standard measures. These measures – particularly those related to bank financing, but also those related to some additional sources of financing for SMEs – are key to understanding the evolution of SMEs' financing conditions over the last ten years.

While SMEs' financing conditions have significantly improved over recent years, some important challenges remained even before the coronavirus (COVID-19) pandemic that started late in 2019. For example, SAFE results indicate that financing gaps – i.e. the difference between financial needs and the availability of external funding – remained for specific financing instruments, notably the market-based ones. Diversification across alternative financing instruments can make an important contribution to resilience against adverse financial and real shocks. Therefore, this article provides both a taxonomy of SMEs' financing patterns based on a cluster analysis – before the onset of the pandemic crisis – and some evidence on the implications for firms' investment decisions. For example, SMEs tend to be in the clusters where flexible short-term debt or long-term bank loans are the main financing instruments. Also, a combination of leasing/factoring and short-term loans was of particular importance for SMEs, compared with larger firms.

⁹⁰ Gianmarco Rimoldi provided data support.

⁹¹ As a reference, in the survey conducted between 16 September and 25 October 2019, the sample size for the euro area was 11,204 firms, of which 10,241 (91%) had fewer than 250 employees. For more detailed information on the survey, see: https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html. The survey contains a sample of large companies in order to better gauge possible financing conditions/constraints only affecting SMEs.

In the context of the coronavirus crisis, the emergence of new financing difficulties should stand out in relation to the current vintage of data and against the background of the pre-existing financing options for SMEs across the euro area. A companion box in this Economic Bulletin issue summarises the results of the last round of SAFE conducted during March and April 2020, and elaborates on the specific challenges posed by the coronavirus crisis for SMEs.

2 Access to finance and credit rationing over time

Starting in 2009, there have been three important phases in firms' perceptions of their financing conditions.

These phases have coincided with periods over which the monetary transmission mechanism was impaired to various degrees, negatively affecting SMEs' financing conditions. Therefore, ECB measures taken to restore the transmission mechanism also had a positive impact on SMEs' access to finance during those periods. The first phase covered the period from the launch of the survey in 2009, to September 2012, when the Outright Monetary Transactions (OMT) programme was announced. During this period, SMEs reported that access to finance ranked second, after finding customers, among the biggest obstacles to conducting business (see Chart 1).⁹² The second period, from the last quarter of 2012 to March 2016, was characterised by several unconventional monetary policy (UMP) measures, including the introduction of negative rates in June 2014, the start of the Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO I) in September 2014 and the ECB's asset purchase programme (APP) in March 2015. According to the survey, difficulty accessing finance, while remaining an important concern for firms, started to gradually become less acute during this period, and was outweighed by difficulties with finding skilled staff and experienced managers. The last period starts in spring 2016 and runs until September 2019, before the coronavirus pandemic. The same period witnessed the launching of the TLTRO II and TLTRO III, as well as the corporate sector purchase programme (CSPP). Since spring 2016, only about 8% of SMEs have reported access to external financing as their main concern, compared with nearly 20% in 2009.

The financing situation of euro area firms was particularly severe for SMEs, with some differences across sectors. The percentage of firms that perceived access to finance as their main problem was consistently higher for SMEs than for large companies over the whole period concerned (see Chart 1). Regarding sectors, until September 2012 it was particularly the construction sector that found access to finance to be a major concern, with 22% of construction SMEs reporting this, compared with 15% of SMEs from the services sector (see Chart 2). This may reflect, for example, greater scrutiny by financial institutions when lending to the construction sector following the GFC. In the last phase, however, little variation was evident across sectors in this regard. At the same time, the availability of skilled staff became the most pressing issue affecting the construction sector (29%), often

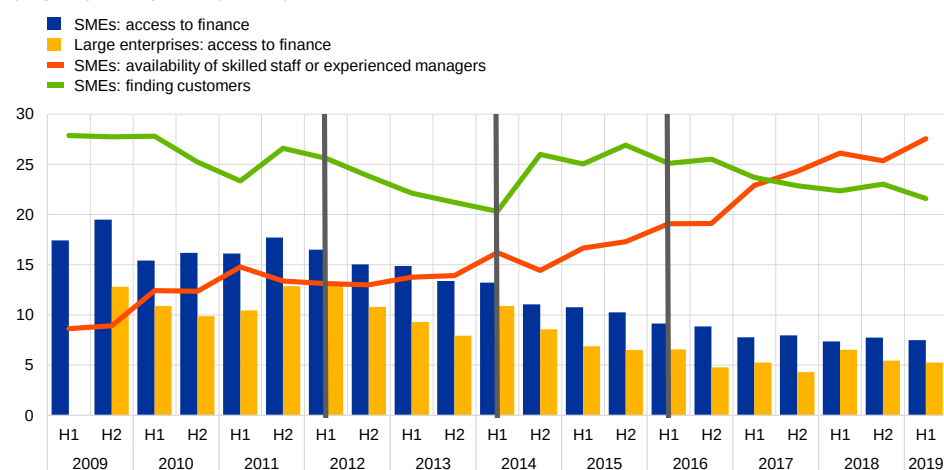
⁹² SAFE contains a broad question to shed light on firms', and in particular SMEs', assessments of problems affecting their business operations. Those concerns can be either on the demand side, such as finding customers, competition, regulation and the availability of skilled labour, or on the supply side, such as access to finance and production or labour costs.

related to the introduction of new technologies combined with an ageing workforce. Construction was affected to a larger extent than, for instance, the trade sector (18%), which was least affected by this issue.

Chart 1

Most significant problems faced by euro area firms

(weighted percentages of respondents)



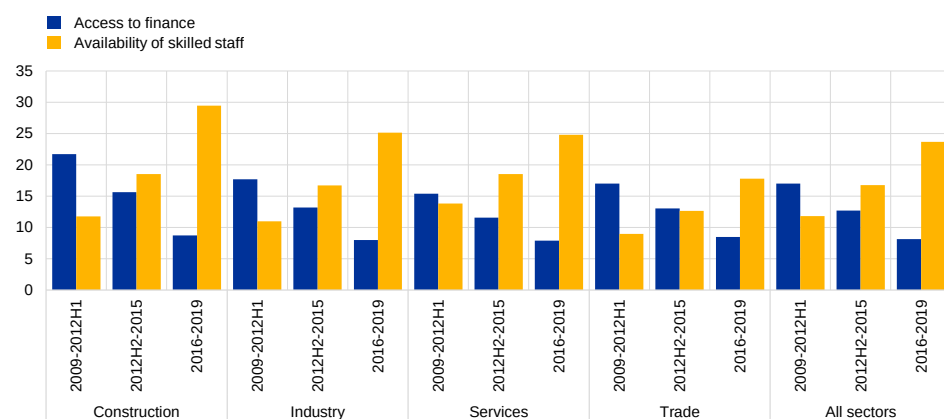
Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE).

Notes: The first vertical grey line denotes the announcement of the OMT; the second vertical grey line denotes the start of the TLTRO I and the negative rate policy; and the third vertical grey line denotes the start of the TLTRO II and the CSPP. The latest observation is for the period April-September 2019.

Chart 2

Most significant problems faced by euro area SMEs across sectors

(weighted percentages of respondents)



Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE). The latest observation included is for the period April-September 2019.

Firms that were actively seeking external financing became less financially constrained over time.

On the basis of the SAFE results, firms are considered financially constrained if any of the three following conditions apply: (i) they applied for a bank loan and had their application rejected; (ii) they received a loan offer but either the cost was too high or the quantity offered was too low; or (iii) they did not

apply for a loan because they feared a rejection.⁹³ During the 2009-12 period, about 15% of euro area SMEs that regarded bank loans as relevant to their funding were constrained in obtaining a bank loan. In the second phase (until around March 2016), that percentage declined to approximately 12% and it has stabilised at around 8% in recent years (see Chart 3).

