EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM

Economisch Bulletin

Nummer 4 / 2025

Inhoud

Economische, financiële en monetaire ontwikkelingen **3**

Overzicht 3

1 Externe omgeving 9

2 Economische bedrijvigheid 16

3 Prijzen en kosten 23

4 Ontwikkelingen op de financiële markten 30

5 Financieringsvoorwaarden en ontwikkelingen in de kredietverlening 36

6 Begrotingsontwikkelingen 42

Kaders **46**

1 US financial conditions and their link to economic activity: the role of equity valuations 46

2 US trade policies and the activity of US multinational enterprises in the euro area 51

3 The outlook for euro area business investment – findings from an ECB survey of large firms 57

4 Where do we stand with inflationary pressures arising from price resetting? 63

5 Financial market volatility and economic policy uncertainty: bridging the gap 70

6 Determinants of inflation expectations of firms in the SAFE 75

7 Liquidity conditions and monetary policy operations from 5 February to 22 April 2025 81

Artikelen **87**

1 The transmission of monetary policy: from mortgage rates to consumption 87

Box 1 The state dependence of monetary policy: differences in pass-through across easing cycles 93

Box 2 The role of anticipation assumptions for the timing of consumption effects 97

2. Advancing the capital markets union in Europe: a roadmap for harmonising securities post-trading 102

Box 1 Post-trading activities: areas for harmonisation under the single European rulebook 111

Statistieken

Economische, financiële en monetaire ontwikkelingen

Overzicht

Op 5 juni 2025 heeft de Raad van Bestuur besloten de drie basisrentetarieven van de ECB met 25 basispunten te verlagen. Meer in het bijzonder het besluit om de rente op de depositofaciliteit – de rente waarmee de Raad van Bestuur de monetairbeleidskoers stuurt – te verlagen vloeide voort uit de geactualiseerde beoordeling door de Raad van de inflatievooruitzichten, de dynamiek van de onderliggende inflatie en de kracht van de monetairbeleidstransmissie.

De inflatie bevindt zich op dit moment rond de doelstelling van de Raad van Bestuur van 2% op middellange termijn. In het basisscenario van de in juni 2025 door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties voor het eurogebied komt de totale inflatie uit op gemiddeld 2,0% in 2025, 1,6% in 2026 en 2,0% in 2027. De neerwaartse herzieningen vergeleken met de door ECB-medewerkers opgestelde projecties van maart 2025, met 0,3 procentpunt voor zowel 2025 als 2026, hebben vooral te maken met lagere aannames voor energieprijzen en een sterkere euro. De verwachting is dat de inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen in 2025 uitkomt op gemiddeld 2,4% en in 2026 en 2027 op 1,9%, grotendeels onveranderd sinds maart.

Volgens de projecties zal de groei van het reële bbp gemiddeld 0,9% bedragen in 2025, 1,1% in 2026 en 1,3% in 2027. De groeivooruitzichten voor 2025 zijn ongewijzigd en vormen de weerslag van een sterker dan verwacht eerste kwartaal, met zwakkere vooruitzichten voor de rest van het jaar. Aan de ene kant zal de onzekerheid over het handelsbeleid de bedrijfsinvesteringen en uitvoer drukken, vooral op korte termijn, maar aan de andere kant zullen de stijgende overheidsinvesteringen in defensie en infrastructuur de groei op de middellange termijn steeds meer ondersteunen. Door hogere reële inkomens en een sterke arbeidsmarkt krijgen huishoudens meer te besteden. In combinatie met gunstiger financieringsvoorwaarden zou dit de economie beter bestand moeten maken tegen mondiale schokken.

Tegen de achtergrond van grote onzekerheid hebben de medewerkers ook enkele mechanismen beoordeeld waardoor verschillende handelsmaatregelen de groei en inflatie zouden kunnen beïnvloeden in enkele alternatieve scenario's ter illustratie. Deze scenario's worden samen met de projecties van medewerkers op de website van de ECB gepubliceerd. Volgens deze scenarioanalyse zouden verder oplopende handelsspanningen de komende maanden leiden tot lagere groei en inflatie dan in de basisprojecties. Als daarentegen de handelsspanningen met een gunstige afloop zouden worden opgelost, zouden de groei en – in mindere mate – de inflatie hoger uitkomen dan in de basisprojecties.

De meeste maatstaven van de onderliggende inflatie geven aan dat de inflatie zich duurzaam zal stabiliseren rond de doelstelling van de Raad van Bestuur van 2% op middellange termijn. De loongroei bevindt zich nog steeds op een verhoogd niveau maar blijft zichtbaar matigen en de winsten temperen deels het effect ervan op de inflatie. De bezorgdheid dat toegenomen onzekerheid en een volatiele marktreactie op de handelsspanningen in april een verkrappend effect zouden hebben op de financieringsvoorwaarden, is afgenomen.

De Raad van Bestuur is vastbesloten ervoor te zorgen dat de inflatie zich duurzaam stabiliseert op de doelstelling van 2% op middellange termijn. Vooral in het licht van de huidige uitzonderlijke onzekerheid zal de Raad een op data gebaseerde benadering per vergadering volgen om de passende monetairbeleidskoers te bepalen. De rentebesluiten van de Raad zullen gebaseerd zijn op zijn beoordeling van de inflatievooruitzichten in het licht van de binnenkomende economische en financiële gegevens, de dynamiek van de onderliggende inflatie en de kracht van de monetairbeleidstransmissie. De Raad van Bestuur legt zich niet bij voorbaat vast op een bepaald rentetraject.

Economische bedrijvigheid

Volgens de flashraming van Eurostat is de economie in het eerste kwartaal van 2025 met 0,3% gegroeid. Het werkloosheidspercentage bedroeg in april 6,2% en staat op het laagste peil sinds de invoering van de euro. De werkgelegenheid nam in het eerste kwartaal van het jaar volgens de flashraming met 0,3% toe.

De vooruitzichten voor de economische groei van het eurogebied worden vertroebeld door handelsspanningen en verhoogde mondiale onzekerheid. Voor 2025 als geheel lijken deze effecten deels gecompenseerd te worden door een sterker dan verwachte economische bedrijvigheid in het eerste kwartaal. Dit is waarschijnlijk deels het gevolg van het naar voren halen van de uitvoer met het oog op hogere invoerheffingen. Op middellange termijn wordt de economische bedrijvigheid ondersteund door de recent aangekondigde begrotingsmaatregelen. De basisprojecties van juni 2025 gaan ervan uit dat de Amerikaanse invoerheffingen op goederen vanuit de EU, die met 10% zijn toegenomen, gedurende de hele projectieperiode van kracht blijven. Samen met de verhoogde onzekerheid rond het handelsbeleid en de recente waardestijging van de euro zullen de hogere invoerheffingen de uitvoer, de investeringen en – in mindere mate – de consumptie van het eurogebied drukken. Daarentegen zouden de nieuwe overheidsuitgaven voor infrastructuur en defensie, vooral in Duitsland, de binnenlandse vraag in het eurogebied vanaf 2026 een boost moeten geven. Al met al blijven de voorwaarden aanwezig voor een opleving van de bbp-groei in het eurogebied gedurende de projectieperiode. Vooral de stijgende reële inkomens en werkgelegenheid, de minder restrictieve financieringsvoorwaarden – met name door de recente monetairbeleidsbeslissingen – en een opleving van de buitenlandse vraag later in de projectieperiode zouden een geleidelijk herstel moeten ondersteunen. Vergeleken met de projecties van maart 2025 zijn de vooruitzichten voor de bbp-groei voor 2025 ongewijzigd, als gevolg van beter dan verwachte binnenkomende gegevens die

grotendeels worden gecompenseerd door de effecten van de handelsspanningen en de appreciatie van de euro. De handelsspanningen en de sterkere wisselkoers hebben voor 2026 geleid tot een neerwaartse bijstelling van de groei, terwijl de groei voor 2027 ongewijzigd is gebleven.

In lijn met de projecties van juni 2025 wijzen enquêtegegevens in het algemeen op iets zwakkere vooruitzichten op de korte termijn. Hoewel de verwerkende industrie het beter doet, deels omdat de handel naar voren is gehaald met het oog op hogere invoerheffingen, laat de meer intern gerichte dienstensector een vertraging zien. Hogere invoerheffingen en een sterkere euro maken de uitvoer voor bedrijven naar verwachting moeilijker. Grote onzekerheid zal de investeringen waarschijnlijk drukken.

Tegelijkertijd zorgen verscheidene factoren ervoor dat de economie veerkrachtig blijft, en deze zouden de groei op de middellange termijn moeten ondersteunen. Een sterke arbeidsmarkt, stijgende reële inkomens, een sterke balans van de private sector en soepelere financieringsvoorwaarden, deels vanwege de eerdere renteverlagingen door de Raad van Bestuur, zouden consumenten en bedrijven allemaal moeten helpen de effecten van het volatiele mondiale klimaat het hoofd te bieden. De onlangs aangekondigde maatregelen om de uitgaven voor defensie en infrastructuur te verhogen zouden ook bij moeten dragen aan de groei.

In het huidige geopolitieke klimaat zijn budgettaire en structurele maatregelen om de economie van het eurogebied productiever, competitiever en weerbaarder te maken alleen maar urgenter geworden. Het kompas voor concurrentievermogen van de Europese Commissie biedt een concrete routekaart voor actie en de hierin opgenomen voorstellen, onder meer over vereenvoudiging, moeten snel worden aangenomen. Hierbij hoort ook de voltooiing van de spaar- en investeringsunie en wel volgens een duidelijk en ambitieus tijdschema. Het is ook essentieel om snel werk te maken van het wetgevend kader om de basis te leggen voor de mogelijke uitgifte van een digitale euro. De overheden moeten zorgen voor houdbare overheidsfinanciën, in overeenstemming met het EU-kader voor economische governance, en daarbij prioriteit geven aan groeibevorderende structurele hervormingen en strategische investeringen.

Inflatie

Volgens de flashraming van Eurostat is de inflatie op jaarbasis gedaald van 2,2% in april naar 1,9% in mei. De energieprijsinflatie bleef op -3,6%. De voedselprijsinflatie steeg tot 3,3%, tegen 3,0% in de voorgaande maand. De goedereninflatie bleef onveranderd op 0,6%, terwijl de diensteninflatie daalde van 4,0% in april tot 3,2%. De diensteninflatie was in april opgeveerd, voornamelijk omdat de prijzen voor reisdiensten rond de Paasvakantie sterker waren toegenomen dan verwacht.

De meeste indicatoren van de onderliggende inflatie geven aan dat de inflatie zich duurzaam zal stabiliseren op de doelstelling van de Raad van Bestuur van 2% op de middellange termijn. De arbeidskosten laten een geleidelijke matiging zien, zoals blijkt uit binnenkomende gegevens over contractlonen en beschikbare

landengegevens over de loonsom per werknemer. De loontracker van de ECB wijst op een verder matigende groei van de contractlonen in 2025, terwijl in de projecties van juni 2025 de loongroei in 2026 en 2027 terugloopt tot minder dan 3%. Hoewel de lagere energieprijzen en een sterkere euro op de korte termijn een drukkend effect hebben op de inflatie, zal de inflatie naar verwachting in 2027 weer terugkeren naar de doelstelling.

De inflatieverwachtingen van consumenten voor de korte termijn zijn in april 2025 licht toegenomen, waarschijnlijk onder invloed van het nieuws over de handelsspanningen. De meeste maatstaven voor de inflatieverwachtingen op langere termijn blijven echter op ongeveer 2% staan en ondersteunen daarmee de stabilisatie van de inflatie rond de doelstelling van de Raad van Bestuur.

Hoewel de totale inflatie, zoals gemeten aan de hand van de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP), op korte termijn waarschijnlijk onder de 2% blijft, keert deze op middellange termijn naar verwachting terug naar de doelstelling. De medewerkers van het Eurosysteem verwachten dat de inflatie in de loop van 2025 daalt en in het eerste kwartaal van 2026 het laagste punt van 1,4% bereikt, om daarna weer te stijgen naar 2,0% in 2027. De daling van de totale inflatie in 2025 wordt deels veroorzaakt door de negatieve energie-inflatie als gevolg van de recente daling van de olieprijzen en de groothandelsprijzen voor aardgas. De energie-inflatie blijft naar verwachting negatief tot 2027, wanneer nieuwe maatregelen ter beperking van klimaatverandering van kracht worden in het kader van het nieuwe emissiehandelssysteem (ETS2). Na een tijdelijke stijging in het tweede kwartaal van 2025 daalt de voedselinflatie naar verwachting tot iets boven de 2% in 2027. De HICP-inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen daalt naar verwachting als gevolg van de dienstencomponent, naarmate het effect van de vertraagde prijsaanpassingen voor sommige producten wegebt, de loondruk afneemt en de lagere energieprijzen doorwerken in de prijsketen. De loongroei zou de neerwaartse trend moeten blijven volgen naarmate de druk om eerdere reële loonverliezen te recupereren wegebt. In combinatie met een herstel van de productiviteitsgroei leidt dit naar verwachting tot een aanzienlijk tragere groei van de arbeidskosten per eenheid product. De externe prijsdruk, zoals zichtbaar in de invoerprijzen, blijft naar verwachting gematigd, uitgaande van een ongewijzigd heffingenbeleid van de EU. Hierbij is rekening gehouden met enige neerwaartse druk als gevolg van de sterkere euro en de daling van de prijzen van energiegrondstoffen in de afgelopen maanden. Vergeleken met de projecties van maart 2025 zijn de vooruitzichten voor de totale HICP-inflatie voor zowel 2025 als 2026 met 0,3 procentpunt neerwaarts bijgesteld vanwege lagere aannames voor de prijzen van energiegrondstoffen en de waardestijging van de euro, terwijl deze voor 2027 ongewijzigd zijn gebleven.

Risicobeoordeling

De risico's voor de economische groei blijven neerwaarts gericht. Verder oplopende wereldwijde handelsspanningen en de daarmee gepaard gaande onzekerheden zouden de groei van het eurogebied kunnen vertragen doordat ze de uitvoer drukken en investeringen en consumptie afremmen. Een verslechtering van het sentiment op

de financiële markten zou kunnen leiden tot krappere financieringsvoorwaarden en een toename van de risicoaversie, waardoor bedrijven en huishoudens minder bereid zullen zijn om te investeren en consumeren. De geopolitieke spanningen, zoals de ongerechtvaardigde oorlog van Rusland tegen Oekraïne en het tragische conflict in het Midden-Oosten, blijven een grote bron van onzekerheid. Als de handels- en geopolitieke spanningen snel zouden afnemen, zou dit daarentegen het sentiment kunnen verbeteren en de bedrijvigheid stimuleren. Een verdere stijging van de uitgaven voor defensie en infrastructuur, in combinatie met productiviteitsverhogende hervormingen, zou ook bijdragen aan de groei.

De vooruitzichten voor de inflatie van het eurogebied zijn onzekerder dan gewoonlijk, als gevolg van het volatiele mondiale klimaat rond het handelsbeleid. Dalende energieprijzen en een sterkere euro zouden verdere neerwaartse druk kunnen uitoefenen op de inflatie. Dit effect kan worden versterkt als hogere invoerheffingen zouden leiden tot geringere vraag naar uitvoer vanuit het eurogebied en tot het verleggen van de uitvoer vanuit landen met overcapaciteit naar het eurogebied. Handelsspanningen kunnen leiden tot sterkere volatiliteit en risicoaversie op de financiële markten, wat de binnenlandse vraag zou drukken en ook de inflatie zou doen afnemen. Daarentegen kan een fragmentatie van de mondiale aanbodketens leiden tot een stijging van de inflatie door de invoerprijzen op te stuwen en de capaciteitsbelemmeringen in de binnenlandse economie te vergroten. Een stijging van de uitgaven voor defensie en infrastructuur kan ook leiden tot een hogere inflatie op de middellange termijn. Extreme weersomstandigheden, en meer in het algemeen de zich ontvouwende klimaatcrisis, kunnen de voedselprijzen meer dan verwacht opdrijven.

Financiële en monetaire omstandigheden

De risicovrije rentevoeten zijn sinds de monetairbeleidsvergadering van de Raad van Bestuur op 17 april 2025 globaal genomen onveranderd gebleven. De aandelenprijzen zijn omhooggegaan en de rendementsspreads op bedrijfsobligaties namen af als gevolg van positiever nieuws over het mondiale handelsbeleid en verbetering van de mondiale risicobereidheid.

De eerdere renteverlagingen van de Raad van Bestuur blijven leningen voor bedrijven minder duur maken. De gemiddelde rente op nieuwe leningen aan bedrijven daalde van 3,9% in maart tot 3,8% in april. De kosten van schuldfinanciering via de markt bleven onveranderd op 3,7%. De kredietverlening van banken aan bedrijven nam geleidelijk verder toe en steeg in april met 2,6% op jaarbasis, tegen 2,4% in maart. De uitgifte van bedrijfsobligaties was ondertussen gematigd. De gemiddelde rentevoet op nieuwe hypotheken bleef in april op 3,3%, terwijl de groei van de hypotheekverstrekking toenam tot 1,9%.

Conform zijn strategie voor het monetair beleid heeft de Raad van Bestuur de samenhang tussen monetair beleid en financiële stabiliteit grondig beoordeeld. De banken in het eurogebied zijn nog altijd veerkrachtig, maar de risico's voor de bredere financiële stabiliteit blijven hoog, vooral vanwege het erg onzekere en

volatiele mondiale handelsbeleid. Het macroprudentieel beleid blijft de eerste verdedigingslinie tegen de opbouw van financiële kwetsbaarheden. Zo kan de weerbaarheid worden vergroot en blijft de macroprudentiële ruimte behouden.

Monetairbeleidsbeslissingen

De rente op de depositofaciliteit, de rente op de basisherfinancieringstransacties en de rente op de marginale beleningsfaciliteit werden met ingang van 11 juni 2025 teruggebracht naar respectievelijk 2,00%, 2,15% en 2,40%.

De portefeuilles van het programma voor de aankoop van activa en het pandemie-noodaankoopprogramma nemen in een gelijkmatig en voorspelbaar tempo af, aangezien het Eurosysteem de aflossingen op effecten die de vervaldatum hebben bereikt niet langer herinvesteert.

Conclusie

Op 5 juni 2025 heeft de Raad van Bestuur besloten de drie basisrentetarieven van de ECB met 25 basispunten te verlagen. Meer in het bijzonder het besluit om de rente op de depositofaciliteit – de rente waarmee de Raad van Bestuur de monetairbeleidskoers stuurt – te verlagen vloeide voort uit de geactualiseerde beoordeling door de Raad van de inflatievooruitzichten, de dynamiek van de onderliggende inflatie en de kracht van de monetairbeleidstransmissie. De Raad van Bestuur is vastbesloten ervoor te zorgen dat de inflatie zich duurzaam stabiliseert op de doelstelling van 2% op middellange termijn. Vooral in het licht van de huidige uitzonderlijke onzekerheid zal de Raad een op data gebaseerde benadering per vergadering volgen om de passende monetairbeleidskoers te bepalen. De rentebesluiten van de Raad zullen gebaseerd zijn op zijn beoordeling van de inflatievooruitzichten in het licht van de binnenkomende economische en financiële gegevens, de dynamiek van de onderliggende inflatie en de kracht van de monetairbeleidstransmissie. De Raad van Bestuur legt zich niet bij voorbaat vast op een bepaald rentetraject.