The share of financially constrained firms varied by firm size, category and country. SMEs tended to more frequently report that they were financially constrained than large companies, although the percentages have declined over time (see Chart 3). Among SMEs, other characteristics that determine differences across firms are their ages and the degree of innovation. Small and young firms have particular difficulties in accessing external finance.⁹⁴ This might be related to the fact that they are more likely to face a higher degree of asymmetric information and contracting problems.⁹⁵ Mature SMEs (i.e. those in business for ten years or more) tended to be considerably less financially constrained than young ones (existing for less than 10 years). SMEs involved in innovative activities experienced greater obstacles to obtaining a bank loan than firms that were providing mostly traditional products and services. In general, financing innovation is often difficult for firms, given the additional uncertainty involved.⁹⁶ Chart 3 provides some evidence that innovative SMEs were more financially constrained.

⁹³ The definition of financially constrained firms is available in Chart 20 of the [SAFE report](#).

⁹⁴ See Ferrando, A. and Mulier, K., "Firms' Financing Constraints: Do Perceptions Match the Actual Situation?", *Economic and Social Review*, Vol. 46, No 1, Frankfurt am Main, 2015, pp. 87-117.

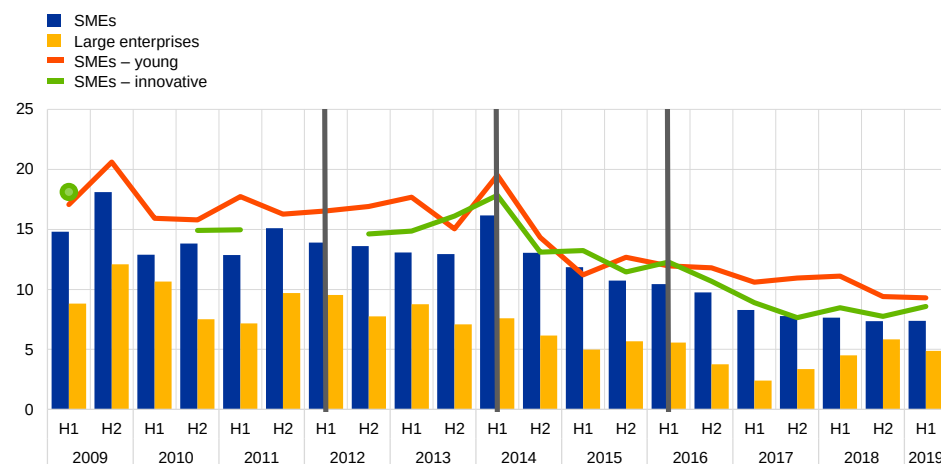
⁹⁵ See, for example, Berger, A. N. and Udell, G. F., "A more complete conceptual framework for financing of small and medium enterprises", *Policy Research Working Paper Series 3795*, The World Bank, 2005; Rauh, J., "Investment and Financing Constraints: Evidence from the Funding of Corporate Pension Plans", *Journal of Finance*, Vol. 61, No 1, 2006, pp. 33-71; Fee, C. E., Hadlock, C. J. and Pierce, J. R., "Investment, Financing Constraints, and Internal Capital Markets: Evidence from the Advertising Expenditures of Multinational Firms", *The Review of Financial Studies*, Vol. 22, No 6, June 2009, pp. 2361-2392; and Hadlock, C. J. and Pierce, J. R., "New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index", *The Review of Financial Studies*, Vol. 23, No 5, May 2010, pp. 1909-1940.

⁹⁶ See Acharya, V. and Xu, Z., "Financial dependence and innovation: The case of public versus private firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 124, No 2, 2017, pp. 223-243.

Chart 3

Financially constrained firms by age and size

(weighted percentages of respondents)



Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE).

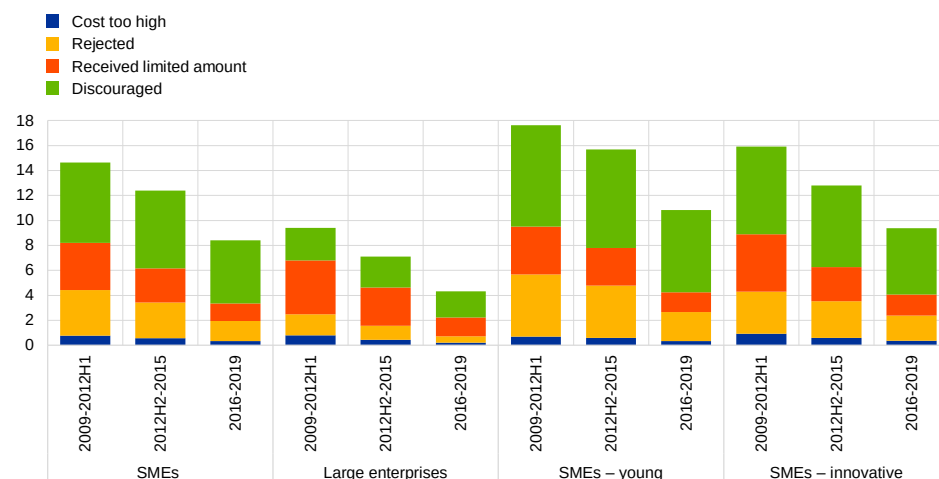
Notes: the first vertical grey line denotes the announcement of the OMT; the second vertical grey line denotes the start of the TLTRO I and the negative rate policy; and the third vertical grey line denotes the start of the TLTRO II and the CSPP. Information about innovative companies is not available in each round. The latest observation is for the period April-September 2019.

For large firms, it is not only the degree of financial constraint that is less serious compared with SMEs, but also the form of the constraint. Large

companies more often reported being quantity constrained (i.e. banks offering a limited amount of the requested credit) than SMEs, while outright rejections were much smaller for large firms compared with SMEs (see Chart 4). Moreover, SMEs – particularly young and/or innovative firms – were more frequently discouraged from applying for loans. The percentage of discouraged firms remained relatively stable throughout the period considered, while the rejection rate clearly declined and reached lows of 2% for SMEs and 1% for large companies in 2019. Bank credit costs appeared negligible in determining financial constraints for all companies, reflecting the significant extent of monetary policy accommodation since 2009.

Chart 4**Components of financially constrained firms by age and size**

(weighted percentages of respondents)



Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE). The latest observation included is for the period April-September 2019.

3 Effects of unconventional monetary policy

In response to the weak economic conditions prevailing in the euro area, several monetary policy stimulus measures have been introduced over recent years. These have included a series of unconventional monetary policy measures, with the aim of restoring the transmission mechanism of monetary policy and bringing inflation back to the ECB's price stability objective in a sustained way. These measures worked through several different channels, with some of the measures proving particularly useful in mitigating banking sector problems, restoring bank lending dynamics and sustaining financing conditions in general.⁹⁷ In particular:⁹⁸

- The Outright Monetary Transactions (OMT) programme was launched in the summer of 2012. Once a programme is established by the European Stability Mechanism (ESM), the OMT programme enables the purchase of eligible sovereign bonds issued by euro area governments in order to address severe distortions in sovereign bond markets. While no purchase has yet been conducted under the OMT programme, its announcement helped to reduce the yields on sovereign bonds issued by fiscally-stressed countries immediately, sharply, and permanently.⁹⁹ Furthermore, by alleviating pressure on euro area

⁹⁷ For a comprehensive assessment of the transmission channels of the ECB's non-standard measures, see Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Saint Guilhem, A. and Yiangou, J., "A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20", *ECB Working Paper Series*, No 2346, 2019. See also the box entitled "Impact of the ECB's non-standard measures on financing conditions: taking stock of recent evidence", *ECB Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, Frankfurt am Main, 2017.

⁹⁸ In this article, the focus is on analyses of UMP decisions based on the assessment of firms through SAFE replies. For this reason, not all the UMP measures implemented are considered here, for example, the programmes for the purchases of asset-backed securities (ABS) or public assets (PSPF), although they had an impact on the financing conditions of euro area non-financial corporations.

⁹⁹ Altavilla, C., Giannone, D., and Lenza, M., "The financial and macroeconomic effects of the OMT announcements", *International Journal of Central Banking*, Vol. 12, No 3, 2001, pp. 29-57.

banks holding such bonds, the announcement of the OMT programme helped to sustain lending.

- Interest rates were lowered to negative territory in the summer of 2014, thus providing additional monetary stimulus.¹⁰⁰ Also, the ECB has repeatedly communicated its intention to keep short-term interest rates low for an extended period of time, with such forward guidance reinforcing the signalling channel of policy rate cuts.
- The CSPP was first announced as part of a broader set of measures under the expanded APP in March 2016. It was launched in June 2016 to allow for large direct purchases of eligible (i.e. investment grade) bonds issued by companies based in the euro area.¹⁰¹ The programme was aimed at reducing debt-financing costs for large firms which could issue such bonds as an alternative financing source to bank loans, thereby freeing up more loan supply for smaller firms.¹⁰²
- Several rounds of TLTROs were launched to further foster corporate lending. The amounts that credit institutions could borrow as part of these operations were linked to their eligible credit granted to euro area-resident non-financial corporations and households, excluding lending for house purchases, in all currencies. The first series of TLTROs (TLTRO I) was announced in June 2014 and implemented in September 2014. The second series (TLTRO II) was announced in March 2016 and implemented in June 2016. Finally, a third series of TLTROs (TLTRO III) was announced in March 2019 and implemented starting from September 2019.¹⁰³

All of these measures shaped euro area firms' perceptions of the availability of external finance (see Charts 5 and 6).

¹⁰⁰ For a comprehensive assessment of the impact of negative rates, see the article "Negative rates and the transmission of monetary policy", *Economic Bulletin*, Issue 3, 2020; and Altavilla, C., Burlon, L., Giannetti, M., and Holton, S., "Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms", *ECB Working Paper Series*, No 2289, ECB, Frankfurt am Main, June 2019.

¹⁰¹ For an assessment of the impact of the CSPP, see the box entitled "The ECB's corporate sector purchase programme: its implementation and impact", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, Frankfurt am Main, 2017.

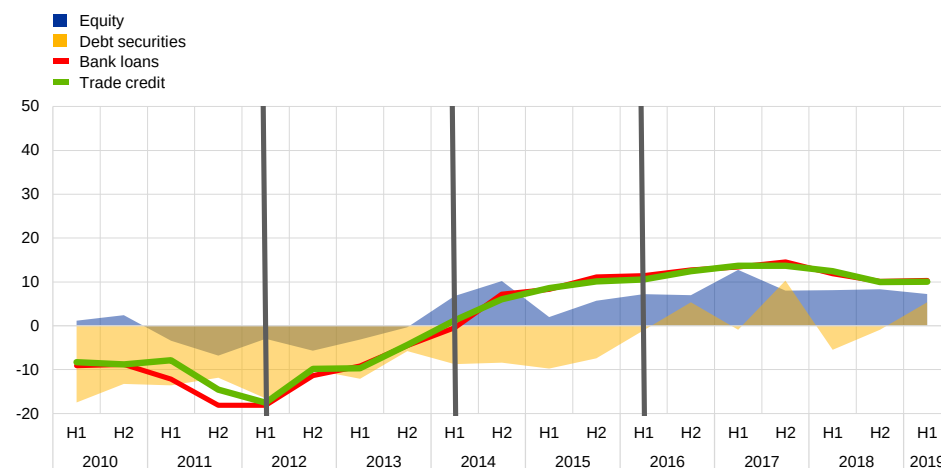
¹⁰² Grosse-Rueschkamp, B., Steffen, S. and Streitz, D., "A Capital Structure Channel of Monetary Policy", *Journal of Financial Economics*, Vol. 133, No 2, 2019, pp. 357-378.

¹⁰³ See Rostagno, M. et al., op. cit.

Chart 5

Availability of external financing instruments for SMEs

(net percentages of respondents for which the respective instrument is relevant)



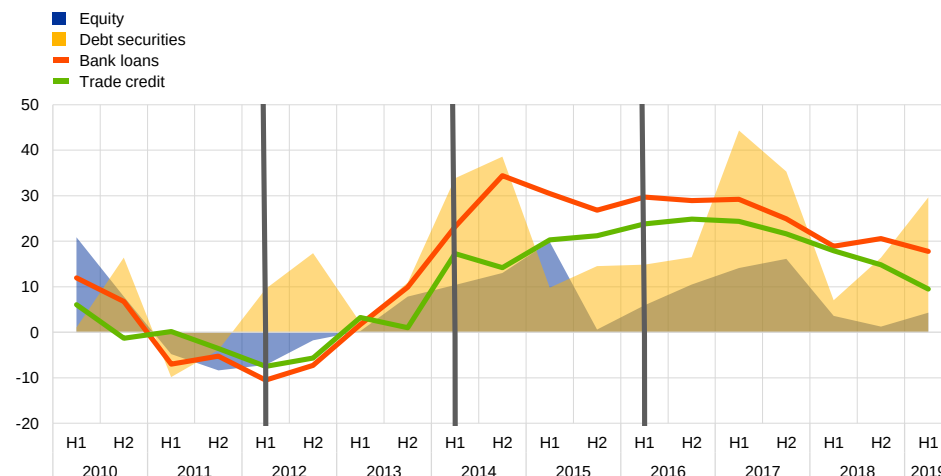
Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE).

Notes: The first vertical grey line denotes the announcement of the OMT; the second vertical grey line denotes the start of the TLTRO I and the negative rate policy; and the third vertical grey line denotes the start of the TLTRO II and the CSPP. The latest observation is for the period April-September 2019.

Chart 6

Availability of external financing instruments for large firms

(net percentages of respondents for which the respective instrument is relevant)



Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises.

Notes: Net percentages are defined as the difference between the percentage of enterprises reporting that a given factor has increased and the percentage of those reporting that it has declined. The first vertical grey line denotes the announcement of the OMT; the second vertical grey line denotes the start of the TLTRO I and the negative rate policy; and the third denotes the start of the TLTRO II and the CSPP. The latest observation is for the period April-September 2019.

In the aftermath of the GFC, the sovereign debt crisis in some euro area countries posed additional challenges to SMEs' access to finance.

Since banks tend to hold large quantities of domestic sovereign bonds, banking sectors of stressed countries also came under pressure in financial markets, and their funding costs rose. Furthermore, the rationing of credit to SMEs intensified. Against this background, the announcement of the OMT was specifically aimed at easing the financial market conditions in stressed countries and thereby indirectly improving access to finance in those countries.

The announcement of the OMT programme led to an improvement in credit access. Just before the OMT programme announcement, 18% of euro area SMEs and 10% of large enterprises were reporting a deterioration in the availability of bank loans in net terms (see Charts 6 and 7).¹⁰⁴ The programme represented a turning point in firms' perceptions, a conclusion that is confirmed by econometric analysis. Ferrando et al. showed that SMEs from vulnerable countries reported being less likely to be rationed or discouraged from applying for loans in the six months after the programme announcement.¹⁰⁵

Despite the positive impact of the OMT and other UMP measures, developments in credit supply to non-financial corporations have diverged across the euro area since the European sovereign debt crisis (see Chart 7). Corbisiero and Faccia found that the rejections of non-financial corporations' loan applications tended to be more frequent in countries more affected by the European sovereign debt crisis.¹⁰⁶ These rejections were influenced by the health of bank balance sheets, in particular by the presence of non-performing loans (NPLs). This suggests that supply factors did play an important role in subdued credit in these countries. At relatively high levels of NPLs, banks tend to lend less, even to creditworthy firms.¹⁰⁷ Such high levels of NPLs were mainly observed in vulnerable countries during the European sovereign debt crisis, implying that the balance sheet weakness of individual banks in vulnerable countries may have contributed to the weak credit dynamics observed. Taken together, the above-mentioned empirical evidence lends support to the success of the ECB's UMP measures in improving the terms and conditions of bank credit to SMEs, consistent with the "bank lending view" of monetary policy transmission.¹⁰⁸

¹⁰⁴ Net percentages are defined as the difference between the percentage of enterprises reporting that a given factor has increased and the percentage of those reporting that it has declined.