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

1 Externe omgeving

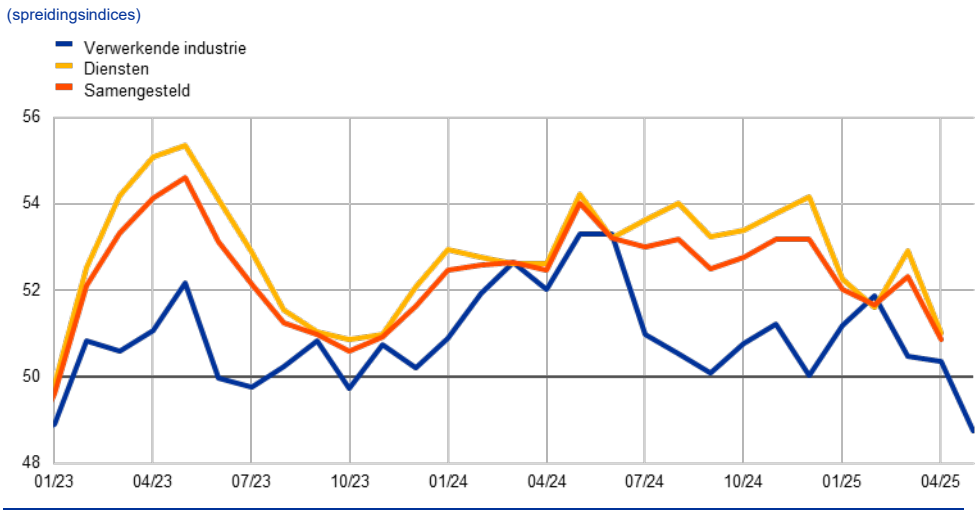
Hogere invoerrechten opgelegd door de Amerikaanse regering en verhoogde onzekerheid over het handelsbeleid bepalen de wereldwijde economische vooruitzichten. Sinds de afronding van de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van de ECB voor het eurogebied van maart op 6 februari 2025 zijn de effectieve heffingen voor de invoer van goederen in de Verenigde Staten aanzienlijk gestegen. Terwijl de Amerikaanse regering de heffingen op de invoer van al haar handelspartners heeft verhoogd, is de verhoging van de heffingen op China het meest uitgesproken, ondanks een recente afspraak om de heffingen tijdelijk te verlagen. Deze ontwikkelingen dragen bij aan wrijvingen in de wereldhandel en aan verhoogde onzekerheid over het handelsbeleid, wat een domino-effect kan hebben op de economische bedrijvigheid en de wereldwijde groeivooruitzichten kan temperen. In de macro-economische projecties van de medewerkers van het Eurosysteem voor het eurogebied van juni 2025 werden de vooruitzichten voor de mondiale groei gedurende de projectieperiode tot en met 2027 met cumulatief 0,7 procentpunt neerwaarts herzien. De verslechtering van de groeivooruitzichten is zichtbaar in alle belangrijke economieën, maar vooral in de Verenigde Staten en China. Wereldwijd zal de CPI-inflatie naar verwachting matigen gedurende de projectieperiode, maar de inflatieprognose voor de Verenigde Staten is vanwege het effect van de recentelijk aangekondigde heffingen naar boven bijgesteld.

De groei van de wereldwijde bedrijvigheid daalde in het eerste kwartaal van 2025 en zal naar verwachting verder afnemen. De wereldwijde reële bbp-groei (exclusief het eurogebied) daalde in het eerste kwartaal van 2025 naar schatting tot 0,7% op kwartaalbasis, tegen 1,1% in het vierde kwartaal van 2024.[1] De wereldwijde economische bedrijvigheid zal naar verwachting verder afzwakken en de rest van het jaar op een gematigd niveau blijven. De tracker voor de wereldwijde economische bedrijvigheid die door medewerkers van de ECB is ontwikkeld, wijst op een matiging van de bedrijvigheid vanaf april, nu de meest recente enquêtegegevens de index onder het historische gemiddelde hebben geduwd. De samengestelde wereldwijde Purchasing Managers' Index (PMI) voor de productie daalde in april 2025, vooral door een tragere groei van de productie in de dienstensector (Grafiek 1).

[1] In verwijzingen naar wereldwijd geaggregeerde economische indicatoren in deze paragraaf is het eurogebied buiten beschouwing gelaten.

Grafiek 1

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



Bronnen: S&P Global Market Intelligence en berekeningen van ECB-medewerkers.
Toelichting: De meest recente gegevens betreffen mei 2025 voor de index voor de productie van de verwerkende industrie en april 2025 voor de index voor de productie van de dienstensector en de samengestelde index.

Handelsconflicten verzwakken de wereldwijde groeivooruitzichten. De wereldwijde groei zal naar verwachting gedurende de projectieperiode vertragen en verder onder het gemiddelde van voor de pandemie komen. Volgens de macro-economische projecties van de medewerkers van het Eurosysteem van juni 2025 zal het wereldwijde reële bbp in 2025 met 3,1% toenemen, wat minder is dan de 3,6% groei van vorig jaar.[2] De wereldwijde groei van het reële bbp zal naar verwachting verder afnemen tot 2,9% in 2026, alvorens zich te stabiliseren op 3,2% in 2027. Vergeleken met de macro-economische projecties van de medewerkers van de ECB van maart 2025 is de mondiale groei voor zowel 2025 als 2026 met 0,3 procentpunt neerwaarts bijgesteld en voor 2027 ongewijzigd gebleven. De verslechtering van de groeivooruitzichten is zichtbaar in alle belangrijke economieën, maar is met name uitgesproken in de Verenigde Staten en China. Heffingen en beleidsonzekerheid zijn twee belangrijke oorzaken van de neerwaartse bijstellingen. Heffingen zijn nadelig voor de groei omdat ze de kosten van ingevoerde eindproducten en halffabricaten opdrijven. Dat drukt de binnenlandse consumptie en tast het concurrentievermogen van exporteurs aan via hogere productiekosten. Verhoogde onzekerheid leidt tot voorzorgsgedrag bij consumenten en bedrijven, die terughoudender worden met hun consumptie en investeringen. De risico's rond de wereldwijde groeiprognoses zijn per saldo neerwaarts gericht en zijn met name afhankelijk van toekomstige ontwikkelingen in het handelsbeleid. In concreto zou een succesvolle afronding van de handelsonderhandelingen door de Amerikaanse regering en haar handelspartners kunnen leiden tot lagere heffingen en de wereldwijde bedrijvigheid kunnen ondersteunen. Omgekeerd kunnen hogere heffingen en mogelijke vergeldingsmaatregelen van handelspartners de groeivooruitzichten verder temperen.

[2] Zie voor meer details de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2025.

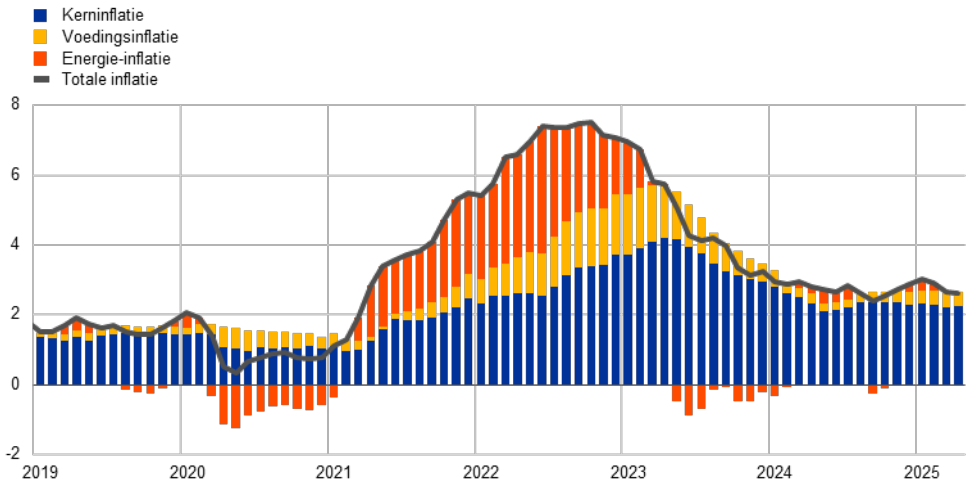
De groei van de wereldhandel zal de komende twee jaar naar verwachting aanzienlijk afnemen. De maandelijkse tracker voor de wereldhandel, ontwikkeld door ECB-medewerkers, geeft aan dat de wereldwijde invoer vanaf april aanzienlijk begon te vertragen. Deze uitkomst werd grotendeels bepaald door hoogfrequente gegevens, zoals een lagere invoer van grondstoffen door China en dalende aandelenkoersen van bedrijven die betrokken zijn bij de wereldwijde goederenhandel, waaronder scheepvaart- en verpakkingsbedrijven. Deze bevinding wordt eveneens ondersteund door enquête-indicatoren. De index voor nieuwe orderontvangsten in de wereldwijde PMI voor de verwerkende industrie (exclusief het eurogebied) daalde in april verder en sloeg daarmee om tot een krimp. Vooral voor Canada en Mexico was de daling uitgesproken, terwijl de indexen voor de Verenigde Staten en China een kleinere daling lieten zien, maar op positief terrein bleven. Deze vertraging volgt op een sterke Amerikaanse invoergroei in het eerste kwartaal van 2025, die voortkwam uit het vervroegen van invoer vooruitlopend op hogere heffingen. In lijn hiermee werden hogere uitvoercijfers waargenomen in landen die met hogere heffingen te maken hebben, waaronder Canada, verschillende Aziatische economieën en het Verenigd Koninkrijk. Volgens de macro-economische projecties van medewerkers van het Eurosysteem van juni 2025 zal de wereldwijde invoergroei (met uitzondering van het eurogebied) afnemen, van 4.1% in 2024 naar 3,1% in 2025, om vervolgens verder te dalen tot 1,7% in 2026 en daarna aan te trekken tot 3.1% in 2027. In de voorziene sterke vertraging komt het effect van de heffingen en de toegenomen onzekerheid over het handelsbeleid tot uitdrukking, waarbij dit laatste zwaar drukt op handelsintensieve vraagcomponenten zoals investeringen. Vergeleken met de projecties van maart is de verwachte groei van de wereldwijde invoer met 0,4 procentpunt naar beneden bijgesteld voor 2025 en met 1,4 procentpunt voor 2026, grotendeels als gevolg van de recentelijk opgelegde heffingen en, in mindere mate, de toegenomen onzekerheid over het handelsbeleid; voor 2027 blijft de invoergroei ongewijzigd. Deze herzieningen zijn grotendeels het gevolg van een aanzienlijk zwakkere invoer in de Verenigde Staten, evenals een zwakkere invoergroei in de rest van de wereld, waaronder China.

De totale inflatie in de landen van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) is gedaald. In april 2025 daalde de inflatie van de consumentenprijsindex (CPI) op jaarbasis voor alle OESO-landen (behalve Turkije) licht naar 2,6%, ten opzichte van 2,7% in maart (Grafiek 2). Achter deze lichte daling gaan echter twee tegengestelde ontwikkelingen schuil - het effect van de lagere inflatie bij de componenten voedingsmiddelen en energie staat tegenover de licht hogere CPI-kerninflatie, die steeg van 3,0% in maart naar 3,1%.

Grafiek 2

CPI-inflatie in OESO-landen

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: OESO en berekeningen van ECB-medewerkers.
Toelichting: Het OESO-aggregaat is exclusief Turkije en wordt berekend met behulp van de jaarlijkse CPI-gewichten voor de OESO. De meest recente waarnemingen betreffen april 2025.

Naar verwachting blijft de totale CPI-inflatie op jaarbasis in een brede groep ontwikkelde economieën en opkomende markten gedurende de projectieperiode gematigd. Voor de Verenigde Staten is de totale CPI-inflatie opwaarts herzien vanwege het effect van aanzienlijk hogere heffingen die meer dan 80% van de goedereninvoer van het land treffen. Van de ontwikkelde economieën is de inflatie in het Verenigd Koninkrijk voor dit jaar eveneens opwaarts bijgesteld, vanwege hoger dan aanvankelijk verwachte uitkomsten in de afgelopen maanden en een sterkere loongroei. De inflatievooruitzichten voor de Britse economie blijven voor de rest van de projectieperiode echter ongewijzigd. De inflatieprojecties voor de opkomende markteconomieën blijven in grote lijnen ongewijzigd ten opzichte van de projecties van maart 2025, doordat het effect van de verslechterde inflatievooruitzichten in Rusland werd gecompenseerd door een lagere verwachte inflatie in China. In de inflatievooruitzichten voor Rusland komen ongunstige structurele ontwikkelingen tot uitdrukking, waar in China de lagere inflatie het gevolg is van een zwakke binnenlandse vraag. Op jaarbasis zal de wereldwijd samengestelde totale CPI-inflatie naar verwachting nog steeds een neerwaartse trend volgen en afnemen van 4,0% in 2024 tot 3,3% dit jaar. Op de middellange termijn is de verwachting dat de inflatie zal blijven dalen tot 2,8% in 2026 en 2,5% in 2027.[3]

Tijdens de verslagperiode van 16 april tot 4 juni 2025 daalden de prijzen voor ruwe Brent-olie, doordat factoren aan de aanbodzijde zwaarder wogen dan het verbeterde marktsentiment. Aanvankelijk werden de olieprijs nog ondersteund door een herstel van het risicosentiment als gevolg van een afname van de handelsspanningen. Dit werd echter meer dan tenietgedaan door factoren aan de

[3] De projecties van ECB-medewerkers omvatten een bredere reeks landen, met name grote opkomende markten, zoals China, India, Brazilië en Rusland, die niet worden meegenomen in de CPI-inflatie in OESO-landen.

aanbodzijde, met name de recente beslissing van de OPEC+ om de productie in juli met 411.000 vaten per dag te verhogen – tot meer dan driemaal het oorspronkelijk geplande volume. In april had het kartel van olieproducerende landen onder leiding van Saoedi-Arabië de markten al verrast door een vergelijkbare productieverhoging voor mei aan te kondigen. Als deze productiestijging een permanent karakter krijgt, kan dit leiden tot grotere neerwaartse risico's voor de olieprijs. De dalende olieprijzen wegen nu zwaar al op de investeringsplannen van Amerikaanse producenten van schalieolie, aangezien de huidige prijzen hun marginale break-even niveau naderen of eronder zakken, d.w.z. de prijs die nodig is om winstgevend een nieuwe put te boren. Dit komt tot uiting in een scherpe daling van het aantal boorplatforms en actieve fracking-engineeringteams. Bovendien hebben verschillende producenten van schalieolie onlangs verminderingen van hun kapitaaluitgaven aangekondigd.

De Europese gasprijzen stegen tijdens de verslagperiode door een combinatie van vraag- en aanbodfactoren. Aanvankelijk daalden de gasprijzen door handelsspanningen en discussies binnen Europese instellingen over het versoepelen van de wettelijke opslagdoelstellingen voor het komende stookseizoen. Door deze ontwikkelingen belandden de kortlopende gasfutures onder de langetermijnprijzen, waardoor de spread tussen zomer- en winterfutures weer negatief werd. Dit vormde op zijn beurt weer een impuls om voorraden aan te vullen. De gasprijzen veerden daarna weer op onder invloed van de meest recente handelsovereenkomsten, ongeplande onderbrekingen bij Noorse LNG-verwerkers en het voornemen van de Europese Commissie om de invoer van Russisch gas geleidelijk tot 2027 af te bouwen. Ook de prijzen van metalen en voedingsmiddelen stegen, voornamelijk onder invloed van vraagfactoren. De voedselprijzen werden ondersteund door een veerkrachtige vraag naar cacao-halffabricaten, ondanks de scherpe stijging van de cacaoprijzen eerder dit jaar. De metaalprijzen stegen dankzij de oplopende koperprijzen, aanvankelijk door aanhoudende voorzorgsimporten in de Verenigde Staten vanwege bezorgdheid over hogere heffingen op geïmporteerd koper. Later werd dit nog versterkt door een verbeterd marktsentiment na de afname van de handelsspanningen tussen China en de Verenigde Staten.

In de Verenigde Staten zijn de groeivooruitzichten sinds het afsluiten van de macro-economische projecties van de medewerkers van de ECB van maart 2025 verslechterd. De reële bbp-groei werd licht negatief in het eerste kwartaal van 2025, doordat de vervroeging van de invoer resulteerde in een grote negatieve bijdrage van het handelssaldo. Tegelijkertijd bleef de binnenlandse vraag betrekkelijk robuust. De verwachting is echter dat deze afneemt naarmate het effect van de heffingen voelbaar wordt. Over het algemeen zullen de breed opgelegde en hoge heffingen naar verwachting de kosten van ingevoerde halffabricaten en eindproducten opdrijven, wat waarschijnlijk zal doorwerken in de binnenlandse prijzen. De projecties van juni 2025 wijzen op afgenomen handelsstromen en hogere productiekosten, maar ook op een lagere binnenlandse vraag doordat het reëel beschikbare inkomen van huishoudens daalt door hogere inflatie. Het negatieve effect van de heffingen op de vooruitzichten wordt nog versterkt door toenemende beleidsonzekerheid, wat aanzet tot voorzorgsbesparingen en uitstel van investeringen. Ook de krappere financieringsvoorwaarden, die negatieve welvaartseffecten en hogere financieringskosten met zich meebrengen, temperen de

vooruitzichten. Aan de nominale kant komt het effect van de prijsdruk door de heffingen nog niet tot uiting in de maatstaven voor de consumenteninflatie. De totale CPI-inflatie op jaarbasis daalde in april naar 2,3%, ten opzichte van 2,4% in maart. De CPI-kerninflatie voor de OESO-landen, exclusief voedingsmiddelen en energie, bleef in april onveranderd op 2,8%. Hoewel het effect van de heffingen nog niet duidelijk in de CPI-inflatiegegevens terugkomt, wijzen hoogfrequente prijsgegevens van grote detailhandelaren op een opwaartse druk, die voornamelijk het gevolg is van gestegen prijzen voor ingevoerde goederen, met name uit China. In mei liet het Federal Open Market Committee de doelbandbreedte voor de federal funds rate ongemoeid op 4,25-4,50% bij toenemende risico's en onzekerheid over de vooruitzichten.

In China was de reële bbp-groei in het eerste kwartaal van 2025 sterk, gestimuleerd door een robuuste binnenlandse vraag en vervroegde uitvoer. De hoge Amerikaanse heffingen en de aanhoudende correcties in de vastgoedsector zullen naar verwachting echter de toekomstige economische bedrijvigheid remmen. De bedrijvigheidsindicatoren verzwakten in april: de groei van de detailhandelsverkopen op jaarbasis daalde van 5,9% in maart maand tot 5,1% in april, maar bleef boven het gemiddelde van januari-februari. De groei van de industriële productie op jaarbasis daalde tot 6,1%, terwijl de investeringen bij alle componenten terugliepen. De PMI voor nieuwe exportorders in de verwerkende industrie is in april sterk gedaald. Over het geheel genomen wijzen de bedrijvigheidsgegevens op een verdere verzwakking van de toch al gematigde binnenlandse vraag, waarbij de hogere Amerikaanse heffingen de groeivooruitzichten op de korte termijn drukken. De deflatoire druk in de Chinese economie houdt aan. De totale CPI-inflatie op jaarbasis bleef in april negatief op -0,1%, terwijl de producentenprijsinflatie verder daalde naar -2,7%. Omdat de Amerikaanse heffingen op Chinese importproducten ondanks de tijdelijke handelsovereenkomst hoog blijven, blijft de druk op Chinese exporteurs aanhouden. Chinese exportbedrijven hebben dankzij hun huidige winstmarges de ruimte om hun uitvoerprijzen verder te verlagen. In combinatie met een aanhoudend zwakke binnenlandse vraag en industriële overcapaciteit zal de deflatie van de uitvoerprijzen waarschijnlijk aanhouden.