¹⁰⁵ Ferrando, A., Popov, A. and Udell, G. F., "Do SMEs Benefit from Unconventional Monetary Policy and How? Microevidence from the Eurozone", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 51, No 4, 2019, pp. 896-928.

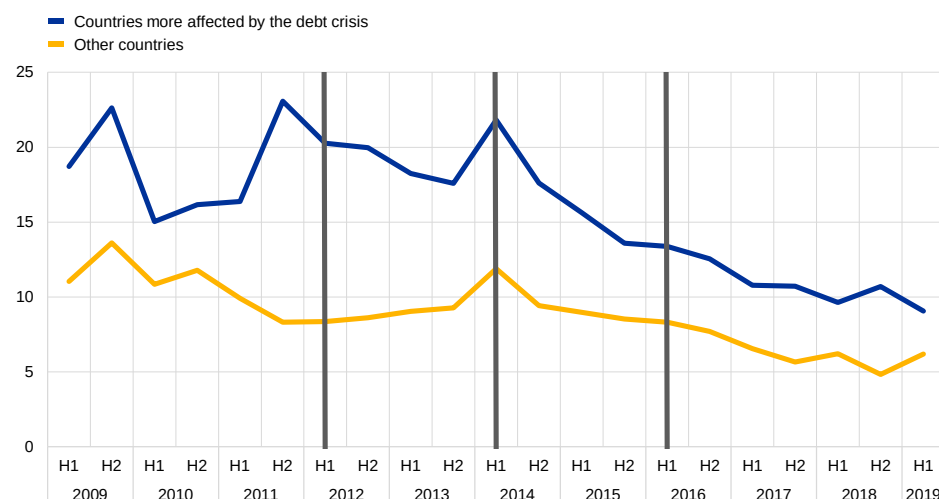
¹⁰⁶ Corbisiero, G. and Faccia, D., "Firm or bank weakness? Access to finance since the European sovereign debt crisis", *ECB Working Paper Series*, No 2361, ECB, Frankfurt am Main, 2020.

¹⁰⁷ The study shows that the key findings are robust to alternative definitions of credit rejection and an alternative firm-bank matching criterion applied to those firms reporting multiple bank relationships, either matching firms with their first listed bank or to the healthiest bank among those listed. In addition, they are not driven by a larger concentration of distressed firms in the periphery countries. See also the July 2018 report of the Bank Lending Survey.

¹⁰⁸ For additional evidence see Burlon, L., Dimou, M., Drahonsky, A.-C. and Köhler-Ulbrich, P., "What does the bank lending survey tell us about credit conditions for euro area firms?", *ECB Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, Frankfurt am Main, 2019.

Chart 7**Financially constrained SMEs in countries more affected by the debt crisis**

(weighted percentages of respondents)



Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE).

Notes: "Countries more affected by the debt crisis" refers to Ireland, Greece, Spain, Italy, Cyprus and Portugal.

The first vertical grey line denotes the announcement of the OMT; the second vertical grey line denotes the start of the TLTRO I and the negative rate policy; and the third vertical grey line denotes the start of the TLTRO II and the CSPP. The latest observation is for the period April-September 2019.

Several studies show that the TLTROs led to significant improvements in various aspects of financing conditions for firms, for example by improving actual and expected loan availability or lowering interest expenses.¹⁰⁹

Importantly, there was an improvement in bank credit availability for firms from countries more affected by the European sovereign debt crisis but also, and more strongly so, for those from the rest of the euro area. In addition, the improvements varied across different types of firms, with medium/large firms and mature firms benefiting most, as there is evidence that the impact of credit constraints on firms' investment was greater for them.¹¹⁰

Access to other sources of finance beyond bank lending is also important for SMEs. While bank loans have been the main source of finance for euro area SMEs, the changes in financial market conditions and the difficulties faced by the banking sector since the GFC have highlighted that diversified sources of external finance are a key element of resilience to adverse financial and real economic shocks.¹¹¹

Corporate bond purchases through the CSPP also contributed to an improvement in SMEs' access to finance. Betz and De Santis showed that the CSPP strongly contributed to an increase in the size of the euro area corporate bond market, pushing banks to increase lending to smaller firms.¹¹² Indeed, according to

¹⁰⁹ See Afonso, A. and Sousa-Leite, J., "The Transmission of Unconventional Monetary Policy to Bank Credit Supply: Evidence from the TLTRO", *REM Working Paper*, No 65, 2019.

¹¹⁰ García-Posada Gómez, M., "Credit constraints, firm investment and employment: Evidence from survey data", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 99, 2019, pp. 121-141.

¹¹¹ De Fiore, F. and Uhlig, H., "Corporate Debt Structure and the Financial Crisis", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 47, No 8, 2015, pp. 1571-1598.

¹¹² Betz, F. and De Santis, R., "ECB corporate QE and the loan supply to bank-dependent firms", *ECB Working Paper Series*, No 2314, ECB, Frankfurt am Main, 2019.

the SAFE replies, the increased availability of bank loans to SMEs during this period was accompanied by improvements in the issuance of debt securities by large enterprises (see Charts 5 and 6).

In addition to the transmission channels already discussed, UMP measures can have an impact on SMEs' access to finance through their expectations of the future availability of finance. Ferrando et al. provide evidence for a “funding expectations channel” of monetary policy by looking at how SMEs' decisions are affected by their expectations of future credit access.¹¹³ This “funding expectations channel” complemented the standard “bank lending channel”, under which monetary policy is transmitted to the real economy through changes in the level and composition of bank credit. The authors provide supporting evidence that three of the unconventional policies mentioned above, namely the announcements of the OMT, the negative rates and the CSPP, had a significant effect on expectations of future credit availability (see Chart 8). In particular, immediately after the policy announcements, expectations of future credit access improved relatively more for SMEs borrowing from banks that were expected to increase SME lending due to the policy measure.¹¹⁴ The authors also find evidence that SMEs' investment and employment increased more at those firms expecting bank credit to improve in the future.

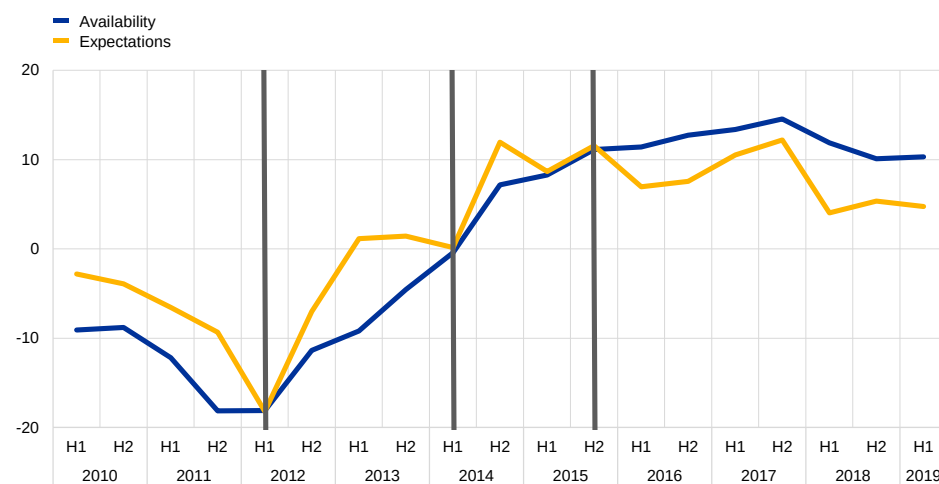
¹¹³ Ferrando, A., Popov, A. and Udell, G. F., (2020) “A Funding Expectations Channel of Monetary Policy” *ECB Working Paper Series*, forthcoming. In another paper, Ferrando, A., Ganoulis, I. and Preuss, C., “Firms' expectations on the availability of credit since the financial crisis”, *Review of Behavioural Finance*, 2020 look at the formation of expectations relating to the availability of bank finance among euro area SMEs. Firms seem to use a wider range of information at their disposal, e.g. on their sales and profits and the general economic environment. Importantly, SMEs seem to combine both backward and forward-looking elements, in some cases including important policy announcements, such as the OMT.