In het Verenigd Koninkrijk trok de reële bbp-groei in het eerste kwartaal van 2025 aan dankzij een sterke groei van de investeringen en de netto-handel. Deze opleving zal echter waarschijnlijk van korte duur zijn, omdat de groei naar verwachting zal afneemt door de toegenomen onzekerheid en de spanningen in de wereldhandel. De beschikbare kortetermijnindicatoren, waaronder PMI-enquêtes en indicatoren voor het consumenten- en ondernemersvertrouwen, wijzen op een vrij zwakke start van het tweede kwartaal van 2025. Ondanks recent positief nieuws over het handelsbeleid – waaronder bilaterale handelsovereenkomsten met de Verenigde Staten en India en een nieuwe overeenkomst met de EU – blijft de onzekerheid groot tegen de achtergrond van hoge heffingen. De totale CPI-inflatie op jaarbasis is in april sterk gestegen, van 2,6% in maart naar 3,5%, onder invloed van hogere diensten- en energie-inflatie, waar de kerninflatie voor goederen ongewijzigd bleef. Vooruitblikkend wordt verwacht dat de inflatie gedurende 2025 boven het streefcijfer van 2% van de Bank of England zal blijven. Tijdens de

meivergadering verlaagde de BoE de belangrijkste beleidsrente met 25 basispunten tot 4,25%.

2 Economische bedrijvigheid

Volgens de informatie die op de afsluitingsdatum beschikbaar was, groeide de economie van het eurogebied in het eerste kwartaal van 2025 met 0,3%, nadat deze in het vierde kwartaal van 2024 met 0,2% was gegroeid, met gematigde bijdragen van de binnenlandse vraag en het uitvoersaldo.[4] *De werkgelegenheid nam in het eerste kwartaal met 0,3% toe, in hetzelfde tempo als het bbp. In alle bedrijfstakken wordt verwacht dat de industriële activiteit zich herstelde door een grotere vraag naar kapitaalgoederen, deels omdat de handel werd vervroegd in afwachting van hogere tarieven. Tegelijkertijd groeide de dienstensector naar verwachting slechts gematigd. Enquête-indicatoren wijzen op een vertraging van de bedrijvigheid in het tweede kwartaal van 2025. In mei daalde de samengestelde Purchasing Manager's Index (PMI) bijna tot het niveau van de groeidrempel, terwijl de productie in de verwerkende industrie voor de derde maand op rij boven de groeidrempel lag. Tegelijkertijd namen de diensten licht af ten opzichte van het eerste kwartaal. Verdere tegenwind komt wellicht van toenemend protectionisme en handelsverstorende maatregelen, die de verwerkende industrie onevenredig hard zouden kunnen treffen in vergelijking met andere delen van de economie. Hoewel de arbeidsmarkt de afgelopen maanden is verzwakt, blijft deze solide. In de toekomst zullen de hoge mate van onzekerheid, de handelsspanningen en het aanhoudende verlies aan concurrentievermogen naar verwachting de snelheid van het economische herstel van het eurogebied afremmen. Toch zou het verwachte herstel worden ondersteund door hogere arbeidsinkomens en betaalbaardere kredieten, deels door eerdere renteverlagingen.*

Deze vooruitzichten komen tot uiting in het basisscenario van de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2025, waarin de reële bbp-groei op jaarbasis naar verwachting zal toenemen met 0,9% in 2025, 1,1% in 2026 en 1,3% in 2027.[5] *Daarnaast werden twee alternatieve scenario's opgesteld om een paar van de mechanismen te illustreren waarmee een verschillend handelsbeleid de groei en de inflatie zou kunnen beïnvloeden: (i) in een gematigd scenario wordt ervan uitgegaan dat de bilaterale heffingen tussen de Verenigde Staten en de EU worden opgeheven, en (ii) in een ernstig scenario wordt ervan uitgegaan dat de Amerikaanse heffingen over het geheel genomen verder stijgen, de EU symmetrische vergeldingsmaatregelen neemt en de onzekerheid over het handelsbeleid blijft toenemen. In het gematigde scenario zou de groei in 2025-26 iets sterker zijn dan in de basisprojecties. In het ernstige scenario zouden de groeivooruitzichten gedurende de hele projectieperiode aanzienlijk zwakker zijn.*

Volgens de flashraming van Eurostat steeg het reële bbp in het eerste kwartaal van 2025 met 0,3% op kwartaalbasis (Grafiek 3). Dit betekent dat de productie vijf kwartalen op rij is gestegen, ondanks discussies over handelstarieven, spanningen

[4] De reële bbp-groei op kwartaalbasis in het eurogebied werd opwaarts bijgesteld tot 0,6% in de publicatie van de gegevens op 6 juni, twee dagen na de afsluitingsdatum voor de gegevens in dit nummer van het Economisch Bulletin.

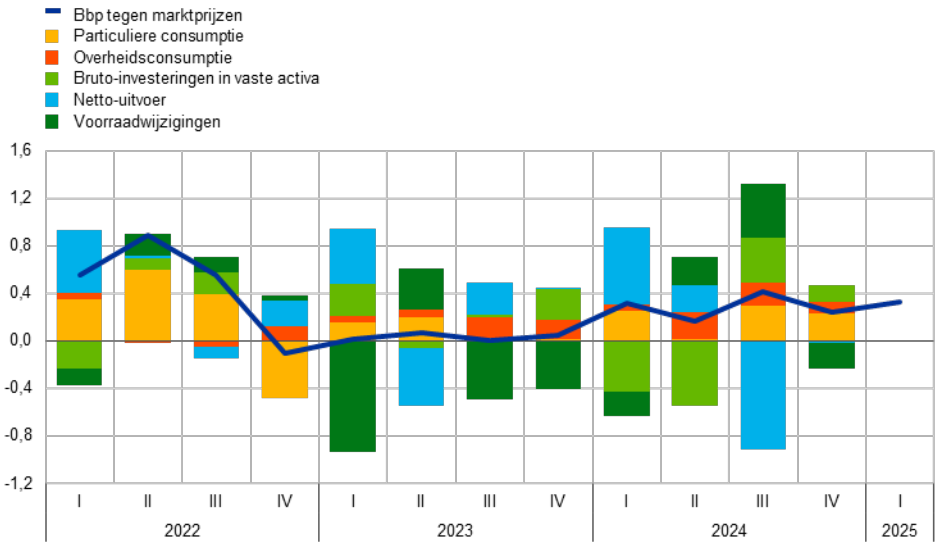
[5] Zie voor meer informatie de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2025, die op de website van de ECB werden gepubliceerd.

op de financiële markten en geopolitieke onzekerheid, wat de opvatting ondersteunt dat de economie van het eurogebied enige veerkracht opbouwt tegen mondiale schokken. De kortetermijnindicatoren en beschikbare landengegevens wijzen op een positieve, zij het bescheiden, bijdrage van de particuliere consumptie en de investeringen. Ook de netto-uitvoer leverde naar verwachting een positieve bijdrage, ondersteund door de vervroegde uitvoer naar de Verenigde Staten na de aankondiging van de tarieven. Aan de productiezijde herstelde de industriële sector zich waarschijnlijk dankzij de vervroegde uitvoer. De toegevoegde waarde in zowel de bouwnijverheid als de dienstensector lijkt in het eerste kwartaal ook gematigd positief te zijn gegroeid.

Grafiek 3

Reëel bbp van het eurogebied en samenstelling

(mutaties in procenten op kwartaalbasis; bijdragen in procentpunten)

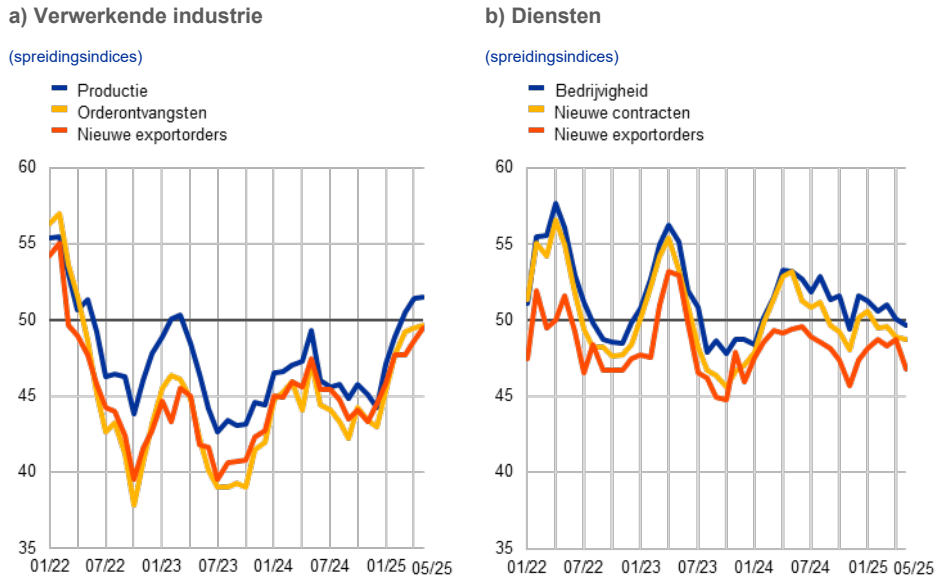


Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De recentste waarnemingen betreffen het eerste kwartaal van 2025 voor het bbp en het vierde kwartaal van 2024 voor de uitsplitsing van de bestedingen.

Enquêtegegevens wijzen op een groeivertraging in het tweede kwartaal van 2025, tegen de achtergrond van grote onzekerheid. De wereldwijde onzekerheid over het economische beleid – waaronder het handelsbeleid – blijft de kortetermijnvooruitzichten drukken. De samengestelde PMI voor de productie daalde licht tot gemiddeld 50,3 in april en mei (tegen 50,4 in het eerste kwartaal), wat wijst op een stagnerende productie. Terwijl de PMI voor de productie in de verwerkende industrie verbeterde tot een niveau dat sinds begin 2022 niet meer werd opgetekend, en nu op groei wijst, nam de bedrijvigheid in de dienstensector af tot een niveau dat duidt op een teruglopende activiteit (Grafiek 4). De PMI voor nieuwe orders – die van nature meer toekomstgericht is – laat een vergelijkbaar beeld zien, met over het algemeen matige resultaten die een verbeterende verwerkende industrie en een vertragende dienstensector verhullen. Na enkele positieve kortetermijneffecten, zoals een hogere productie als gevolg van de vervroegde uitvoer, kunnen de hogere tarieven de komende maanden een onevenredig negatief effect hebben op de verwerkende industrie in vergelijking met andere delen van de economie.

Grafiek 4

PMI-indicatoren voor de verschillende bedrijfstakken van de economie



Bron: S&P Global Market Intelligence.
Toelichting: De recentste waarnemingen betreffen mei 2025.

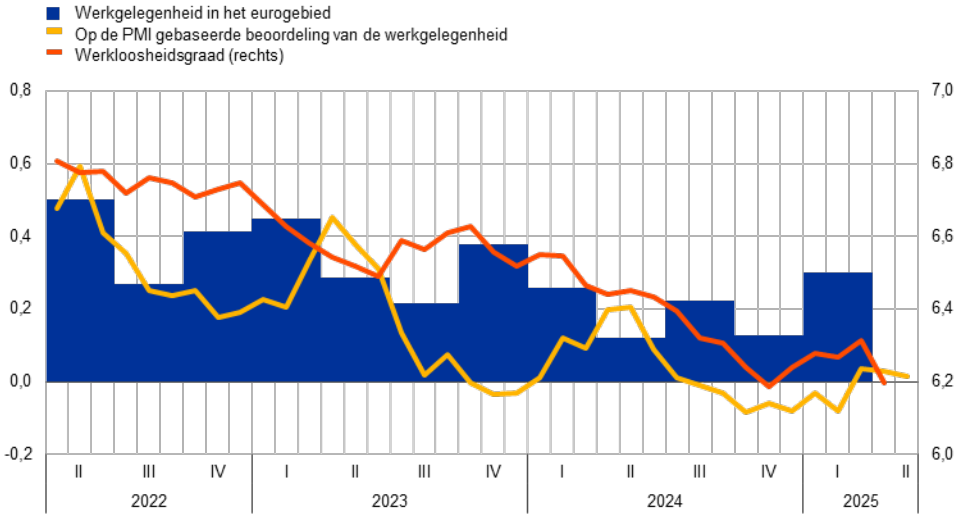
De werkgelegenheid steeg in het eerste kwartaal van 2025 met 0,3%. Na een meer gematigde stijging met 0,1% in het vierde kwartaal van 2024, steeg de werkgelegenheidsgroei in het eerste kwartaal van 2025 tot 0,3% (Grafiek 5).[6] Achter deze resultaten gaan uiteenlopende tendensen in het eurogebied schuil. Onder de belangrijkste landen van het eurogebied was de werkgelegenheidsgroei vooral toe te schrijven aan Italië en Spanje. Tegelijkertijd bedroeg de werkloosheidsgraad in april 6,2%, waarmee deze sinds medio 2024 ongeveer gelijk blijft. De vraag naar arbeid nam verder af, waarbij de vacaturegraad daalde tot 2,4% in het eerste kwartaal, 0,1 procentpunt onder het niveau van het vierde kwartaal van 2024.

6 De werkgelegenheidsgroei op kwartaalbasis in het eurogebied werd neerwaarts bijgesteld tot 0,2% in de publicatie van de gegevens op 6 juni, twee dagen na de afsluitingsdatum voor de gegevens in dit nummer van het Economisch Bulletin.

Grafiek 5

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

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



Bronnen: Eurostat, S&P Global Market Intelligence en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De twee lijnen geven de ontwikkelingen op maandbasis weer, de staven de kwartaalcijfers. De PMI wordt uitgedrukt als de afwijking van 50 en vervolgens gedeeld door 10 om de werkgelegenheidsgroei op kwartaalbasis te meten. De recentste waarnemingen betreffen het eerste kwartaal van 2025 voor de werkgelegenheid in het eurogebied, mei 2025 voor de op de PMI gebaseerde beoordeling van de werkgelegenheid en april 2025 voor de werkloosheidsgraad.

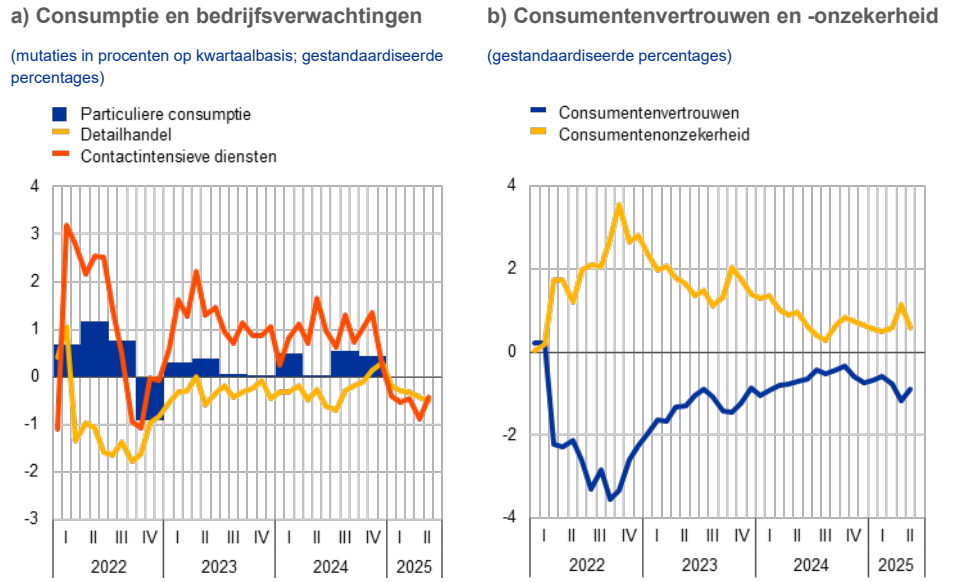
De kortetermijnindicatoren voor de arbeidsmarkt wijzen op een vlakke werkgelegenheidsgroei in het tweede kwartaal. De samengestelde PMI-werkgelegenheidsindicator op maandbasis daalde van 50,3 in april tot 50,2 in mei, wat duidt op een over het algemeen vlakke werkgelegenheidsgroei. De PMI-werkgelegenheidsindicator voor de dienstensector daalde van 51,3 in april tot 50,9 in mei, terwijl de PMI-werkgelegenheidsindicator voor de verwerkende industrie zich licht herstelde, van 47,4 tot 48,1.

De particuliere consumptie groeide in het eerste kwartaal van 2025 waarschijnlijk in een gematigder tempo. Na een stijging met 0,4% op kwartaalbasis in het vierde kwartaal van 2024 (Grafiek 6, paneel a), lijkt de groei van de particuliere consumptie in het eerste kwartaal van 2025 licht te zijn vertraagd, als gevolg van de gematigde bestedingen aan diensten en een verdere verzwakking van de consumptie van goederen. Recente gegevens wijzen op een afzwakkende dynamiek op korte termijn in de groei van de bestedingen van de huishoudens. Hoewel de indicator van het consumentenvertrouwen van de Europese Commissie in mei verbeterde door de afnemende handelsspanningen en nadat deze indicator in april sterk was gedaald, blijft deze gematigd en ver onder het gemiddelde voor het eerste kwartaal van het jaar (Grafiek 6, paneel b). Bovendien blijft de onzekerheid onder consumenten groot. De indicatoren van de Europese Commissie over de bedrijfsverwachtingen voor de vraag naar contactintensieve diensten stegen in mei, nadat ze in april nog verder negatief waren geworden (Grafiek 6, paneel a). De recentste Consumer Expectations Survey van de ECB geeft daarentegen aan dat de verwachte vakantieboekingen robuust blijven. Tegelijkertijd verbeterden in mei de consumentenverwachtingen voor grote aankopen in de komende 12 maanden,

terwijl de verwachtingen voor de detailhandel voor de vijfde maand op rij verder daalden. Ondanks de voortdurende steun van de recente koopkrachtstijging zal de aanhoudende onzekerheid over het economische beleid – voornamelijk tegen de achtergrond van de wereldwijde economische ontwikkelingen – in de toekomst wellicht de bestedingsbeslissingen van de huishoudens blijven drukken.

Grafiek 6

Particuliere consumptie, bedrijfsverwachtingen voor de detailhandel en de contactintensieve diensten; consumentenvertrouwen en -onzekerheid



Bronnen: Eurostat, Europese Commissie en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De bedrijfsverwachtingen voor de detailhandel (ongerekend motorvoertuigen) en de verwachte vraag naar contactintensieve diensten hebben betrekking op de komende drie maanden, 'contactintensieve diensten' hebben betrekking op diensten op het vlak van accommodatie, reizen en maaltijden. De reeks van de contactintensieve diensten is gestandaardiseerd voor de periode van 2005 tot 2019 en de consumentenonzekerheid is gestandaardiseerd voor de periode van april 2019 tot mei 2025 ten opzichte van het gemiddelde voor het vierde kwartaal van 2021, vanwege de beschikbaarheid van gegevens, terwijl alle andere reeksen zijn gestandaardiseerd voor de periode van 1999 tot 2019. De recentste waarnemingen betreffen het vierde kwartaal van 2024 voor de particuliere consumptie en mei 2025 voor alle andere componenten.

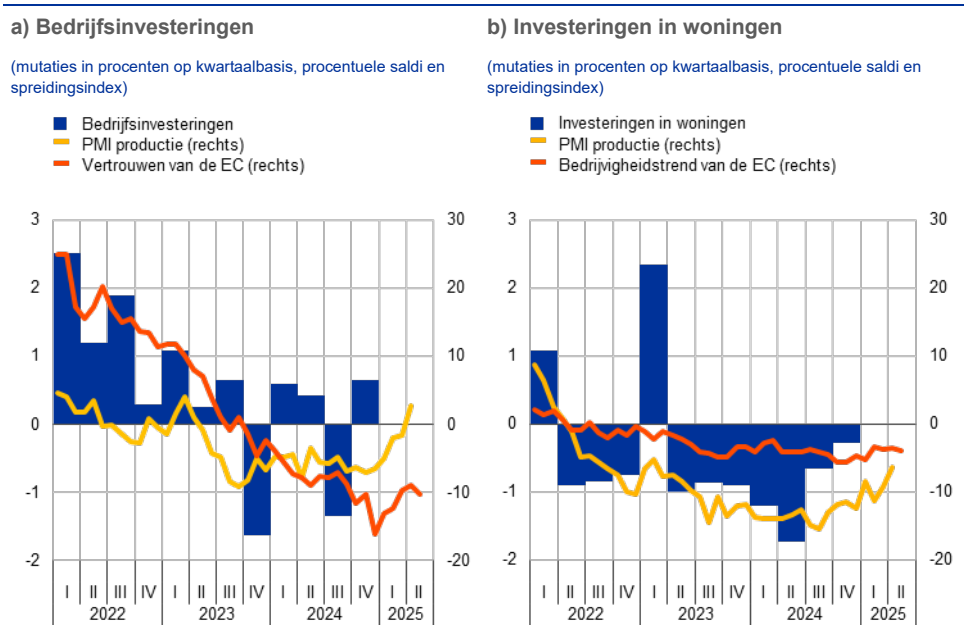
De bedrijfsinvesteringen werden in het eerste kwartaal van 2025 wellicht geschraagd door een zekere frontloading, maar zullen in de toekomst naar verwachting vertragen gezien de aanhoudende handelsspanningen.[7] De beschikbare indicatoren – zoals de productie van kapitaalgoederen, die in het eerste kwartaal met 0,6% op kwartaalbasis steeg, exclusief Ierland – weerspiegelen waarschijnlijk de vervroegde uitvoer en voorraadopbouw na de eerste wijzigingen (en de verwachte verdere wijzigingen) van de Amerikaanse heffingen, in plaats van een onderliggende versnelling van de investeringen. De huidige signalen blijven gemengd: de PMI's voor de kapitaalgoederensector – de producenten van veel investeringsgoederen – vertonen een aanzienlijke (maar wellicht tijdelijke) stijging van de productie, terwijl de vertrouwensindicator van de Europese Commissie voor de sector zwak blijft in de context van dalende productieverwachtingen (Grafiek 7, paneel a). Tegen deze achtergrond van toegenomen handelsspanningen en de daarmee gepaard gaande onzekerheid zullen de bedrijfsinvesteringen naar

[7] De gegevens uit de nationale rekeningen, gepubliceerd op 6 juni na de vergadering van de Raad van Bestuur, laten in het eerste kwartaal van 2025 een gestage groei met 0,7% op kwartaalbasis zien van de niet-bouwinvesteringen (exclusief Ierse immateriële activa), in lijn met het vierde kwartaal van 2024.

verwachting worden uitgesteld en in de loop van 2025 gematigd blijven. In de recentste halfjaarlijkse investeringsenquête van de Europese Commissie werd al gesuggereerd dat de groei in 2025 waarschijnlijk gematigd zou zijn. Informatie uit de laatste investeringsenquête van de ECB (zie Kader 3) en de Non-Financial Business Sector Dialogue van mei 2025 wijst ook op slechts een bescheiden toename van de investeringen over het jaar, aangezien bedrijven beslissingen uitstellen in het licht van de heersende onzekerheid.[8] Als de onzekerheid afneemt, de binnenlandse vraag toeneemt en de financieringsvoorwaarden versoepelen, zullen de investeringen in het eurogebied zich naar verwachting echter geleidelijk herstellen, mede dankzij verbeterde Europese en nationale beleidsinitiatieven, tenzij de handelsspanningen verder escaleren.

Grafiek 7

Dynamiek van de reële investeringen en enquêtegegevens



Bronnen: Eurostat, Europese Commissie (EC), S&P Global Market Intelligence en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De lijnen geven de ontwikkelingen op maandbasis weer, terwijl de staven naar de kwartaalgegevens verwijzen. De PMI's worden uitgedrukt als de afwijking van 50. In paneel a) worden de bedrijfsinvesteringen gemeten aan de hand van de niet-bouwinvesteringen, exclusief de Ierse immateriële activa. De kortetermijnindicatoren verwijzen naar de kapitaalgoederensector. In paneel b) verwijst de lijn van de trendindicator voor de bedrijvigheid van de Europese Commissie naar het gewogen gemiddelde van de beoordeling van de bedrijvigheidstrend in vergelijking met de voorgaande drie maanden door de bouwnijverheid en gespecialiseerde bouwnijverheid, zodanig herschaald dat deze dezelfde standaardafwijking heeft als de PMI. De lijn van de PMI productie verwijst naar de bedrijvigheid op de huizenmarkt. De recentste waarnemingen betreffen het vierde kwartaal van 2024 voor de investeringen, april 2025 voor de PMI productie en mei 2025 voor de indicatoren van de Europese Commissie.

De investeringen in woningen namen naar verwachting aanzienlijk toe in het eerste kwartaal van 2025. Volgens de beschikbare landengegevens stegen de investeringen in woningen in het eerste kwartaal van 2025 met 0,9% op kwartaalbasis, nadat ze in het vierde kwartaal van 2024 verder waren gedaald. De productie in de bouwnijverheid en de gespecialiseerde bouwnijverheid groeide met 0,3%, na een sterkere stijging met 0,7% in het voorgaande kwartaal. Vooruitkijkend geven de op enquêtes gebaseerde indicatoren van de bedrijvigheid gemengde signalen af. De trendindicator van de Europese Commissie voor de productie in de

[8] Zie voor meer informatie "Summary of the Non-Financial Business Sector Dialogue on 14 May 2025 via videoconference", ECB, 2025.

bouwnijverheid en de gespecialiseerde bouwnijverheid bleef in april en mei gemiddeld grotendeels stabiel, terwijl de PMI voor de woningbouwproductie in april een aanzienlijke verbetering liet optekenen (Grafiek 7, paneel b). Hoewel beide indicatoren negatief bleven, wordt verwacht dat de investeringen in woningen op korte termijn gematigd zullen stijgen. Deze vooruitzichten worden ondersteund door een aanhoudende stijging van het aantal bouwvergunningen voor woningen in het eerste kwartaal van 2025, evenals een aanzienlijke verbetering van de beoordeling door de Europese Commissie van de orderportefeuilles van bouwbedrijven in april en mei ten opzichte van het gemiddelde in het eerste kwartaal. Samen wijzen deze ontwikkelingen op een aantrekkende vraag naar nieuwe woningen, wat een goed voorteken is voor de toekomstige dynamiek van de investeringen in woningen.

De uitvoer van goederen uit het eurogebied steeg in het eerste kwartaal van 2025 aanzienlijk, gestimuleerd door de frontloading in verband met de Amerikaanse heffingen, maar er zijn nog steeds problemen. Frontloading als reactie op de dreigende Amerikaanse heffingen stimuleerde de goederenuitvoer naar landen buiten het eurogebied, die in het eerste kwartaal van 2025 aanzienlijk steeg (met 4,9% op driemaandelijkse basis). Dit kwam hoofdzakelijk door de uitvoer van farmaceutische producten, vooral uit Ierland en via Zwitserland, maar ook uit Duitsland, Frankrijk en Italië. Hoewel er de komende maanden meer frontloading kan plaatsvinden, wordt er verwacht dat hogere tarieven, beleidsonzekerheid en de waardestijging van de euro in de toekomst tegenwind zullen veroorzaken voor de uitvoervolumes. Aan de invoerzijde zullen de waardestijging van de euro en de verlegging van het handelsverkeer als gevolg van de handelsspanningen tussen de VS en China de invoerprijzen wellicht temperen, aangezien meer dan de helft van de gematigde groei van de goedereninvoer met 1,3% op driemaandelijkse basis in het eerste kwartaal te danken was aan de toenemende invoer uit China.

In vergelijking met de projecties van maart 2025 is de reële bbp-groei ongewijzigd voor 2025 en 2027, maar licht naar beneden bijgesteld voor 2026. Volgens de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties van juni 2025 zal de economie in 2025 met 0,9% groeien, in 2026 met 1,1% en in 2027 met 1,3%. De ongewijzigde prognose voor 2025 weerspiegelt een sterker dan verwacht eerste kwartaal in combinatie met zwakkere vooruitzichten voor de rest van het jaar. Hoewel de onzekerheid over het handelsbeleid op korte termijn naar verwachting de bedrijfsinvesteringen en de uitvoer zal drukken, zullen de stijgende overheidsinvesteringen in verband met de uitgaven voor defensie en infrastructuur de groei op middellange termijn in toenemende mate ondersteunen. Hogere reële inkomens en een robuuste arbeidsmarkt zullen huishoudens in staat stellen om meer uit te geven. In combinatie met gunstigere financieringsvoorwaarden zou dit de economie weerbaarder moeten maken tegen wereldwijde schokken.

3 Prijzen en kosten

De totale inflatie in het eurogebied ligt momenteel dicht bij de doelstelling van de Raad van Bestuur van 2% op middellange termijn. Volgens de flashraming van Eurostat nam ze in mei 2025 af tot 1,9%, tegen 2,2% in april. Deze daling is uitsluitend toe te schrijven aan een daling van de HICP-inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen (HICPX), die verband hield met een aanzienlijke afname van de diensteninflatie. De voedselinflatie steeg, terwijl de energie-inflatie en de inflatie van niet-energetische industriële goederen onveranderd bleef. De meeste maatstaven van de onderliggende inflatie geven aan dat de inflatie zich duurzaam zal stabiliseren rond de ECB-doelstelling van 2% op middellange termijn. De loongroei ligt nog altijd hoog, maar blijft zichtbaar afnemen en de winsten temperen deels het effect ervan op de inflatie. De meeste maatstaven voor de inflatieverwachtingen op langere termijn liggen nog steeds rond 2%. De inflatie is zich grotendeels volgens de verwachtingen van de medewerkers van het Eurosysteem blijven ontwikkelen.

Volgens de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2025 zal de totale inflatie gemiddeld 2,0% bedragen in 2025, 1,6% in 2026 en 2,0% in 2027. De neerwaartse herzieningen van de totale inflatie voor 2025 en 2026 in vergelijking met de vorige projecties zijn voornamelijk toe te schrijven aan lagere aannames voor de energieprijzen en een sterkere euro, en een lagere kerninflatie in 2026.[9] *Door de toegenomen onzekerheid werden in de door medewerkers samengestelde projecties van juni, in alternatieve illustratieve scenario's, sommige mechanismen onderzocht waarmee een verschillend handelsbeleid de inflatie zou kunnen beïnvloeden. Als de handelsspanningen op een gunstige manier zouden verdwijnen, zou de inflatie iets hoger liggen dan in de bovenstaande basisprojecties, terwijl ze bij een escalatie onder het basisscenario zou dalen.*[10]

Volgens de flashraming van Eurostat daalde de totale inflatie in het eurogebied, gemeten aan de hand van de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP), tot 1,9% in mei, tegen 2,2% in april (Grafiek 8). Deze afname was uitsluitend toe te schrijven aan een daling van de HICP-inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen (HICPX), die verband hield met een lagere diensteninflatie. De energie-inflatie bleef in mei onveranderd op -3,6%, als gevolg van een sterk opwaarts basiseffect, wat wil zeggen dat een aanzienlijke daling op maandbasis werd verhuld door een vergelijkbaar grote daling een jaar eerder. De voedselinflatie steeg daarentegen tot 3,3% in mei, tegen 3,0% in april. Deze stijging was het gevolg van een hoger jaar-op-jaar stijgingstempo van de prijzen van bewerkte voedingsmiddelen, dat de daling van de jaar-op-jaar prijsstijging van onbewerkte voedingsmiddelen ruimschoots compenseerde. De HICPX-inflatie daalde in mei tot 2,3%, tegen 2,7% in april. Dat weerspiegelde een afname van de diensteninflatie tot 3,2% in mei, tegen 4,0% in april, terwijl de inflatie van de niet-energetische industriële goederen voor de vierde opeenvolgende maand

[9] Zie de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2025, die op 5 juni 2025 werden gepubliceerd op de website van de ECB.

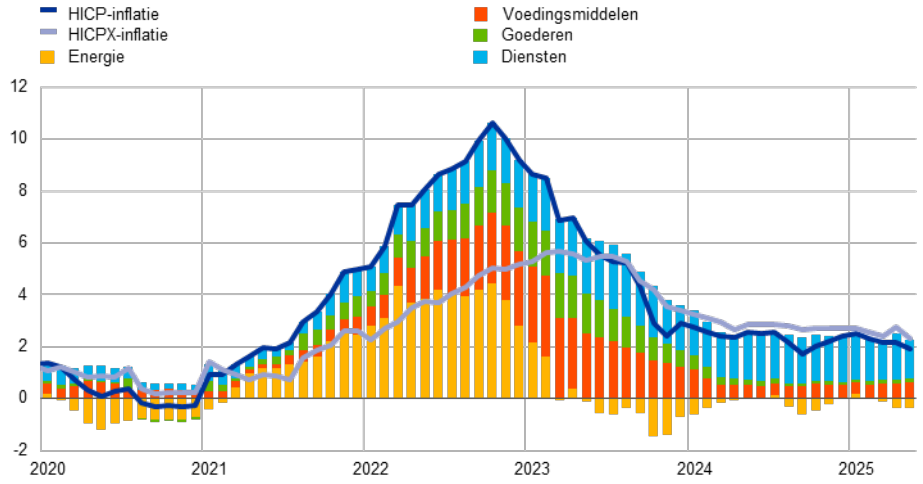
[10] Voor meer informatie over de projecties met betrekking tot alternatieve handelsbeleidsscenario's, zie Kader 2, "US tariffs and trade policy uncertainty", in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2025.

ongewijzigd bleef op een gematigd niveau van 0,6%. De daling van de diensteninflatie in mei zou een correctie kunnen zijn voor de prijsstijging van de reisgelateerde diensten in april, wat te maken had met de paasperiode.

Grafiek 8

Totale inflatie en de belangrijkste componenten ervan

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.
Toelichting: 'Goederen' verwijst naar niet-energetische industriële goederen. De meest recente gegevens betreffen mei 2025 (flashraming van Eurostat).

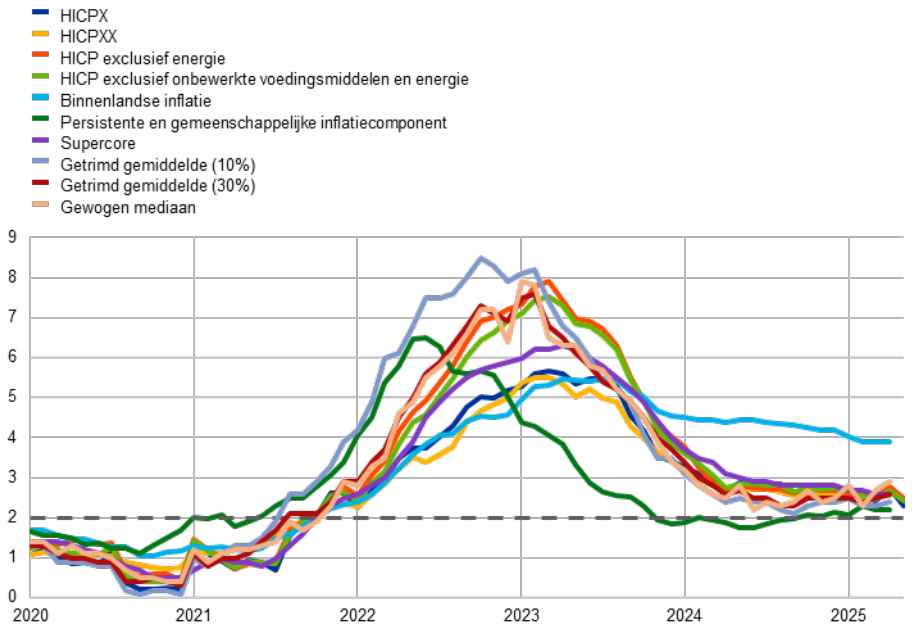
Uit de voor mei beschikbare gegevens blijkt dat de maatstaven van de onderliggende reisgelateerde diensteninflatie afnamen na een toename in april, terwijl andere indicatoren, die slechts beschikbaar zijn tot april, een gemengd beeld laten zien. In april 2025 varieerden de indicatorwaarden van de onderliggende inflatie tussen 2,2% en 2,9%.[11] Uit de voor mei beschikbare gegevens blijkt dat de HICP exclusief energie en de HICP exclusief energie en onbewerkte voedingsmiddelen, die de reisgerelateerde dienstencomponenten omvatten, afnamen tot respectievelijk 2,5% en 2,4%, tegenover 2,8% en 2,7% in april. De HICP-inflatie exclusief reisgerelateerde dienstencomponenten, kleding en schoeisel (HICPXX) bleef in april daarentegen onveranderd op 2,6%. De persistente en gemeenschappelijke inflatiecomponent (Persistent and Common Component of Inflation - PCCI), doorgaans de beste indicator van de onderliggende inflatie om de toekomstige totale inflatie te voorspellen, bleef ongewijzigd aan de onderzijde van de marge, op 2,2%, terwijl de indicator op basis van de gewogen mediaan toenam tot 2,9%. De Supercore-indicator, die de conjunctuurgevoelige HICP-componenten omvat, bleef op 2,6%. De binnenlandse inflatie, die sommige reisartikelen buiten beschouwing laat, maar wel accommodatie omvat, bedroeg voor de derde opeenvolgende maand 3,9%.

[11] April 2025 is de laatste maand waarvoor alle indicatoren beschikbaar zijn.