¹¹⁴ This may well be the result of several additional factors set in motion by the announcement of the measures. For example, in the case of negative interest rate policy, Altavilla et al. highlight another channel of pass-through of the monetary policy transmission mechanism, through which sound banks can pass negative rates on to their corporate depositors without experiencing a contraction in funding. Furthermore, they show that the negative interest rate policy provides further stimulus to the economy through firms' asset rebalancing.

Chart 8

UMP announcements and SMEs' expectations of bank loan availability

(net percentages of respondents for which bank loans are relevant)



Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE).

Notes: Net percentages are defined as the difference between the percentage of enterprises reporting that a given factor has increased and the percentage of those reporting that it has declined. The first vertical grey line denotes the announcement of the OMT; the second vertical grey line denotes the announcement of the TLTRO I and the negative rate policy; the third denotes the announcement of the TLTRO II and the CSPP. The latest observation is for the period April-September 2019.

Overall, existing empirical evidence provides strong support for the positive impact of the UMP measures launched by the ECB over recent years to support the financing conditions of euro area firms, including SMEs.

Importantly, the reported evidence suggests that the non-standard measures worked through different channels and that their impact varied somewhat across countries. In interpreting the results, it has to be kept in mind that isolating the effects of monetary policy is always challenging. Furthermore, in the case of the research reviewed in this section, the non-standard nature of the measures – for which a very limited number of episodes exists – further complicates the identification process.

4 Financing patterns and financial behaviour

Despite the improvement in financing conditions and the policy measures implemented so far, some structural challenges for SMEs' access to finance remain. These challenges are mainly related to the fact that euro area firms still use a limited number of the available financing instruments. To analyse this structural feature, this section focuses on the period from April to September 2019. It represents a snapshot of the financing options chosen by euro area firms after the developments described in the previous section.

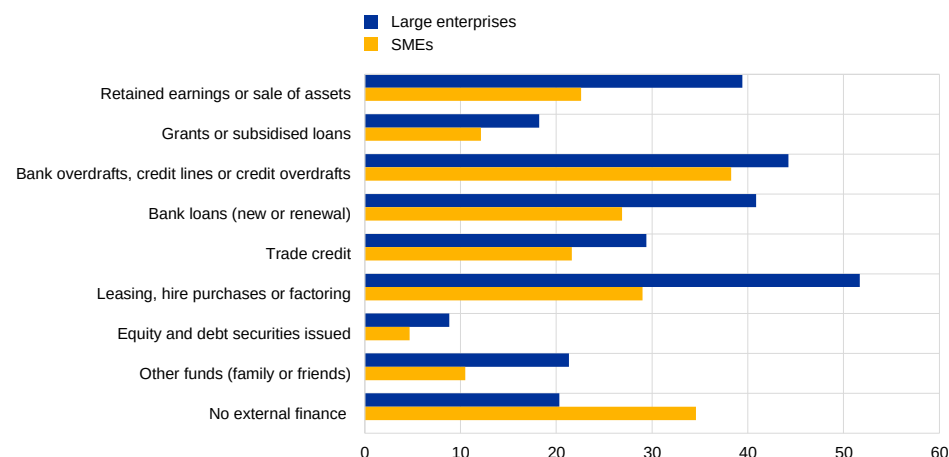
The financing options of euro area enterprises are limited to a few instruments, mostly related to the banking sector. Leasing and factoring for large companies and trade credit for SMEs are also important (see Chart 9). There are differences across firm sizes, though the relative importance of the funding sources remains the same overall. In particular, SMEs tend to make less use of external funds: at least one-third of them report that they have not used external sources of

finance. For large firms, the share is 20%. Irrespective of firm size, the use of market-based finance (i.e. debt or external equity) remains limited.

Chart 9

Use of financing sources for euro area firms

(weighted percentages over the period 2009-19)



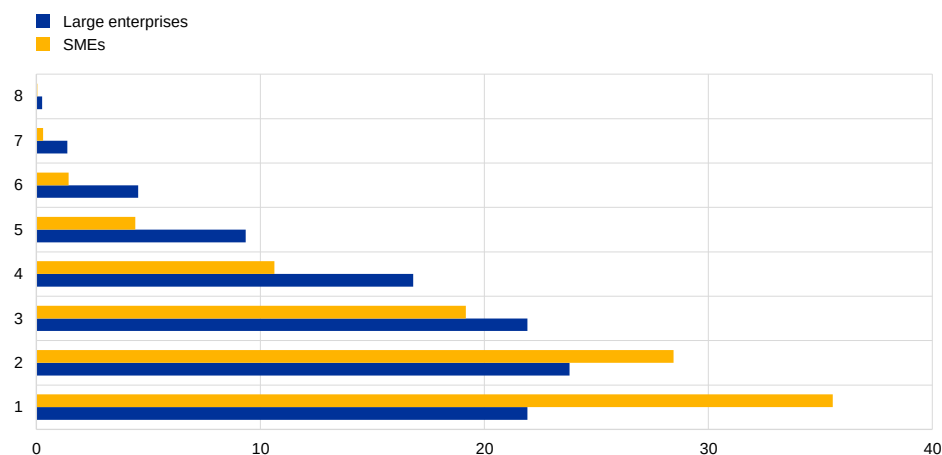
Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE).
Notes: Sources of finance that are relevant and that have been used in the past six months.

SMEs use a limited number of sources of finance. Chart 10 shows the distribution of the number of financing sources used by SMEs and by large enterprises. As predicted by the literature¹¹⁵, the data show the limited diversification of financing sources of SMEs in contrast to large enterprises. Many SMEs used only one type of finance (36%), whereas the respective percentage is lower for large enterprises (22%). When looking at firms using four or more financing sources, the percentage of large enterprises is almost twice as high as for SMEs.

¹¹⁵ See Berger, A. and Udell, G., "The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 22, Nos 6-8, 1998, pp. 613-673; Cressy, R. and Olafsson, C., "European SME Financing: An Overview", *Small Business Economics*, Vol. 9, No 2, 1997, pp. 87-96; Lawless, M., O'Connell, B. and O'Toole, C., "Financial structure and diversification of European firms", *Applied Economics*, Vol. 47, No 23, 2015, pp. 2379-2398.

Chart 10**Number of sources of finance used (by firm size)**

(weighted percentages over the period 2009-19)



Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE).

Note: The figure shows the frequency of the number of different sources of finance the firms used to finance their operations.

Firms of different sizes use different combinations of financial instruments. In order to establish a taxonomy of financing patterns, firms in the SAFE sample are grouped on the basis of their sources of finance using a “cluster analysis”. Box 1 reports on the results of such an analysis, based on the survey round for the period April-September 2019. The taxonomy provides a snapshot of the financing behaviour of euro area firms until the period just before the coronavirus crisis. While the approach is by its nature related to a specific period, the analysis of survey replies in alternative periods, for instance April-September 2012, shows that firms displayed broadly similar financing patterns.¹¹⁶ In the survey round for the period April-September 2019, each of the eight clusters contains around 7% to 10% of the total number of firms, except for the largest cluster, which contains firms that have not reported the use of external sources of finance (38%). The taxonomy presented in Table 1 confirms that large companies, as defined by the number of employees or turnover, are using more diverse sources of finance than SMEs, and are also more likely to be listed on the stock market or be part of a business group. A higher percentage of large firms belongs to the clusters with more financial instruments (*mixed – market, mixed – family or friends and mixed – grants*, see Box 1), particularly when considering the difference between firms with very high turnover (more than €50 million) and low turnover (less than €10 million). By contrast, SMEs tend to more often be in the clusters where flexible short-term debt or long-term bank loans are the main financing instruments. A combination of leasing/factoring and short-term loans was also of particular importance for SMEs (*mainly leasing-factoring cluster*).

¹¹⁶ As a signal that the taxonomy has changed slightly over time along with firms' financing conditions, the empirical analysis referring to 2012 points to seven instead of eight clusters, as it is not possible to group firms around the cluster with the extensive use of grants or subsidised loans.

Box 2

A taxonomy of financing patterns in the euro area: a cluster analysis approach

Prepared by A. Ferrando and K. Bańkowska

The empirical analysis used to identify financing patterns for euro area enterprises is based on a cluster analysis approach similar to the research carried out by Moritz et al. and Masiak et al.¹¹⁷ The cluster analysis groups firms according to their use of the nine financing instruments described in Chart 9 in such a way that the groups are both homogenous (small within-cluster variance) and very distinct from each other (large between-cluster variance). The empirical analysis is based on the round that covers the April to September 2019 period for a total of 10,732 firms that reported whether they have used internal or external finance for their business activity in the previous six months. Being solely based on one round, the taxonomy provides a snapshot of the financing behaviour of euro area firms.¹¹⁸

Table A presents the eight clusters obtained following the above-mentioned procedure. The different clusters are presented by starting with those that include several financing instruments, and moving towards clusters that use fewer financing options. Each cluster contains around 7% to 10% of the total number of firms, except the last cluster, which includes a large share of firms that have not reported the use of external sources of finance (38%).

Cluster 1 (*mixed – market*): Firms in this cluster use a broad range of instruments which combines the highest use of retained earnings and sales of assets (81%) with a high usage of short-term and long-term bank loans (58% and 34% respectively). In contrast to other clusters, firms in this group are the only ones to access market-based finance (26%). Leasing and factoring are also relatively important instruments (50%), followed by trade credit (40%).

Cluster 2 (*mixed – family or friends*): The main characteristic of this cluster is that all firms rely on funds from related companies or family and friends. In addition, firms in this group mostly use short-term bank loans (50%), together with leasing and factoring (39%).

Cluster 3 (*mixed – grants*): In this cluster, all firms use subsidised loans for their business activity, which they combine with banking products (58% short-term bank loans and 48% long-term bank loans) and leasing and factoring (41%).

Cluster 4 (*mainly trade credit*): These firms use only trade credit for their business activity, which they combine with short-term bank financing (54%) and, to a lesser extent, with long-term bank loans (26%). Leasing and factoring are also relatively important (38%).

¹¹⁷ Moritz, A., Block, J. H., and Heinz, A., "Financing Patterns of European SMEs: An Empirical Taxonomy", *Venture Capital*, Vol. 18, No 2, 2016, pp. 115-148; and Masiak, C., Moritz, A., and Lang, F., "Financing patterns of European SMEs revisited: an updated empirical taxonomy and determinants of SME financing clusters", *EIF research and market analysis working paper*, No 40, 2017. Both papers are based on previous survey rounds (2013 and 2015) and refer only to SMEs.

¹¹⁸ Technically, the cluster procedure that has been chosen is the hierarchical one, using the Dice-similarity measure. The algorithm used to merge clusters at successive steps was the Ward clustering algorithm. Finally, the choice of the number of clusters was based on the combination of a visual inspection of the resulting dendrogram with several criteria, called stopping rules, such as the variance ratio criterion (VRC) and the Duda-Hart indices. See Mooi, E., Sarstedt, M. and Mooi-Reci, I., "Market Research: The process, Data and Methods using Stata", Springer Verlag, Berlin, 2018.

Cluster 5 (*mainly bank loans*): This cluster is characterised by firms that use long-term loans together with short-term ones (55%). The other financing instrument used by firms in this cluster is leasing and factoring (37%).

Cluster 6 (*mainly leasing and factoring*): For firms in this cluster, leasing and factoring are the most important source of finance together with short-term loans (39%).

Cluster 7 (*short-term loans only*): Firms in this group only focus on short-term financing, and represent 8.7% of the total sample.

Cluster 8 (*no external financing*): The last cluster is the largest one, covering 38% of the total sample of firms. It comprises firms that have not used external funds for their business and only 9% of them reported having used internal funds in the previous six months.

Table A
Cluster composition

(percentages)

	Mixed (market)	Mixed (family or friends)	Mixed (grants)	Mixed (trade credit)	Mainly bank loans	Mainly leasing/ factoring	Short-term loans only	No external financing	Pearson chi2
Retained earnings or sale of assets	81.0%	23.0%	23.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.0%	4443.5***
Grants or subsidised loans	5.0%	9.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8901.7***
Bank overdrafts, credit lines or credit cards overdrafts	58.0%	50.0%	58.0%	54.0%	55.0%	39.0%	100.0%	0.0%	4520.7***
Bank loans (new or renewal)	34.0%	25.0%	48.0%	26.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5491.3***
Trade credit	40.0%	26.0%	27.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6469.1***
Leasing, hire purchases or factoring	50.0%	39.0%	41.0%	38.0%	37.0%	100.0%	0.0%	0.0%	5110.8***
Equity and debt securities issued	26.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2450.9***
Other funds	5.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9620***
No external finance	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	10372***
N. observations	1078	769	787	962	839	1087	904	3946	
Percentage of firms	10.4%	7.4%	7.6%	9.3%	8.1%	10.5%	8.7%	38.0%	

Sources: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE) and authors' own calculations.
Notes: N = 10372; Pearson's chi-square tests for categorical variables are all significant at $p < 0.01$.

Table 1

Cluster comparison according to firm characteristics

		Mixed (market)	Mixed (family or friends)	Mixed (grants)	Mixed (trade credit)	Mainly bank loans	Mainly leasing/ factoring	Short- term loans only	No external financing
Size / Number of employees	Large	19.0	13.4	11.1	9.4	9.6	12.1	3.7	21.7
	SMEs	8.8	6.4	7.3	7.0	7.7	11.1	9.6	42.2
Turnover	≤ EUR 2m	5.7	5.6	5.6	6.1	6.7	8.8	11.7	50.0
	> EUR 2m - EUR 10m	10.9	7.5	8.7	7.3	9.3	15.8	7.3	33.1
	> EUR 10m - EUR 50m	15.5	10.2	11.4	8.4	10.6	13.6	4.9	25.4
	> EUR 50m	22.2	13.9	11.4	11.2	8.9	10.8	3.4	18.2
Firm age	≥ 10 years	12.3	8.6	8.7	7.9	8.4	11.5	7.7	34.8
	5 to less than 10 years	7.8	8.0	7.1	6.5	6.8	10.0	9.3	44.5
	< 5 years	12.5	9.5	5.7	6.6	7.0	11.5	6.1	41.3
Financially constrained	No	15.4	7.6	14.0	8.5	13.9	9.4	8.6	22.6
	Yes	15.9	14.9	11.1	15.8	8.2	8.4	6.0	19.7
Vulnerable firms	No	12.0	8.2	8.3	7.8	8.3	11.6	7.6	36.1
	Yes	10.8	22.0	14.8	5.0	7.8	5.0	11.0	23.4
Profitable firms	No	11.9	8.9	8.8	7.8	8.5	11.4	7.9	35.0
	Yes	14.3	4.2	3.7	7.9	5.8	11.7	4.9	47.7
Family	No	12.9	11.1	10.9	7.4	7.3	13.2	5.0	32.2
	Yes	11.7	7.7	7.6	7.9	8.7	10.7	8.7	37.1
Listed	No	11.8	8.5	8.3	7.7	8.3	11.4	8.0	36.2
	Yes	17.6	11.3	12.7	9.5	8.9	12.1	1.3	26.6
Sectors	Industry	17.2	11.5	12.2	10.2	8.3	11.0	4.3	25.3
	Construction	11.5	7.2	7.4	8.8	9.8	13.3	8.3	33.8
	Trade	12.8	7.9	7.1	10.9	8.9	8.0	10.0	34.4
	Services	9.3	7.8	7.6	5.0	7.7	12.8	8.2	41.7
Innovative firms	No	9.5	6.6	6.4	6.5	7.6	11.1	8.5	44.0
	Yes	14.3	10.4	10.3	8.9	8.9	11.7	7.1	28.6
Exporters	No	7.9	6.5	7.4	5.8	8.4	11.3	9.0	43.7
	Yes	16.8	11.3	9.9	10.1	8.3	11.7	6.1	25.9
Expected future growth	Over 20% per year	13.9	11.5	10.7	9.8	8.2	8.2	7.8	30.0
	Below 20% per year	13.8	8.5	9.4	8.5	9.0	12.6	7.3	31.1
	Stay the same size	9.4	8.4	7.4	5.9	7.7	10.6	8.1	42.5
	Become smaller	9.4	9.7	5.7	6.8	5.9	10.4	8.2	44.0

Sources: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE) and authors' own calculation.
Notes: The cluster analysis refers to the period April-September 2019. Pearson's chi-square test and Cramer's V for categorical variables are all significant at $p < 0.01$ (not reported). The percentages presented are weighted.