Grafiek 9

Indicatoren van de onderliggende inflatie

(mutaties in procenten per jaar)



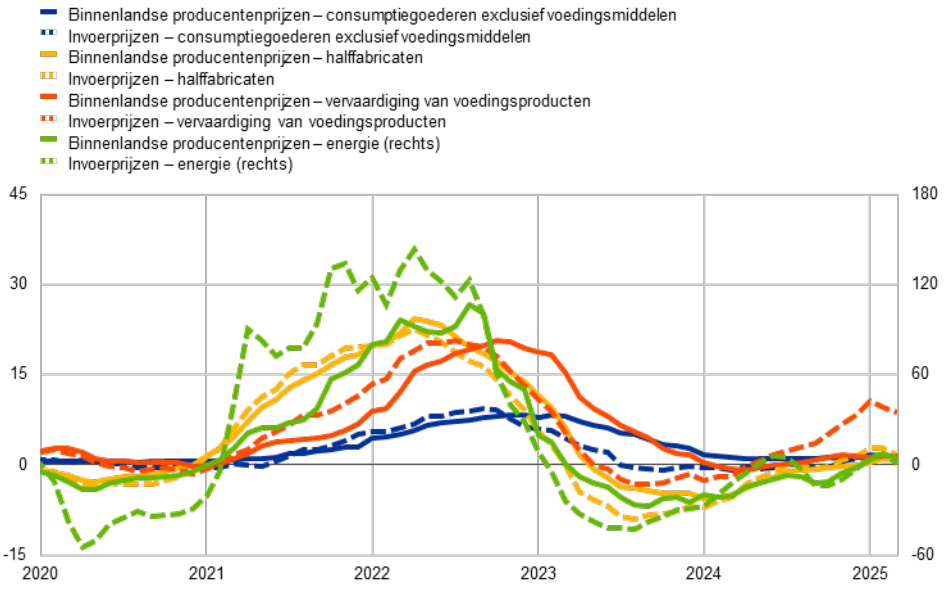
Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De grijze onderbroken lijn geeft de ECB-inflatiedoelstelling van 2% op middellange termijn weer. De recentste gegevens betreffen mei 2025 (flashraming van Eurostat) voor de HICPX, de HICP exclusief energie en de HICP exclusief onbewerkte voedingsmiddelen en energie, en april 2025 voor alle andere indicatoren.

De meeste indicatoren van de druk op het productieproces van goederen namen af in maart en bleven op een gematigd peil (Grafiek 10). In de vroege stadia van de prijsketen nam de producentenprijsinflatie voor energie af van 7,6% in februari tot 3,8% in maart. Het groeitempo op jaarbasis van de producentenprijzen voor binnenlandse verkopen van halffabricaten nam af tot 0,8% in maart, tegen 0,9% in februari. In de latere stadia van de prijsketen daalde de binnenlandse producentenprijsinflatie voor consumptiegoederen exclusief voedingsmiddelen van 1,5% in februari tot 1,4% in maart, terwijl het groeitempo van de producentenprijzen voor de vervaardiging van voedingsmiddelen toenam van 1,4% tot 1,6%. De invoerprijsinflatie voor bewerkte voedingsmiddelen daalde van 9,6% in februari tot 8,8% in maart, wat nog altijd hoog is. Voor halffabricaten daalde de groei op jaarbasis van de invoerprijzen van 2,7% tot 1,7%. De lagere invoerprijsinflatie weerspiegelt ook deels de recente appreciatie van de euro.

Grafiek 10

Indicatoren van de druk op het productieproces

(mutaties in procenten per jaar)



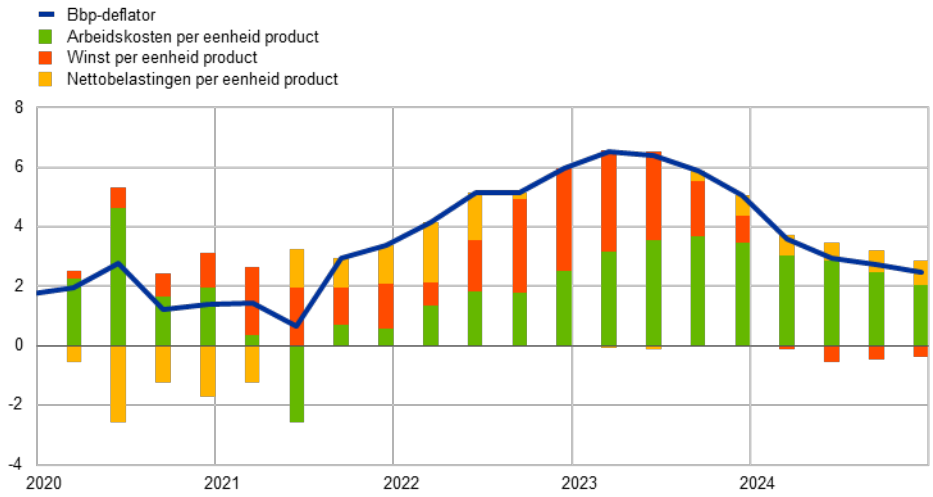
Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De recentste waarnemingen betreffen maart 2025.

De binnenlandse kostendruk, zoals afgemeten aan de groei van de bbp-deflator, daalde tijdens het vierde kwartaal van 2024 voor het zevende opeenvolgende kwartaal (Grafiek 11). De recentste gegevens uit de nationale rekeningen voor de binnenlandse kostendruk voor het eurogebied betreffen het vierde kwartaal van 2024. De groei op jaarbasis van de bbp-deflator vertraagde in het vierde kwartaal van 2024 tot 2,5%, tegen 2,7% in het voorgaande kwartaal. Dat is toe te schrijven aan een kleinere bijdrage van de loonkosten per eenheid product en een negatieve bijdrage van de winst per eenheid product, waardoor de lichte toename van de nettobelastingen per eenheid product teniet werd gedaan. De indicatoren voor de loongroei die in het eerste kwartaal van 2025 beschikbaar waren, bevestigen een verdere vertraging van de groei van de loonkosten. De flashraming van de arbeidskostenindex wees op een daling tot 3,3% in het eerste kwartaal van 2025, tegen 4,1% in het vierde kwartaal van 2024. De groei van de contractlonen nam ook af, tot 2,4% in het eerste kwartaal van 2025, tegen 4,1% in het voorgaande kwartaal. De vooruitkijkende loontracker van de ECB, die de gegevens tot mei 2025 bevat over de contractlonen, blijft wijzen op een afnemende druk op de loongroei in heel 2025.

Grafiek 11

Uitsplitsing van de bbp-deflator

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De loonsom per werknemer draagt positief bij tot veranderingen in de arbeidskosten per eenheid product. De arbeidsproductiviteit draagt negatief bij. De recentste waarnemingen betreffen het vierde kwartaal van 2024.

Tijdens de periode van de vergadering van de Raad van Bestuur in april bleven de marktgebaseerde en op enquêtes gebaseerde indicatoren van de inflatieverwachtingen op langere termijn grotendeels onveranderd, terwijl de marktgebaseerde maatstaven van de inflatiecompensatie op korte termijn tot onder 2% daalden (Grafiek 12). Zowel in de Survey of Professional Forecasters van de ECB voor het tweede kwartaal van 2025 als in de Survey of Monetary Analysts van de ECB van juni 2025 beliepen de gemiddelde en de mediane inflatieverwachtingen op langere termijn nog altijd 2%. De enquêteverwachtingen op kortere termijn voor 2025 beliepen ook ongeveer 2%, met kleine veranderingen die de recente gegevensresultaten en het prijsverloop van de energiegrondstoffen weerspiegelden. De eenjaars toekomstige inflatieswaprente één jaar vooruit, een marktgebaseerde maatstaf van de inflatiecompensatie op korte termijn, daalde tijdens de verslagperiode met 0,2 procentpunt, tot ongeveer 1,7%, wat erop wijst dat de marktdeelnemers de handelsonzekerheid in het eurogebied voornamelijk als desinflatoir beschouwen. Op middellange en langere termijn maakte de inflatiecompensatie, na de aankondigingen over Amerikaanse heffingen, de fors opwaartse herbeprijzing naar aanleiding van de begrotingsaankondiging van de Duitse regering grotendeels ongedaan. Hierdoor bleef de vijfjaars toekomstige inflatieswaprente vijf jaar vooruit dicht bij 2%. De inflatieverwachtingen op korte termijn van de consumenten namen licht toe, terwijl hun verwachtingen op middellange termijn stabiel bleven. Volgens de Consumer Expectations Survey van de ECB van april 2025 stegen de mediane verwachtingen voor de totale inflatie in de komende 12 maanden van 2,9% in maart tot 3,1% in april. De verwachtingen voor drie jaar vooruit bleven daarentegen ongewijzigd op 2,5%. Tegelijkertijd bleef het mediane peil van de gevoelsinflatie tijdens de afgelopen 12 maanden ook op 3,1%. De opleving in de inflatieverwachtingen op korte termijn is mogelijk toe te schrijven aan een toename van de inflatieonzekerheid en een verslechterd economisch sentiment van de deelnemers aan de enquête.

Grafiek 12

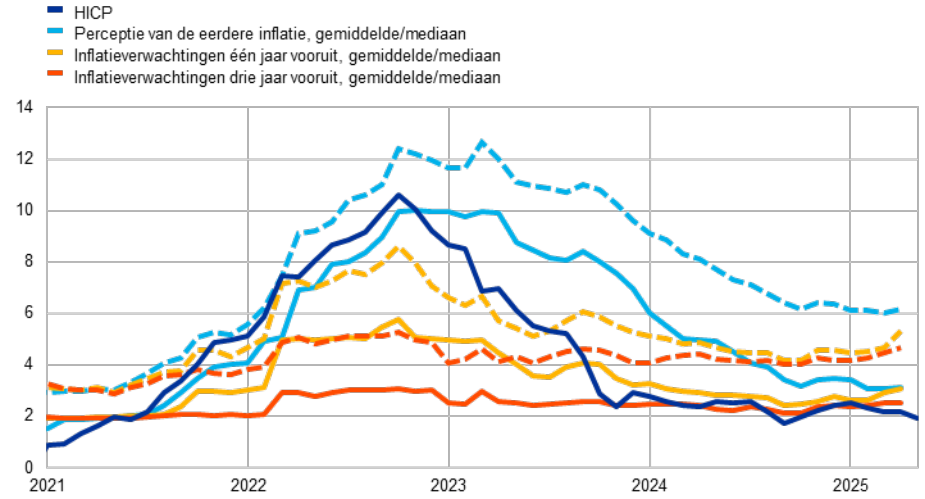
Marktgebaseerde maatstaven van inflatiecompensatie en inflatieverwachtingen van de consumenten

a) Marktgebaseerde maatstaven van inflatiecompensatie

(mutaties in procenten per jaar)

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

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: LSEG, Eurostat, ECB Consumer Expectations Survey en berekeningen van de ECB.
Toelichting: Paneel a) toont de toekomstige inflatieswaprentes voor verschillende looptijden in het eurogebied. De verticale grijze lijn geeft het begin van de verslagperiode op 6 maart 2025 aan. In paneel b) geven de onderbroken lijnen het gemiddelde en de volle lijnen de mediaan weer. De recentste waarnemingen betreffen 4 juni 2025 voor paneel a), mei 2025 (flashraming van Eurostat) voor de HICP en april 2025 voor de overige maatstaven in paneel b).

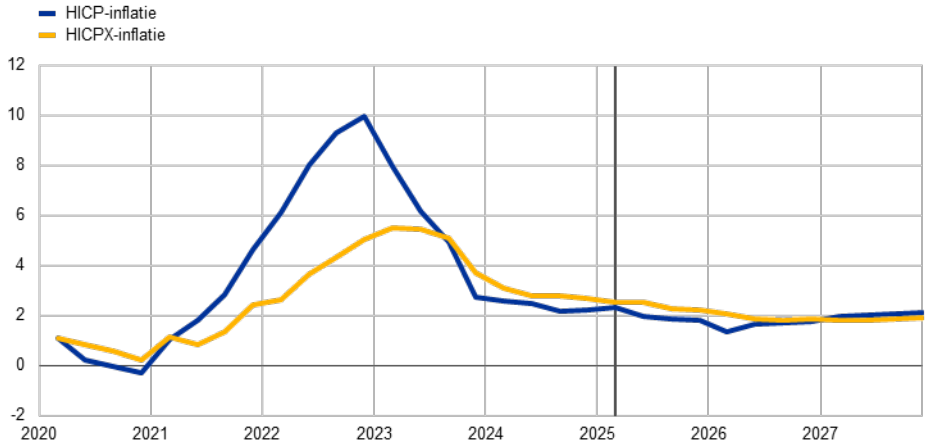
De projecties van juni 2025 voorspellen dat de totale inflatie gemiddeld 2,0% zal bedragen in 2025, 1,6% in 2026 en daarna opnieuw 2,0% in 2027 (Grafiek 13). De totale inflatie zal in het tweede kwartaal van 2025 naar verwachting tot onder 2% dalen en begin 2026 een dieptepunt van ongeveer 1,4% bereiken als gevolg van een daling in alle hoofdcomponenten: energie, voedingsmiddelen en de kerninflatie (die laatste voornamelijk onder invloed van de diensten). In 2027 zal de totale inflatie wellicht toenemen. Die verwachte toename is vooral het gevolg van een tijdelijk opwaarts effect van de energie-inflatie in 2027 door begrotingsmaatregelen in verband met de klimaattransitie, in het bijzonder de

invoering van een nieuw emissiehandelssysteem. Vergeleken met de projecties van maart 2025 zijn de vooruitzichten voor de totale inflatie voor zowel 2025 als 2026 neerwaarts bijgesteld met 0,3 procentpunt, maar voor 2027 grotendeels onveranderd gebleven. De neerwaartse bijstelling voor 2025 is uitsluitend toe te schrijven aan de energie-inflatie, als gevolg van zwakker dan verwachte gegevens en lagere aannames voor de olie-, gas- en elektriciteitsprijzen. De HICPX-inflatie zal naar verwachting gemiddeld 2,4% bedragen in 2025 en 1,9% in 2026 en 2027, aangezien de effecten van eerdere grote schokken op de diensteninflatie verder wegebben. Vergeleken met de projecties van maart 2025 werd de HICPX-inflatie voor 2025 met 0,2 procentpunt naar boven bijgesteld en voor 2026 met 0,1 procentpunt naar beneden herzien.

Grafiek 13

HICP- en HICPX-inflatie van het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2025.
Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het laatste kwartaal vóór de aanvang van de projectieperiode weer. De recentste waarnemingen betreffen het eerste kwartaal van 2025 voor de gegevens en het vierde kwartaal van 2027 voor de projecties. De projecties van juni 2025 werden op 21 mei 2025 afgerond en de afsluitingsdatum voor de technische aannames was 14 mei 2025. Zowel de historische als de verwachte gegevens voor de HICP- en de HICPX-inflatie worden elk kwartaal gerapporteerd.

4 Ontwikkelingen op de financiële markten

Tijdens de verslagperiode van 6 maart tot en met 4 juni 2025 werden de ontwikkelingen op de financiële markten in het eurogebied voornamelijk bepaald door de toegenomen onzekerheid over het handelsbeleid. De aankondiging van ingrijpende Amerikaanse invoerheffingen op 2 april leidde tot een scherpe herprijzing van financiële activa. Na de opschorting van deze heffingen herstelden de risicoactivamarkten zich weer. De verhoogde onzekerheid met betrekking tot de invoerheffingen en de sombere economische vooruitzichten bleven de financiële markten echter drukken. Over het geheel genomen verschoof de termijncurve van de risicovrije kortetermijnrente voor de euro (€STR) naar een lager niveau, waarbij de markten aan het einde van de verslagperiode bijna 60 basispunten aan cumulatieve renteverlagingen in het eurogebied hadden ingeprijsd voor eind 2025. Ook het rendement op langlopende overheidsobligaties daalde als gevolg van handelsspanningen, wat gepaard ging met een daling van de spreads ten opzichte van de overeenkomstige rente op daggeldrenteswaps (overnight index swap – OIS). *Op de mondiale aandelenmarkten was er sprake van een uitgesproken V-vormig patroon, waarbij de aandelenindex van het eurogebied aan het einde van de verslagperiode ondanks aanzienlijke schommelingen vrijwel onveranderd bleef. De spreads op bedrijfsobligaties in het eurogebied namen toe, in het kredietwaardige segment en met name in het hoogrenderende segment. Op de valutamarkten is de euro zowel ten opzichte van de Amerikaanse dollar (5,4%) als op handelsbasis (2,5%) aanzienlijk in waarde gestegen.*

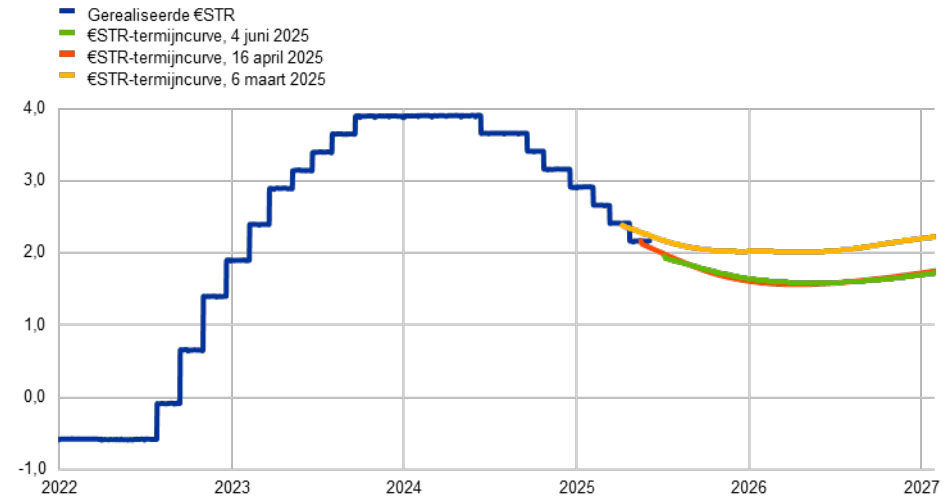
Tijdens de verslagperiode daalde de risicovrije rente in het eurogebied aanzienlijk doordat marktdeelnemers hun verwachtingen dat de rente op de depositofaciliteit op korte termijn zou worden verlaagd, naar boven bijstelden (Grafiek 14). De kortetermijnrente voor de euro (euro short-term rate – €STR) kwam aan het einde van de verslagperiode uit op 2,17 %, nadat de Raad van Bestuur tijdens zijn vergaderingen in maart en april zoals alom verwacht had besloten om de basisrentetarieven van de ECB met 25 basispunten te verlagen. De overliquiditeit daalde met ongeveer € 117 miljard tot € 2.710 miljard. Dit was voornamelijk het gevolg van de afbouw van de portefeuilles van voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten, waarbij het Eurosysteem de aflossingen op effecten die de vervaldatum hebben bereikt, niet langer herinvesteerde in zijn programma's voor de aankoop van activa. Vlak voor het begin van de verslagperiode zorgden de aankondiging van een geplande budgettaire expansie in Duitsland en initiatieven om de militaire uitgaven in de EU te stimuleren (het "ReArm Europe Plan") voor een opwaartse verschuiving van de termijncurve. Tegen de achtergrond van oplopende internationale handelsspanningen is een aanzienlijk deel van deze opwaartse verschuiving echter geleidelijk weer ongedaan gemaakt. De aankondiging van de Amerikaanse invoerheffingen op 2 april 2025 en de daaropvolgende escalatie van de mondiale handelsspanningen leidden tot een uitgesproken neerwaartse herprijzing van de €STR-termijncurve, als gevolg van verwachtingen van een snellere versoepeling van het monetair beleid in het eurogebied. De stroom van positievere berichtgeving over de invoerheffingen zorgde voor verlichting op de financiële markten – met name de aankondiging begin april dat de aanvullende Amerikaanse invoerheffingen met 90 dagen werden opgeschort en berichten over de

overeenkomsten tussen de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk en tussen de Verenigde Staten en China. Vervolgens drukten nog meer negatieve handelsgerelateerde berichten de rentevooruitzichten echter opnieuw. Aan het einde van de verslagperiode hielden de marktpartijen rekening met cumulatieve renteverlagingen van bijna 60 basispunten tegen eind 2025, ongeveer 35 basispunten meer dan ingeprijsd aan het begin van de verslagperiode. Ook de risicovrije lange rente in het eurogebied daalde tijdens de verslagperiode, zij het in mindere mate dan de risicovrije kortere rentes, aangezien de nominale tienjaars OIS-rente in deze periode met 18 basispunten daalde tot 2,4%.

Grafiek 14

€STR-termijnrente

(procenten op jaarbasis)



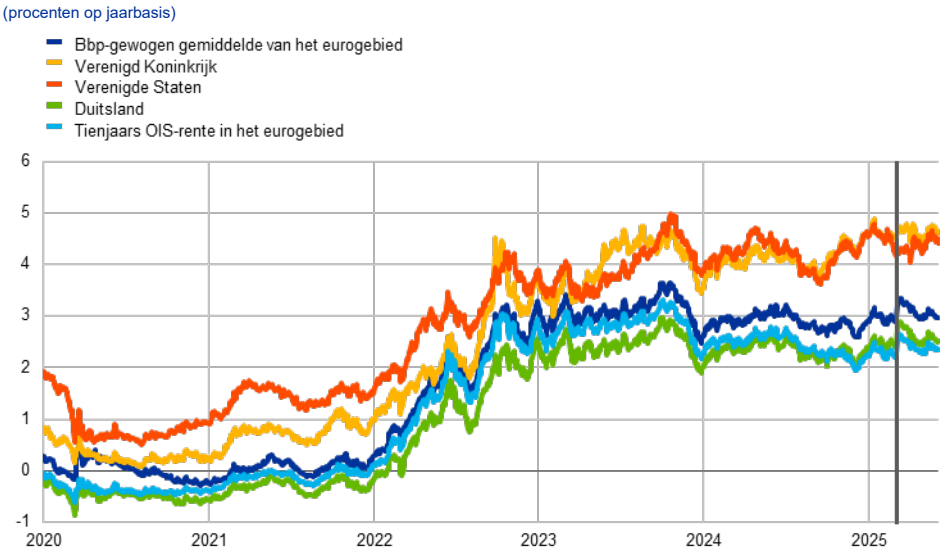
Bronnen: Bloomberg en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De termijncurve wordt geraamd aan de hand van de spotkoersen van de OIS (€STR).

Ook de rendementen op langlopende overheidsobligaties daalden tegen de achtergrond van handelsspanningen, wat gepaard ging met een daling van de spreads (Grafiek 15). Het tienjaars bbp-gewogen rendement op overheidsobligaties in het eurogebied kwam aan het eind van de verslagperiode uit op circa 3%, een daling van 36 basispunten ten opzichte van het oorspronkelijke niveau, waarbij de spreads ten opzichte van de OIS-rente met 19 basispunten daalden. Tijdens de verslagperiode deden zich tussentijdse schommelingen voor, evenals verschillen tussen de landen die verband hielden met de handelsontwikkelingen. Onmiddellijk na de eerste aankondiging van de Amerikaanse tarieven op 2 april 2025 en de daaruit voortvloeiende toename van de onzekerheid, stegen de koersen van staatsobligaties in het eurogebied, waarbij de koersen van Duitse obligaties een opmerkelijke stijging noteerden. Ondertussen kwamen Amerikaanse staatsobligaties (samen met de Amerikaanse dollar) onder druk te staan naarmate er twijfel ontstond over hun status als veilige haven en over de invloed van invoerheffingen op de Amerikaanse inflatie. Sommige van deze effecten zijn inmiddels omgeslagen na de aankondiging van de pauzering van de extra heffingen met 90 dagen en de de-escalatie van de handelsspanningen tussen de Verenigde Staten en China, waardoor de rendementen op Duitse obligaties toenamen en de spreads van de

hogerrenderende landen van het eurogebied verkleinden. Het tienjaars rendement op Amerikaanse staatsobligaties schommelde gedurende de verslagperiode aanzienlijk en kwam uiteindelijk uit op circa 4,4%, zo'n 13 basispunten hoger dan aan het begin van de periode. Deze stijging van het rendement op Amerikaanse obligaties werd veroorzaakt door een combinatie van factoren, waaronder de recentelijk verscherpte aandacht voor de stijgende schuldniveaus van het land en het recente besluit van Moody's om de kredietwaardigheid te verlagen.

Grafiek 15

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

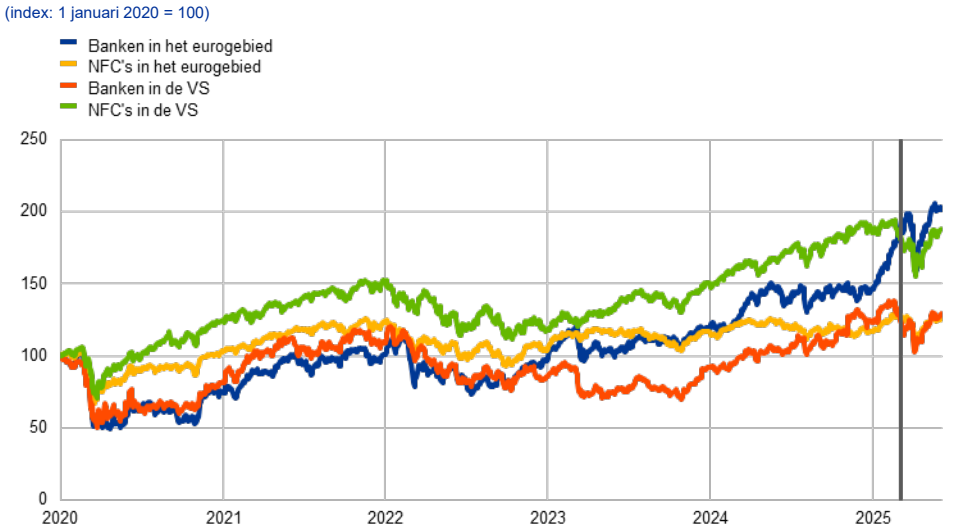


Bronnen: LSEG en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het begin van de verslagperiode per 6 maart 2025 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 4 juni 2025.

De mondiale aandelenmarkten vertoonden een uitgesproken V-vormig patroon, waarbij de aandelenindex van het eurogebied aan het einde van de verslagperiode grotendeels ongewijzigd bleef (Grafiek 16). De Duitse aankondiging ten aanzien van begrotingsuitgaven begin maart leidde tot een sterke stijging van de Europese aandelenmarkten. De aankondiging van de Amerikaanse invoerheffingen op 2 april leidde echter tot een scherpe verkoopgolf op de mondiale aandelenmarkten, wat zorgde voor volatiliteitspieken in de markt. Wereldwijd herstelden de aandelenkoersen zich snel van deze aan de Amerikaanse heffingen gerelateerde verliezen na de aankondiging van een opschorting van 90 dagen, ondanks de aanhoudende handelsonzekerheid. Rond eind mei zakten de Europese aandelenkoersen ietwat in nadat de Amerikaanse regering een heffing van 50% op Europese invoer aankondigde, maar veerden deze snel weer op door het uitstel van deze heffingen tot 9 juli. Gedurende de verslagperiode als geheel zijn de aandelenindices in het eurogebied globaal onveranderd gebleven: de aandelen van niet-financiële ondernemingen (non-financial corporations – NFC's) daalden met 1,4% en die van banken stegen met 3,3%. De Amerikaanse aandelenmarktindices daarentegen stegen over de hele linie met ongeveer 4,4%, met een stijging van 4,9% voor banken en 4,8% voor NFC's. Niettemin blijft onzekerheid rond het

handelsbeleid een belangrijke bron van neerwaartse risico's voor risicoactivamarkten.

Grafiek 16
Aandelenkoersindices eurogebied en VS

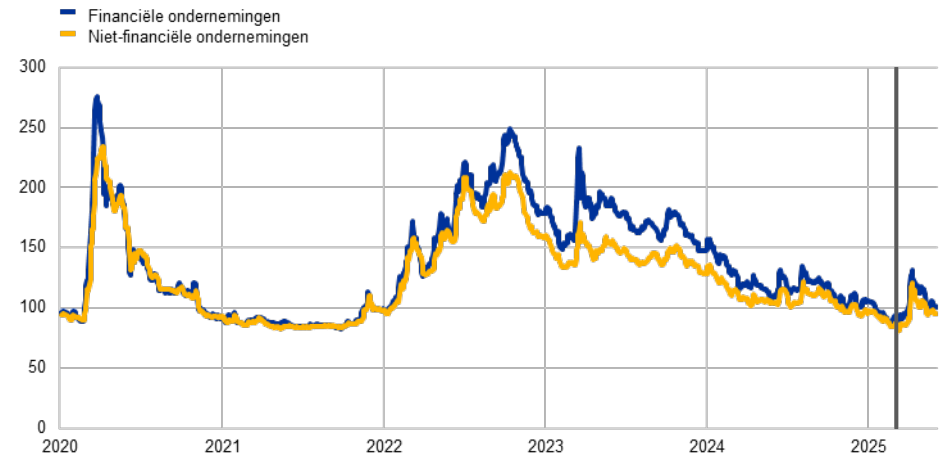


Bronnen: LSEG en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het begin van de verslagperiode per 6 maart 2025 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 4 juni 2025.

De spreads op bedrijfsobligaties zijn zowel in het kredietwaardige als in het hoogrentende segment toegenomen (Grafiek 17). De neerwaartse risico's voor de economische vooruitzichten drukten de markten voor bedrijfsobligaties, vooral na de aankondigingen van Amerikaanse invoerheffingen begin april 2025. Ondanks een recente lichte afname waren de spreads in het kredietwaardige en hoogrentende segment tijdens de verslagperiode respectievelijk ongeveer 13 en 34 basispunten groter geworden. Binnen het hoogrentende segment stegen de spreads op NFC-obligaties met 25 basispunten, terwijl de spreads op obligaties van financiële ondernemingen met circa 66 basispunten toenamen.

Grafiek 17

Rendementsspreads op bedrijfsobligaties in het eurogebied



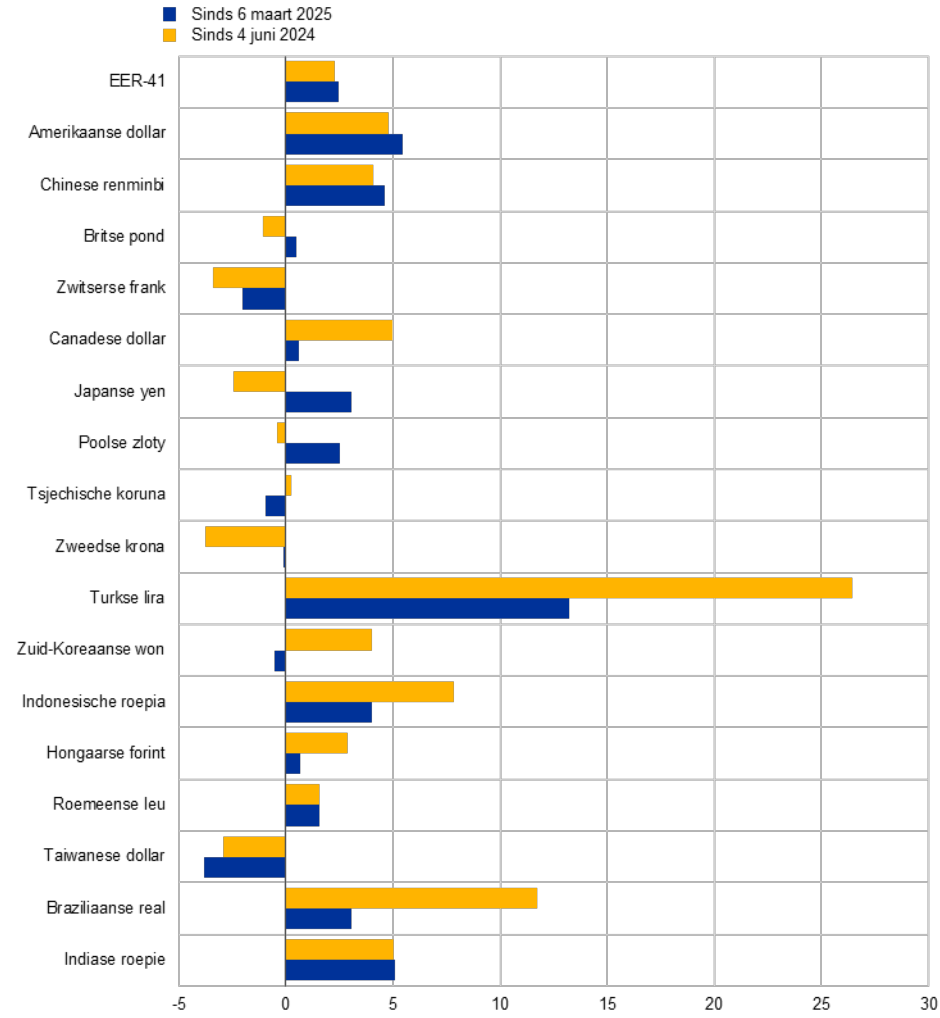
Bronnen: LSEG en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het begin van de verslagperiode per 6 maart 2025 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 4 juni 2025.

Op de valutamarkten is de euro zowel ten opzichte van de Amerikaanse dollar als op handelsbasis aanzienlijk in waarde gestegen (Grafiek 18). De nominaal-effectieve wisselkoers van de euro, afgemeten aan de valuta's van 41 van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied, steeg in de verslagperiode met 2,5%. Deze waardestijging was breed gedragen. De sterke waardestijging van 5,4% ten opzichte van de Amerikaanse dollar was grotendeels het gevolg van een verschuiving in de marktverwachtingen ten aanzien van de groei- en inflatievooruitzichten voor de Verenigde Staten en de mogelijke invloed van het Amerikaanse regeringsbeleid op de vraag naar Amerikaanse activa, met name in de nasleep van de aankondigingen van Amerikaanse invoerheffingen begin april. Daarnaast kan de waardestijging worden toegeschreven aan een positiever beleggerssentiment ten aanzien van de euro na de Duitse aankondiging van begrotingsuitgaven en de buitengewone bijeenkomst van de Europese Raad van begin maart over het opvoeren van de defensiecapaciteit in de EU. De euro steeg ook met 4,6% ten opzichte van de Chinese renminbi. Die laatste daalde aanvankelijk als gevolg van de verwachte negatieve gevolgen van de Amerikaanse invoerheffingen, maar herstelde zich enigszins na een gedeeltelijke de-escalatie van de handelsspanningen tussen de Verenigde Staten en China. De euro steeg aanzienlijk in waarde ten opzichte van de valuta's van opkomende markteconomieën, die ook werden gedrukt door de bezorgdheid over de Amerikaanse invoerheffingen en de mondiale groei. Daarentegen daalde de euro met 2,0% ten opzichte van de Zwitserse frank, een traditionele veilige haven, bij een over het geheel genomen behoedzaam marktsentiment.

Grafiek 18

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

(mutaties in procenten)



Bron: Berekeningen van de ECB.
Toelichting: EER-41 is de nominaal-effectieve wisselkoers van de euro ten opzichte van de valuta's van 41 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 4 juni 2025.

5 Financieringsvoorwaarden en ontwikkelingen in de kredietverlening

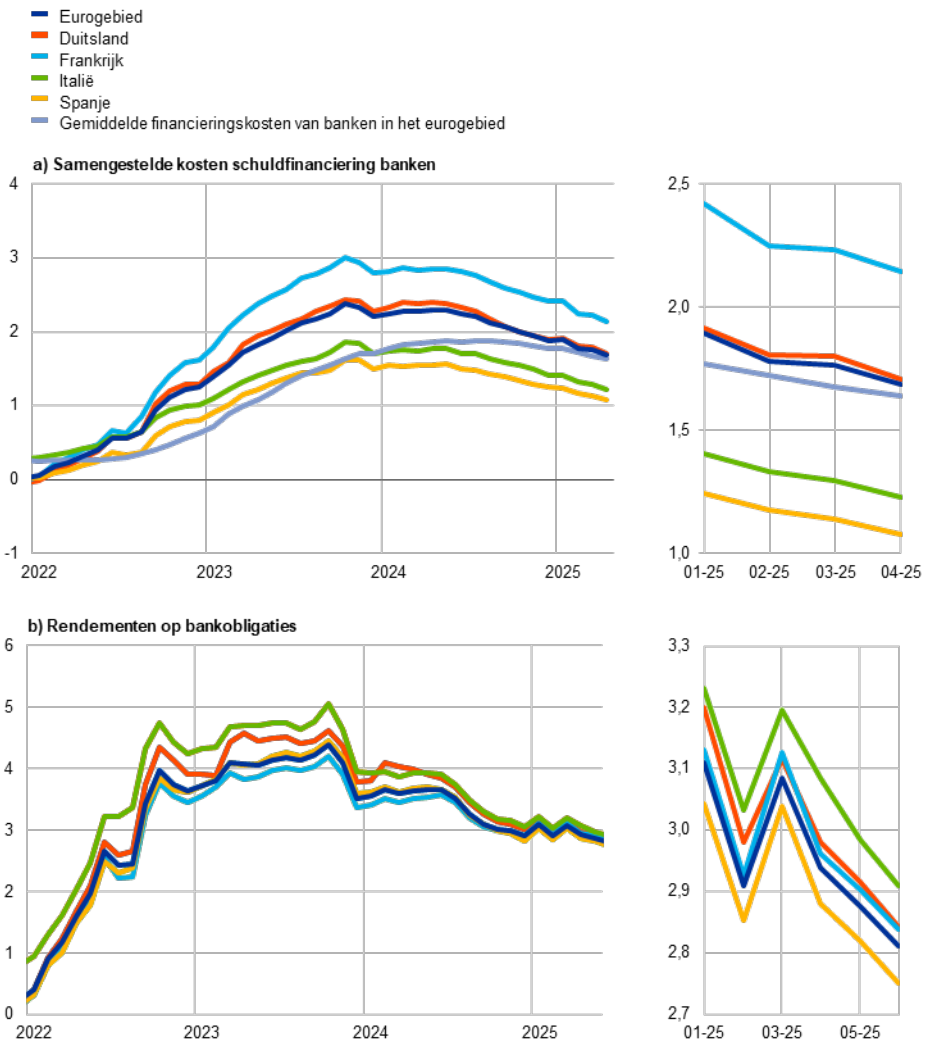
De financieringskosten voor banken bleven in april dalen door de lagere beleidsrentes. De gemiddelde rente voor nieuwe bedrijfsleningen daalde in april tot 3,8%, terwijl de rente voor nieuwe hypotheken van huishoudens gelijk bleef op 3,3%. Het verschil tussen de kredietarieven voor huishoudens en bedrijven heeft te maken met de afwijkende rentevaste perioden voor deze leningen. De groei van de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens bleef in april geleidelijk herstellen, maar lag nog altijd ver onder het historisch gemiddelde vanwege de zwakke macro-economische vooruitzichten en grote onzekerheid. Tijdens de verslagperiode van 6 maart tot en met 4 juni 2025 stegen de kosten van aandelenfinanciering voor bedrijven licht als gevolg van de iets hogere risicopremie op aandelen, terwijl de kosten van schuldfinanciering via de markt marginaal daalden. De groei van het ruime monetaire aggregaat (M3) steeg in april op jaarbasis naar 3,9%.