Financially fragile firms tended to receive funds more often from family, friends or related businesses. Financially fragile firms are defined as those that

are either financially constrained (as explained in Section 2), or are financially vulnerable in that they have difficulties serving their existing debt due to decreasing profits and turnover and increasing interest expenses.¹¹⁹ Such financially fragile firms tended to obtain funds more often from family or friends, or related businesses (*mixed – family or friends cluster*) or through trade credit (*mixed – trade credit cluster*, see Table 1). Beyond these financing sources, vulnerable firms were more likely to receive funds through grants or subsidised bank loans. By contrast, a high share of profitable firms was in the cluster “*no external financing*”, probably because they have high retained earnings. They were more often using a variety of financial instruments, including market-based ones (*mixed – grants cluster*). This is also the case for innovative firms and exporters. Bank loans – either short or long-term – remained an important source of finance for these three groups of firms.

Firms diversified their sources of finance according to the sector they belong to. Industrial firms were slightly more often in the cluster with more diversified financing options (*mixed – market cluster*). Industrial firms are on average larger and are more likely to be exporters. Overall, they are able to attract debt and long-term financing, given their ability to provide collateral to secure their debt. By contrast, firms in the construction sector rely more on asset-backed financing and short-term bank loans, as is the case in the cluster *mainly leasing/factoring*. Firms in the trade sector required more short-term debt and trade credit in their operations. The cluster analysis indicates that a relatively high percentage of them are grouped together in the cluster with more financing options. Finally, firms in the services sector are less likely to use external financing instruments compared with firms in the other industries, with many being in the cluster related to asset-backed financing (*mixed – leasing/factoring*).

Firms that are expecting to grow in the near future rely on several financing options. Firms that were expecting to grow in 2020 had higher financing needs. As the taxonomy shows, they made use of several financing instruments, being mostly grouped in the first three clusters of Table 1.

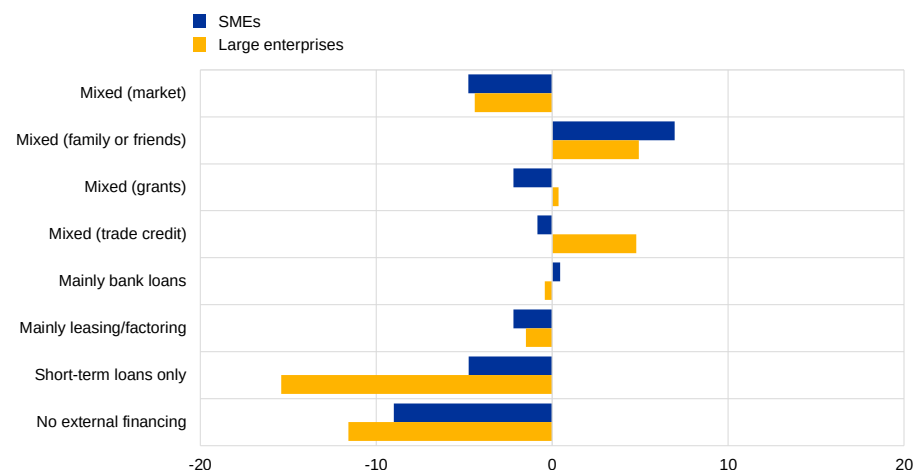
Financing gaps are more acute for firms using informal sources of finance. An important indicator derived from the SAFE dataset is the degree of financing gap, defined as the difference between the change in demand and in the availability of external financing. In the euro area, the financing gap has remained negative since 2014 for large companies and since 2015 for SMEs, meaning that the increase in needs for external financing was smaller than the improvement in access to external funds. In 2019, the weighted net percentages were quite similar between large firms and SMEs (-3% and -4% respectively). Chart 11 plots the financing gap across the different clusters. The financing gap is larger for the group of firms using mostly loans granted by family or friends, or by related businesses (*mixed – family or friends*). On average, these are companies that are financially vulnerable, with little capacity to generate internal funds. Many of them are financially constrained.

¹¹⁹ See footnote 8 in the SAFE report
https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/ecb.safe201911-57720ae65f.en.html#toc3.

Chart 11

Financing gaps across clusters for euro area firms

(weighted net percentages)



Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE) and authors' own calculations.
Notes: For the construction of the financing gap indicator, see Chart 17 in the [SAFE report](#).

5 Real effects of financing patterns

The diversification of external sources of finance can be linked to the decisions of companies to invest, to hire or to build up inventories. In the SAFE survey, firms are asked about the use of both external and internal financing. The options in the questionnaire comprise decisions about: (1) investment in fixed assets (property, plant or equipment); (2) inventory and other working capital; (3) hiring and training of employees; (4) developing and launching of new products or services; (5) refinancing or paying off obligations and (6) expenditure for other purposes. Firms mainly use their external financing for fixed investment and working capital financing.

Some stylised facts can be derived by plotting the percentages of firms that have used finance for the named purposes in each of the eight clusters (see Chart 12).¹²⁰

First, firms investing in fixed assets use several financing instruments, mostly consisting in banking products. More than 60% of firms in the clusters with more financing options (*mixed – grants, mixed – market and mainly bank loans*) use finance for fixed investment. While firms used mostly long-term bank loans in the *mainly bank loans* cluster, they tended to substitute them with subsidised loans and other sources in the other two clusters.

Second, firms are mainly using trade credit and short-term loans to finance their working capital, as shown in the second panel of Figure 12.

Third, firms engaging in hiring and training activities use mostly leasing/factoring or internal sources of funds only. According to the taxonomy,

¹²⁰ The regularities could be subject to simultaneity concerns. For example, high-growth firms are more reliant on multiple sources, but firms with more diversified funding can also be more innovative and high-growth as a result. Hence, there is no intention to provide any causal link in the stylised facts.

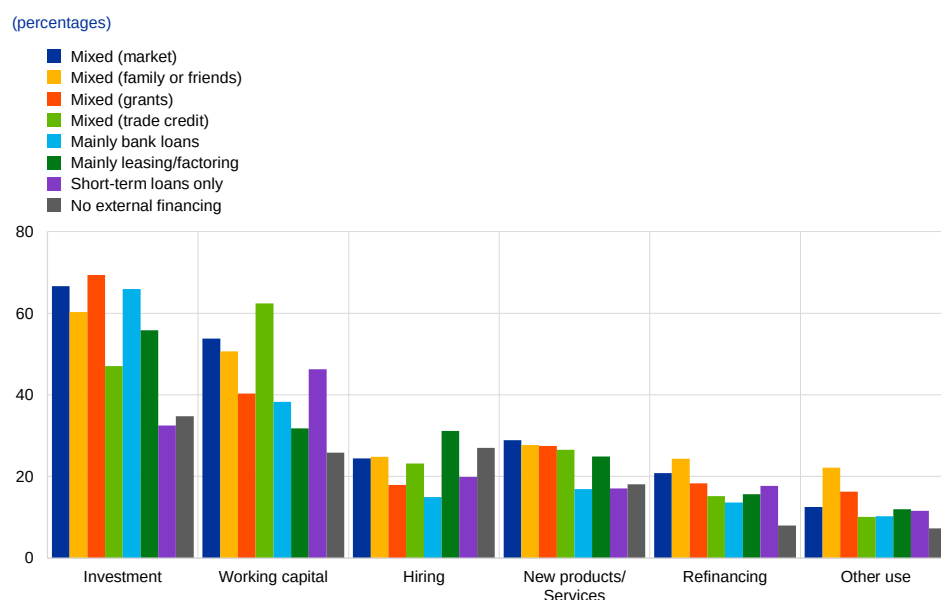
firms that decide to increase their headcount or their training link this decision to the leasing of fixed assets.