Verdere daling financieringskosten voor banken in april 2025. De samengestelde kosten van schuldfinanciering voor de banken van het eurogebied, oftewel de index die de marginale financieringskosten voor banken meet, namen in april opnieuw af (Grafiek 19, paneel a) als gevolg van de verlaagde beleidsrentetarieven door de ECB. De totale afname van de gemiddelde financieringskosten voor banken was gedurende de maand meer bescheiden. De depositorente en de interbancaire geldmarktrente bleven dalen, en de samengestelde depositorente kwam in april uit op 1,0%, een daling ten opzichte van de piek van 1,4% in mei 2024. Het rendement op bankobligaties bleef grotendeels stabiel in maart en april 2025 en daalde in mei licht, ondanks de toegenomen volatiliteit op de financiële markten aan het begin van de maand door onder andere de recente aankondigingen van Amerikaanse invoerheffingen (Grafiek 19, paneel b). Net als in voorgaande maanden daalde de rente op termijndeposito's van bedrijven en huishoudens sterker dan de rente op girale deposito's, waardoor het aanzienlijke verschil tussen de rente op termijndeposito's en de rente op girale deposito's voor zowel bedrijven als huishoudens kleiner werd.

Grafiek 19

Samengestelde bankfinancieringskosten in specifieke eurolanden

(in procenten op jaarbasis)



Bronnen: ECB, S&P Dow Jones Indices LLC en/of daaraan gelieerde ondernemingen, en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De samengestelde bankfinancieringskosten zijn het gemiddelde van de kosten voor nieuw afgesloten contracten van girale deposito's, deposito's met een opzegtermijn, termijndeposito's, obligaties en interbancaire leningen, gewogen naar de respectieve uitstaande bedragen. De gemiddelde bankfinancieringskosten gebruiken dezelfde wegingsfactoren, maar zijn gebaseerd op de tarieven voor uitstaande deposito's en interbancaire financiering, en op het effectieve rendement bij uitgifte van obligaties. De rendementen op bankobligaties zijn maandelijkse gemiddelden voor obligaties in senior tranches. De meest recente waarnemingen betreffen april 2025 voor de samengestelde kosten van schuldfinanciering voor banken (paneel a) en 4 juni 2025 voor de rente op bankobligaties (paneel b).

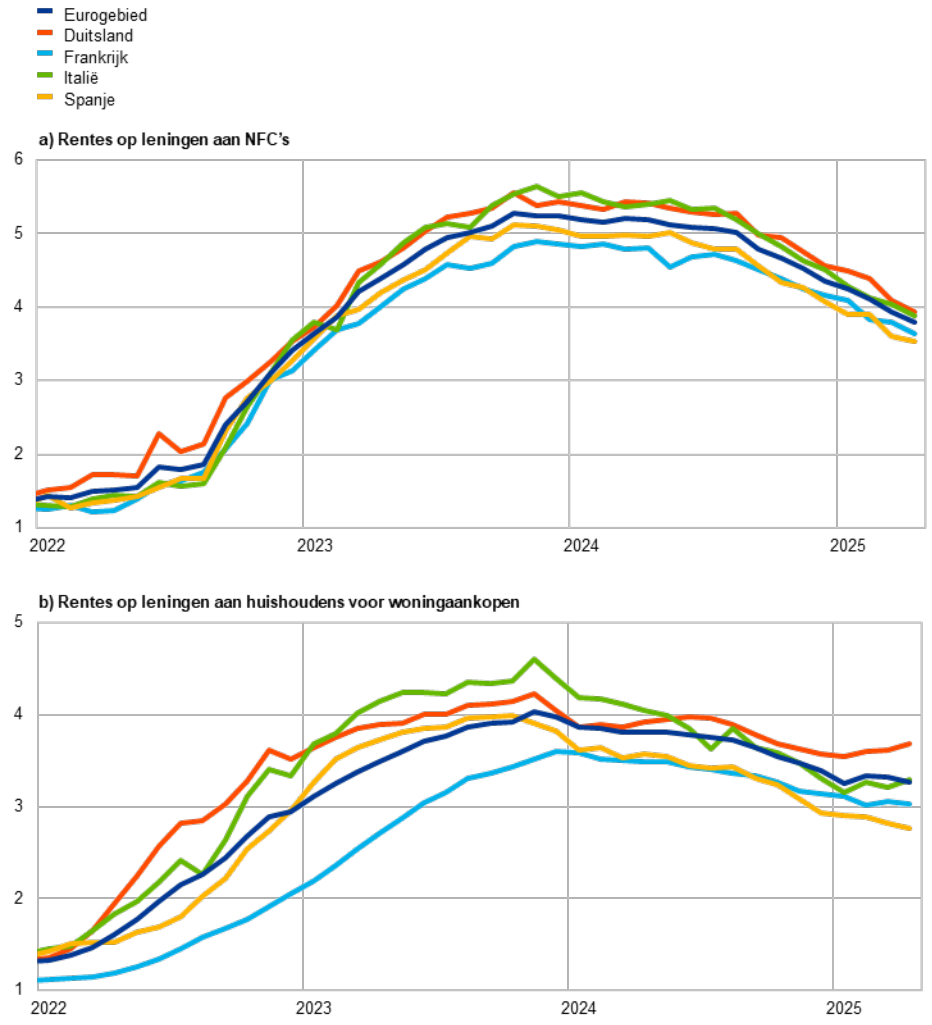
De rentetarieven voor bankleningen aan bedrijven bleven dalen, terwijl de hypotheekrente voor huishoudens overwegend stabiel bleef. Deze discrepantie heeft te maken met verschillen in de rentevaste perioden van deze leningen. In april 2025 daalden de rentetarieven voor nieuwe leningen aan niet-financiële ondernemingen (non-financial corporations – NFC's) met 14 basispunten naar 3,79%, een daling met circa 1,5 procentpunt ten opzichte van het piekniveau van oktober 2023 (Grafiek 20, paneel a). Het betrof een algemene daling die bij alle grote landen van het eurogebied zichtbaar was, met als voornaamste aanjager kortlopende leningen met looptijden van maximaal één jaar. De rente op leningen met langere looptijden bleef daarentegen vrijwel onveranderd als gevolg

van hogere risicovrije rentes op langere termijn. Het verschil tussen de rente op kleine en grote leningen aan bedrijven bleef in april stabiel op 46 basispunten, iets boven het historische dieptepunt en met enige variatie tussen de landen. Voor huishoudens daalde de rente op nieuwe leningen voor de aankoop van een woning met 5 basispunten tot 3,27% in april, ongeveer 80 basispunten onder de piek van november 2023, zij het met enige variatie tussen de landen (Grafiek 20, paneel b). De hypotheekrente op uitsluitend nieuwe leningen, dus zonder oversluitingen, bleef echter vrijwel stabiel. De discrepantie tussen de kredietarieven voor huishoudens en die voor bedrijven heeft te maken met verschillen in de rentevaste perioden. De rentevaste periode voor leningen aan huishoudens is doorgaans langer, waardoor ze minder gevoelig zijn voor marktschommelingen op korte termijn.

Grafiek 20

Samengestelde bancaire debetrente voor bedrijven en huishoudens in geselecteerde landen van het eurogebied

(in procenten op jaarbasis)

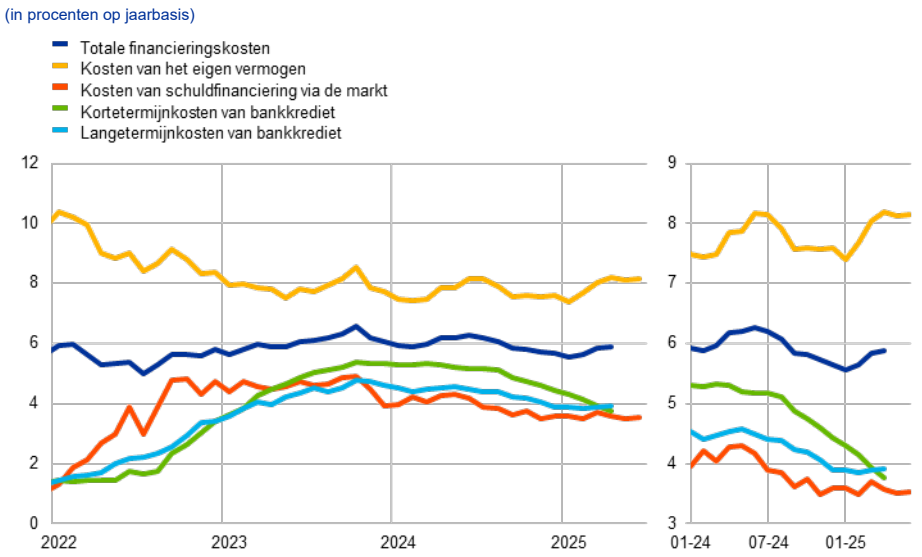


Bronnen: ECB en berekeningen van de ECB.
Toelichting: NFC's staat voor non-financial corporations (niet-financiële ondernemingen). De samengestelde rentetarieven voor bankkredieten worden berekend door de korte- en langetermijnrentes te aggregeren aan de hand van een 24-maands voortschrijdend gemiddelde van het totale aantal nieuwe contracten. De meest recente waarnemingen betreffen februari 2025.

Tijdens de verslagperiode van 6 maart tot en met 4 juni 2025 stegen de kosten van aandelenfinanciering voor bedrijven licht, terwijl de kosten van schuldfinanciering via de markt marginaal daalden. Op basis van de maandgegevens, die beschikbaar zijn tot en met april 2025, zijn de totale financieringskosten voor NFC's – oftewel de samengestelde kosten van bankkrediet, schuldfinanciering via de markt en aandelenfinanciering – in april gestegen ten opzichte van de voorgaande maand tot 5,9% (Grafiek 21).[12] Dit was het gevolg van een stijging van de kosten van eigen vermogen door een iets hogere risicopremie op aandelen. Alle overige kostencomponenten daalden of bleven onveranderd. Uit daggegevens over de verslagperiode tot en met 4 juni 2025 blijkt dat de kosten van schuldfinanciering via de markt verder marginaal zijn gedaald. Dit kwam door een neerwaartse verschuiving van de curve van de daggeldrenteswaps (overnight index swap – OIS) voor alle looptijden, die slechts gedeeltelijk werd gecompenseerd door een verruiming van de spreads op bedrijfsobligaties, met name voor hoogrentende obligaties. In dezelfde periode stegen de kosten van aandelenfinanciering licht door een iets hogere aandelenrisicopremie en ondanks een daling van de risicovrije lange rente – zoals benaderd door de tienjaars OIS-rente.

Grafiek 21

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



Bronnen: ECB, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg, LSEG en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De totale financieringskosten voor NFC's worden gebaseerd op maandgegevens en berekend als het gewogen gemiddelde van de kosten van lang- en kortlopend bankkrediet (gemiddelde maandgegevens), schuldfinanciering via de markt en eigen vermogen (maandultimogegevens), op grond van de gerelateerde uitstaande bedragen. De meest recente waarnemingen betreffen 4 juni 2025 voor de kosten van schuldfinanciering via de markt en van het eigen vermogen (daggegevens) en april 2025 voor de totale financieringskosten en de kosten van bankkrediet (maandgegevens).

De groei van de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens bleef in april geleidelijk stijgen, wat wijst op zwakkere kortetermijnontwikkelingen. De groei van de bancaire kredietverlening aan bedrijven steeg op jaarbasis van 2,4% in maart tot 2,6% in april 2025, maar bleef ruim onder het historisch gemiddelde van 4,3%

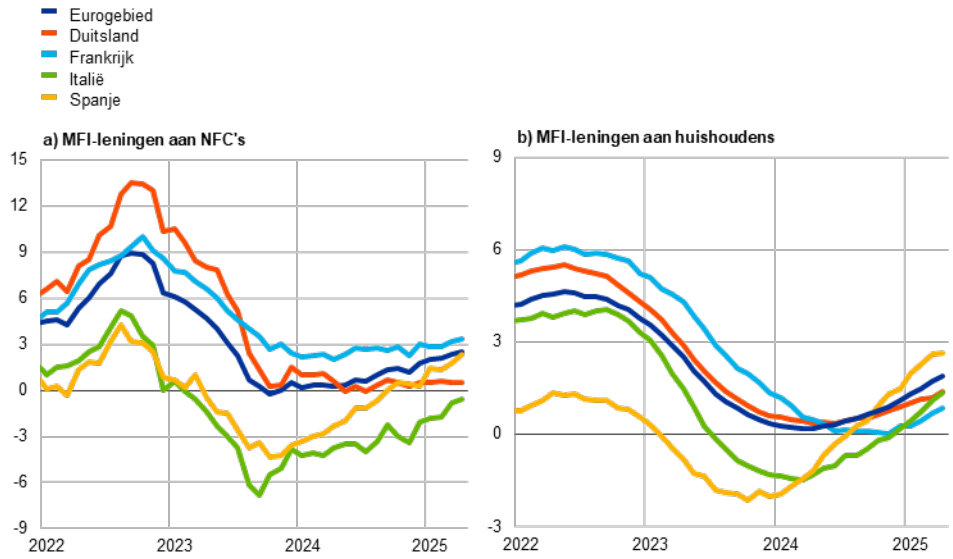
[12] Door het vertraagd beschikbaar komen van gegevens over de kosten van leningen bij banken zijn cijfers over de totale financieringskosten voor NFC's slechts beschikbaar tot en met april 2025.

sinds januari 1999 (Grafiek 22, paneel a). De groei op jaarbasis van door bedrijven uitgegeven schuldbewijzen daalde daarentegen van 3,0% in maart tot 2,1% in april, wat bijdroeg aan een lichte verzwakking van de groei van de totale schuldfinanciering door bedrijven. De groei op jaarbasis van leningen aan huishoudens bleef ondertussen geleidelijk toenemen, van 1,7% in maart tot 1,9% in april. Het groeitempo van de kredietverlening aan huishoudens verloor echter aan kracht en bleef aanzienlijk onder het historisch gemiddelde van 4,1% (Grafiek 22, paneel b). Woninghypotheken bleven de belangrijkste stuwende kracht achter deze opwaartse trend, en ook de consumptieve kredietverlening liet een bescheiden stijging zien, met een groei op jaarbasis van 4,3% in april, ondanks tekenen van verzwakking op korte termijn.[13] De overige kredietverlening aan huishoudens, waaronder leningen aan eenmanszaken, bleef daarentegen zwak. Het sentiment onder huishoudens over de toegang tot kredietverlening ging in april sterk achteruit. In de Consumer Expectations Survey van de ECB voor april is het percentage huishoudens dat aangeeft minder makkelijk toegang te hebben tot krediet gestegen tot boven het percentage huishoudens dat aangeeft makkelijker toegang tot krediet te hebben. Dit was de grootste stijging op maandbasis ooit. Huishoudens verwachten dat de toegang tot krediet de komende twaalf maanden verder zal verkrappen.

Grafiek 22

MFI-leningen in specifieke eurolanden

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: ECB en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De leningen van monetaire financiële instellingen (MFI's) zijn gecorrigeerd voor verkopen en securitisaties van leningen en in het geval van NFC's ook voor saldocompensatie (notional cash pooling). De meest recente waarnemingen betreffen april 2025.

De groei van het ruime monetaire aggregaat (M3) trok in april 2025 aan dankzij girale deposito's en instroom vanuit het buitenland, tegen een achtergrond

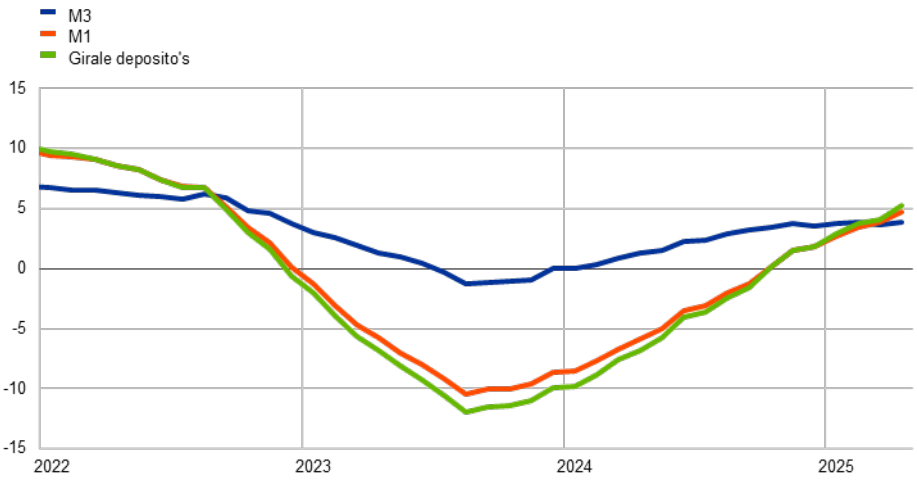
[13] Simulaties op basis van de huidige verdeling van leningen over huishoudens geven aan dat, ondanks recente renteverlagingen, een aanzienlijk deel van de eerdere monetaire verkrapping nog in de pijplijn zit. Ramingen duiden erop dat tot 35% van het totale effect op de consumptie via het kasstroomkanaal voor hypotheken zich nog moet aandienen. Zie voor meer informatie het artikel "The transmission of monetary policy: from mortgage rates to consumption" in dit nummer van het Economisch Bulletin.

van grote onzekerheid (Grafiek 23). De groei van M3 steeg op jaarbasis van 3,7% in maart naar 3,9% in april, gesteund door een gematigd sterke maandinstroom gedurende de maand. De groei op jaarbasis van het eng gedefinieerde monetair aggregaat M1 (dat de meest liquide bestanddelen van M3 omvat) steeg aanzienlijk van 3,9% in maart tot 4,7% in april. Uitgesplitst naar componenten werd de stijging van M3 in april veroorzaakt door een instroom in girale deposito's en, in mindere mate, door repo's aangehouden door bedrijven en institutionele beleggers. De groei op jaarbasis van door bedrijven en huishoudens aangehouden girale deposito's steeg van 4,1% in maart tot 5,3% in april. Dit was het gevolg van een sterke voorkeur onder beleggers voor liquiditeit in een onzekere omgeving en een lagere rente op spaardeposito's. De verzwakking van de termijndeposito's werd hierdoor deels gecompenseerd, wat het tegengestelde verloop van M1 en M3 verklaart. Uitgesplitst naar tegenposten werd het herstel van de M3-groei gedragen door de netto buitenlandse instroom. Het cijfer voor april is echter te hoog ingeschat door bijzondere factoren – los van de aangekondigde Amerikaanse invoerheffingen – die de overheidsdeposito's stimuleerden. De onderliggende instroom was waarschijnlijk gematigder. De kredietverlening door banken aan bedrijven en huishoudens droeg opnieuw positief bij aan de geldschepping in april. Hoewel de aanhoudende verkorting van de balans van het Eurosysteem negatief bleef bijdragen aan M3-groei, hielpen de robuuste nettoaankopen door banken van overheidsschuldbewijzen dit effect te compenseren.