Fourth, firms developing and launching new products or services tend to use a variety of financing products. This is in line with the results presented in Table 1. Innovative companies are clustered around market-based products but also use other financing instruments.

Finally, firms reporting having used finance for refinancing or paying off obligations, or for other purposes, rely slightly more on funds from family or friends or related businesses. As observed in the previous section, these firms are financially constrained and encounter some difficulties in repaying their existing debt.

Chart 12

Purpose of financing as perceived by firms across financing clusters



Sources: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE) and authors' own calculations.

A more formal approach that takes into consideration several other dimensions simultaneously confirms the stylised facts. To further investigate the link between financing options and firms' decisions in the real economy, a logistic regression model is run.¹²¹ The set of dependent variables, which are dummies set to one if firms are using finance for the five specific purposes, are regressed against

¹²¹ There is a vast range of literature that has tried to establish a link between financing patterns and real effects. For example, see: Lamont, O., "Cash flow and Investment: Evidence from Internal capital markets", *Journal of Finance*, Vol. 52, No 1, 1997, pp. 83-109; Brown, J. R., Fazzari, S. M. and Petersen, B. C., "Financing Innovation and Growth: Cash Flow, External Equity, and the 1990s R&D Boom", *Journal of Finance*, Vol. 64, No 1, 2009, pp. 151-185; Popov, A., "Credit constraints and investment in human capital: Training evidence from transition economies", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 23, No 1, 2014, pp. 76-100; and Chodorow-Reich, G., "The Employment Effects of Credit Market Disruptions: Firm-Level Evidence from the 2008-09 Financial Crisis", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 129, pp.1-59. Most of the literature describes correlations between the two, as is also demonstrated in this article.

dummies for each cluster group and a set of variables that control for differences in firm size, age, industry and country.

Table 2 reports the effects of the diversification of external funds by clusters on the purposes for which firms used financing.¹²²

Focusing on the highest marginal effects, the results show that firms using more grants or long-term bank loans (i.e. grouped in the *mixed – grants cluster*) are 27% more likely to have invested in fixed asset activities than those not using external finance, all the other characteristics being equal. Also, the probability of a firm investing in working capital is 26% higher for firms in the *trade credit financing* cluster. By contrast, the third column in Table 2 appears to indicate that external finance is not better than internal financing for firms hiring and training their employees. In fact, the marginal effect is even negative in some clusters. This is in line with previous findings demonstrating that bank finance displays a negative relationship to investment in intangible assets such as R&D, software, databases and IT networks, and training.¹²³ Furthermore, the probability of developing new products or services is not related to the use of bank products, but it is higher for firms using grants or market-based finance in particular. In these cases, however, the marginal effects are relatively modest at around 7%. Finally, in the last two columns, the regression results confirm the stylised fact on the relative importance of informal finance for refinancing and other purposes.

¹²² The table reports the marginal effects over and above the cluster referring to firms with no external financing.

¹²³ See Covas, F., and Den Haan, W. J., "The role of debt and equity finance over the business cycle", *The Economic Journal*, Vol. 122, No 565, 2012, pp. 1262-1286; Grundy, B., and Verwijmeren, P., "[The external financing of investment](#)", *SSRN Electronic Journal*, 2019; and Ferrando, A. and Preuss, C., "What finance for what investment? Survey-based evidence for European companies", *Economia Politica*, Vol. 35, 2018, pp. 1015-1053.

Table 2**Purposes of financing and diversification of financing instruments**

(marginal effects)

Variables	Investment in fixed assets	Working capital	Hiring	New products/ Services	Refinancing	Other use
Mixed (market)	0.23*** (0.02)	0.21*** (0.03)	-0.07*** (0.02)	0.07*** (0.02)	0.12*** (0.02)	0.06*** (0.02)
Mixed (family or friends)	0.16*** (0.03)	0.18*** (0.03)	-0.08*** (0.03)	0.06** (0.03)	0.13*** (0.02)	0.14*** (0.03)
Mixed (grants)	0.27*** (0.03)	0.10*** (0.03)	-0.12*** (0.02)	0.07*** (0.02)	0.12*** (0.03)	0.09*** (0.02)
Mixed (trade credit)	0.09*** (0.03)	0.26*** (0.03)	-0.06** (0.02)	0.05** (0.02)	0.08*** (0.02)	0.04** (0.02)
Mainly bank loans	0.27*** (0.03)	0.12*** (0.03)	-0.13*** (0.03)	-0.01 (0.02)	0.08*** (0.02)	0.04** (0.02)
Mainly leasing/ factoring	0.14*** (0.03)	0.04* (0.02)	-0.02 (0.02)	0.05** (0.02)	0.06*** (0.02)	0.04** (0.02)
Short-term loans only	-0.01 (0.03)	0.20*** (0.02)	-0.07*** (0.02)	-0.01 (0.02)	0.11*** (0.02)	0.04*** (0.01)
Firm control variables	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Country and sectoral effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	10,155	10,153	10,169	10,155	10,134	9,845
Pseudo R2	0.104	0.120	0.0663	0.0537	0.120	0.0505

Sources: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE) and authors' own calculations. Notes: Logit regressions. In the analysis the omitted reference category is the *no external financing* cluster. Other reference categories are large and mature companies in the German manufacturing sector. All specifications use weights based on the number of employees to restore the proportions of the economic weight of each size class, economic activity and country. Standard errors in parentheses, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

6 Conclusions

Since the Global Financial Crisis, a series of unconventional monetary policy measures have contributed to easing SMEs' access to finance. This article has described the evolution of firms' assessments of their financing conditions throughout the period until the outbreak of the coronavirus crisis. In particular, firms in all euro area countries reported an overall decrease over time in their perceptions of being financially constrained.

Although it has gradually improved since the mid-2010s, challenges for SMEs' access to finance remain, for example in terms of funding diversification.

Taking stock of the overall development of firms' financing conditions from 2009 onwards, this article analysed the funding options firms had at their disposal in mid-2019 through a cluster analysis approach. The resulting taxonomy highlights that the percentage of firms using market-based financial instruments to fund their business

remained small. This is despite both the difficulties encountered with their traditional funding source (i.e. bank lending) during the crisis and the many subsequent efforts since 2015 to set up a capital markets union (CMU) to facilitate SMEs' fundraising. From the taxonomy, it emerges that firms that were exporters, more profitable, more innovative and that were planning to grow more in the future tended to diversify their financing instruments to a higher degree. However, these firms also tended to report higher financing gaps, namely the overall availability of external sources of finance being lower than their demand for them.

The analysis highlights some important effects of monetary policy decisions on SMEs' access to finance over recent years.

- First, monetary policy measures predominantly aimed at supporting bank credit are crucial for SMEs in the light of their dependence on bank credit as the main source of external finance.
- Second, support for bank finance is particularly relevant for the funding of fixed investment by SMEs, which may play an important role in the transmission of monetary policy.
- Third, from a structural point of view, initiatives taken at the EU or national levels to support access to market-based instruments are of the utmost importance. A diversification in sources of finance would facilitate the activity and the expansion of innovative firms in particular, while also generally making SMEs more resilient in situations where the supply of credit tends to dry up.

The outbreak of the pandemic has given rise to new, more severe and immediate challenges for SMEs in terms of their access to financing. See Box 3 in this issue for additional information.

© Europese Centrale Bank, 2020

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

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

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

De statistieken in deze uitgave zijn afgesloten op 3 juni 2020.

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

ISSN 2363-3522 EU-catalogusnummer: QB-BP-20-004-NL-N