Grafiek 23

M3, M1 en girale deposito's

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



Bron: ECB.
Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen april 2025.

6 Begrotingsontwikkelingen

Volgens de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2025 zal het begrotingstekort van de totale overheid, dat in 2024 3,1% van het bbp bedroeg, in 2025 naar schatting ongewijzigd blijven en vervolgens aanzienlijk stijgen tot 3,5% van het bbp in 2027. *De verwachting is dat de begrotingskoers van het eurogebied in 2025 slechts licht zal verkrappen en in 2026 juist aanzienlijk zal verruimen, om vervolgens in 2027 weer iets sterker te verkrappen. De verwachte verruiming in 2026 is voornamelijk het gevolg van hogere overheidsinvesteringen en toegenomen consumptie, deels in verband met hogere defensie- en infrastructuuruitgaven en lagere directe belastingen. De verkrapping in 2027 is voornamelijk het gevolg van lagere veronderstelde overheidsuitgaven in verband met de stopzetting van de subsidies in het kader van het Next Generation Eu-programma (NGEU). De schuldquote in het eurogebied vertoont een stijgende lijn, tot meer dan 90% van het bbp, aangezien de aanhoudende primaire tekorten en de positieve tekort-schuldaanpassingen de gunstige rente/groei-ecarts ruimschoots compenseren.* Momenteel hebben elf landen van het eurogebied besloten te verzoeken om activering van de nationale ontsnappingsclausule van het Stabiliteits- en Groeipact (SGP) om hogere defensie-uitgaven mogelijk te maken.

Volgens de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2025 zal het begrotingssaldo van de totale overheid in het eurogebied gedurende de projectieperiode dalen (Grafiek 24).[14] Het begrotingstekort van het eurogebied is teruggelopen van 3,5% in 2023 tot 3,1% van het bbp in 2024. Dit was het gevolg van het aflopen van de meeste resterende budgettaire steunmaatregelen voor energie en de inflatie. Verwacht wordt dat het begrotingstekort in 2025 ongewijzigd zal blijven en vervolgens zal stijgen, tot 3,4% van het bbp in 2026 en verder tot 3,5% van het bbp in 2027. Dit beloop weerspiegelt voornamelijk de verwachte ontwikkeling van de begrotingskoers – gemeten aan de hand van het conjunctuurgezuiverde primaire saldo gecorrigeerd voor NGEU-subsidies – en, in 2027, de stopzetting van subsidies in het kader van het NGEU-programma, dat in 2026 afloopt.[15] Voorzien wordt dat de conjuncturele component van het begrotingssaldo, die de ontwikkeling van de outputgap weerspiegelt, gedurende de projectieperiode grotendeels neutraal zal zijn.

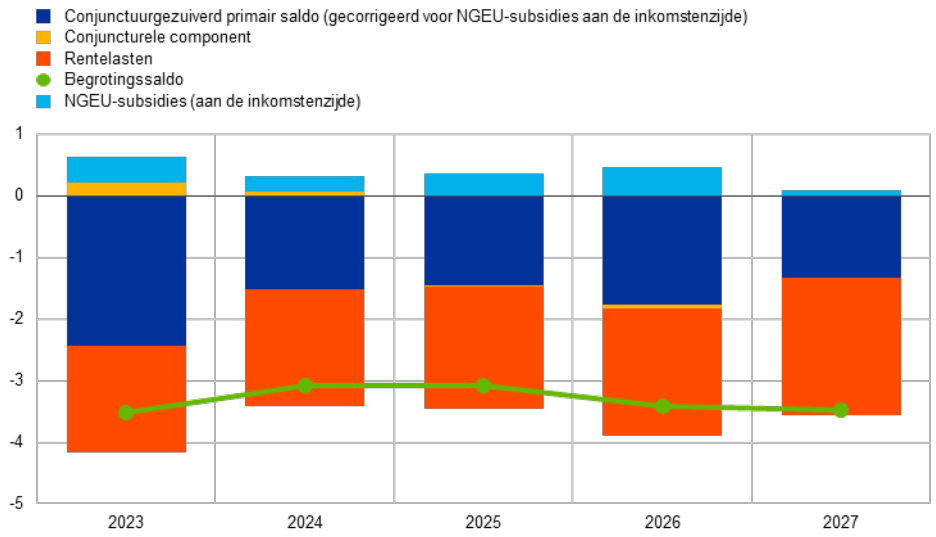
[14] Zie de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2025 op de website van de ECB.

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

Grafiek 24

Begrotingssaldo en componenten

(in procenten bbp)



Bronnen: Berekeningen van de ECB en door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2025.

Het begrotingstekort van 2024 lag in de projecties van juni 2025 0,1 procentpunt lager dan geraamd in de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van maart 2025, maar is opwaarts bijgesteld voor de projectieperiode. Deze verrassing werd vooral veroorzaakt door hoger dan aanvankelijk verwachte directe-belastinginkomsten en sociale-zekerheidsbijdragen op het niveau van het eurogebied. Ondanks deze iets betere uitgangspositie is het begrotingssaldo naar beneden bijgesteld met 0,1 procentpunt van het bbp in 2026 en met 0,2 procentpunt van het bbp in 2027. Deze versoepeling is grotendeels het gevolg van begrotingsmaatregelen in Duitsland, die in het regeerakkoord zijn bekrachtigd en verband houden met hogere uitgaven voor defensie en infrastructuur, met name in de periode 2026-2027. Andere factoren die bijdragen tot de verslechtering van het begrotingssaldo zijn onder meer de aanhoudende steun van Duitsland aan Oekraïne en verlagingen van de directe en indirecte belastingen, en, tot op zekere hoogte, hogere verwachte defensie-uitgaven en steun aan Oekraïne door verschillende andere landen van het eurogebied.

Na een aanzienlijke verkrapping in 2024 zal de begrotingskoers van het eurogebied in 2025 licht verkrappen en in 2026 aanzienlijk versoepelen, om vervolgens in 2027 weer iets sterker te verkrappen. De aanzienlijke budgettaire verkrapping met 0,9 procentpunt in 2024 was voornamelijk het gevolg van het stopzetten van de meeste energie- en inflatiegerelateerde steun en andere budgettaire stimuleringsmaatregelen die tijdens eerdere crises waren genomen. In 2025 leiden discretionaire begrotingsmaatregelen tot een verdere verkrapping van het begrotingsbeleid, zij het in een trager tempo. Dit is het gevolg van verhogingen van de sociale-zekerheidsbijdragen en de indirecte belastingen, die niettemin grotendeels worden gecompenseerd door een aanhoudende stijging van de

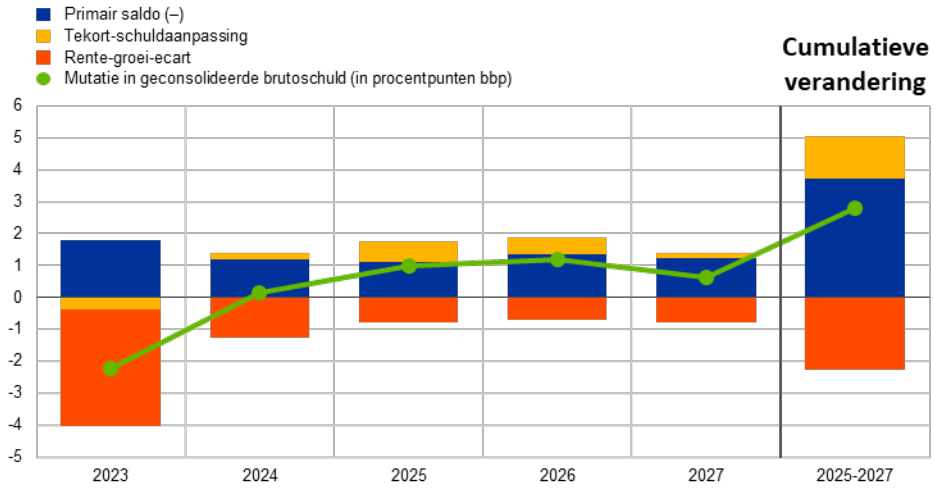
overheidsuitgaven. In 2026 zal de begrotingskoers naar verwachting verruimen op basis van recente overheidsaankondigingen, voornamelijk als gevolg van hogere overheidsinvesteringen en toegenomen consumptie, deels in verband met hogere uitgaven voor defensie en infrastructuur, en lagere directe belastingen. In 2027 is de verkrapping van de begrotingskoers vooral het gevolg van lagere overheidsuitgaven na het aflopen van de NGEU-subsidies.

De schuldquote in het eurogebied vertoont gedurende de projectieperiode een stijgende lijn en stijgt in 2027 tot meer dan 90% van het bbp (Grafiek 25). Tijdens de COVID-19-pandemie steeg de schuldquote in het eurogebied aanzienlijk, tot ongeveer 97% van het bbp in 2020, om daarna weer geleidelijk te dalen. Sinds 2023 vertoont de schuldquote echter weer een opwaartse trend, tot 87,5% van het bbp in 2024, met de laagste schuldquote in Estland (23,6 %) en de hoogste in Griekenland (153,6 %). In 2027 zal de schuldquote naar verwachting verder stijgen tot 90,3% van het bbp, onder invloed van primaire tekorten en, in sommige landen, aanzienlijke tekort-schuldaanpassingen.

Grafiek 25

Bepalende factoren voor mutaties in overheidsschulden in het eurogebied

(procenten bbp tenzij anders aangegeven)



Bronnen: Berekeningen van de ECB en door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2025.

Momenteel hebben elf landen van het eurogebied hebben besloten te verzoeken om activering van de nationale ontsnappingsclausule van het SGP om hogere defensie-uitgaven mogelijk te maken. De activering van de nationale ontsnappingsclausule maakt deel uit van het pakket ReArm Europe/Readiness 2030, dat de EU-lidstaten in staat stelt hun defensie-uitgaven snel en aanzienlijk op te voeren met maximaal 1,5% van het bbp over een periode van vier jaar. Dit mag geen andere gevolgen hebben voor de structurele begrotingsplannen van de landen voor 2025-28 en berust op de veronderstelling dat de houdbaarheid van de begroting op middellange termijn wordt gewaarborgd.[16] De Europese Commissie

[16] Zie het artikel "Medium-term fiscal-structural plans under the revised Stability and Growth Pact", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2025.

beveelt de Raad aan om, als onderdeel van haar op 4 juni gepubliceerde Voorjaarspakket van het Europees Semester, in te stemmen met de verzoeken van tien landen van het eurogebied om de ontsnappingsclausule te activeren (België, Estland, Griekenland, Kroatië, Letland, Litouwen, Portugal, Slovenië, Slowakije en Finland).[17] Overheden moeten zorgen voor houdbare overheidsfinanciën in overeenstemming met het EU-kader voor economische governance, en moeten daarbij voorrang geven aan essentiële groeibevorderende structurele hervormingen en strategische investeringen.

[17] Zie de aanbevelingen over het activeren van de nationale ontsnappingsclausule (Engels) op de website van de Europese Commissie. Hoewel de EU-Raad en de Europese Commissie ook een verzoek van Duitsland hebben ontvangen om de nationale ontsnappingsclausule te activeren, heeft Duitsland zijn budgettair-structurele middellangetermijnplan nog niet ingediend. De Commissie zal het verzoek daarom samen met het structurele begrotingsplan voor de middellange termijn na ontvangst beoordelen.

Kaders

1 US financial conditions and their link to economic activity: the role of equity valuations

Prepared by Cajsa Klass and Ana-Simona Manu

Financial conditions matter for economic activity and inflation. Financial conditions indices (FCIs) provide a consolidated measure of how easily and cheaply households, firms and governments can access financing, which in turn influences spending and investment decisions across the economy. Various FCIs have been proposed by practitioners and scholars. These differ in specification and scope, but typically include key financial variables such as interest rates, equity prices, corporate bond spreads and exchange rates.[1] Central banks, for instance, examine FCIs because these offer insights into how monetary policy decisions affect financial markets and, by extension, economic activity and inflation.

Stock prices are typically part of FCIs as these influence consumption and investment. Stock markets play a significant role in shaping decisions of households and firms. For instance, declining equity prices can weaken household' consumption and borrowing capacity due to declines in wealth, potentially exacerbated by diminished confidence. Lower equity valuations can also have a direct impact on worker' pensions, affecting future retirement security and spending behaviour. For listed firms, lower equity prices can increase the cost of equity financing, making it more challenging for them to invest and expand. Declines in US equity prices since their peak in February have therefore tightened FCIs. However, since these declines occurred from potentially overvalued levels, this box examines whether the economic impact of such a tightening is different than in periods of equity prices being more aligned with historical norms.

Since late February 2025, US financial conditions have started to tighten as risky assets sold off amid waning US growth expectations and uncertainty surrounding tariffs. When proxying the US FCI by a weighted average of short-term and long-term interest rates, corporate credit spreads, the cyclically adjusted price-to-earnings (CAPE) ratio for the S&P 500, and the US nominal effective exchange rate – in the spirt of Arrigoni et al. – we observe a significant tightening during April (Chart A, panel a).[2] The optimism of market participants about the US

---

1 See, among others, Davis, E.P. et al., "The Estimation of Financial Conditions Indices for the Major OECD Countries", *OECD Economics Department Working Papers*, 1335, OECD Publishing, 2016; International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report*, Chapter 3, April 2017; Goldman Sachs, "Financial conditions: A unified approach", *Research Note*, 2016; and Arrigoni, S. et al., "The simpler, the better: Measuring financial conditions for monetary policy and financial stability", *Working Paper Series*, No 2451, ECB, 2021.

2 Both the choice of variables and the weights are as in Arrigoni, S. et al., op. cit., who based their choice on the FCIs developed by Goldman Sachs, where the weights are based on the effects of the financial variables on real GDP growth over a one-year horizon. One difference is that the FCI in this analysis employs the CAPE ratio of the S&P 500, rather than the traditional price-to-earnings ratio used in the original paper, but the weight of the equity index in the FCI is the same (25%). A high weight attributed to equity prices in this specific FCI might affect the results.

growth outlook started to fade due to a series of unfavourable data releases, including faltering consumer confidence. On 2 April announcement by the US Administration of large-scale reciprocal tariffs triggered a sharp sell-off in US equities and corporate bond markets, resulting in increased financial market volatility and widening credit spreads. Combined with rising recession concerns in the United States and retaliatory measures announced by China, these events triggered the S&P 500 index to drop by 12% in the space of a few days. Equity prices rebounded following the suspension of reciprocal tariffs on 9 April and the China-US trade agreement of 12 May, although the S&P 500 index remained 3.8% on May 30 below its historical peak reached in February. Consequently, the US FCI tightened to levels last seen in early 2023, before easing back to levels seen prior to 2 April.[3] A daily Bayesian vector autoregression (BVAR) model, which identifies the driving factor behind this tightening in the US FCI, confirms that most of it was due to adverse shocks to the domestic macro outlook in the United States (Chart A, panel b).[4]

US equity prices remain at levels that had raised overvaluation concerns. Measures of US stock valuations indicate that equity valuations overall remain high compared with usual benchmarks. The CAPE ratio for the S&P 500 currently stands at around 34, above the 75th percentile of its historical distribution. This suggests that the equity market is still more expensive than indicated by historical norms (Chart B, panel a), even though it slightly came down from its all-time high of 36. During such periods of stretched valuations, the contribution of equity price changes to overall US FCI developments tends to be large, reflecting the weight of equities in this specific index as well as the remarkable equity price returns when stock prices enter the overvaluation range (Chart B, panel b). For instance, when the CAPE is above its 75th percentile, the equity price component accounts for around 40% of the variation in the FCI, more than doubling its contribution compared with a situation when it is below the 75th percentile.

[3] It is important to note that this index comprises only a limited set of variables, and other indices might weight equities differently, potentially leading to somewhat different interpretations.

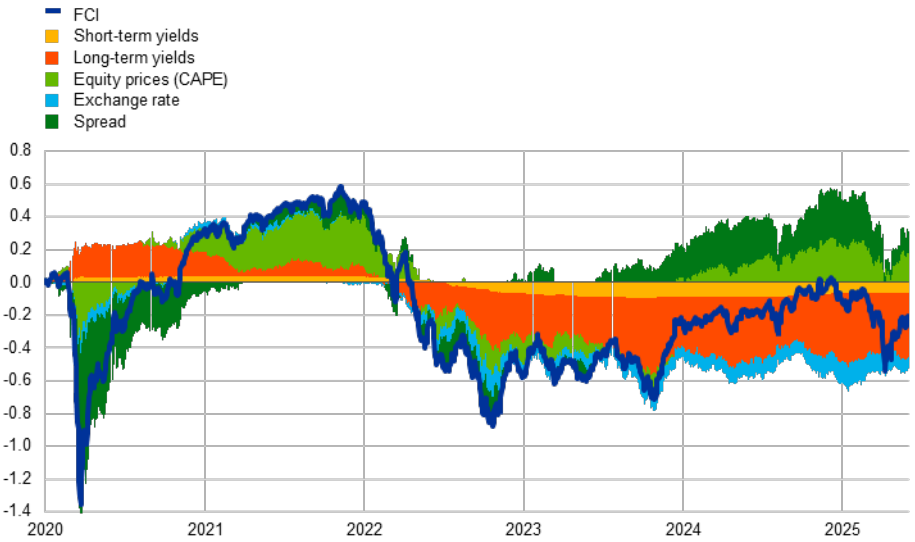
[4] The BVAR model is based on Chițu, L., Grothe, M., Schulze, T. and Van Robays, I., "Financial shock transmission to heterogeneous firms: the earnings-based borrowing constraint channel", *Working Paper Series*, No 2860, ECB, 2023.

Chart A

Components of the US financial conditions index (FCI)

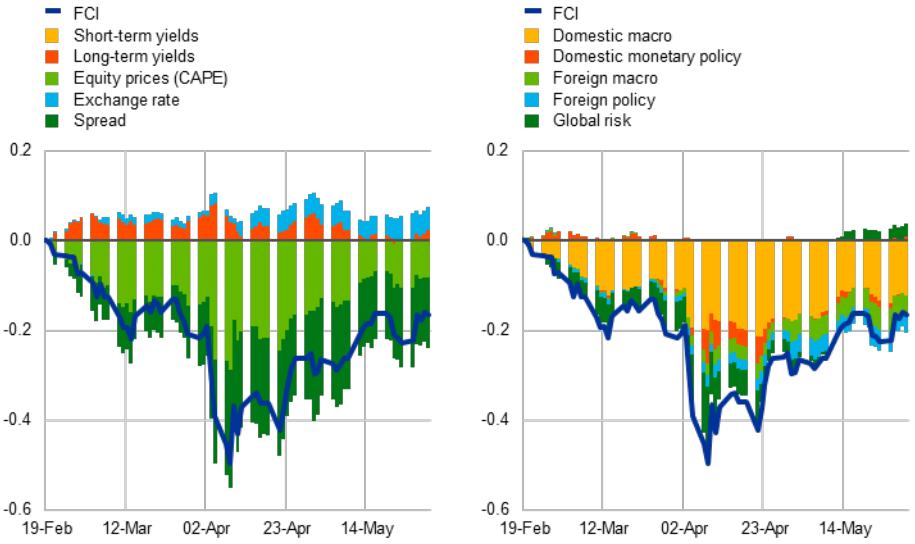
a) Components of the US FCI

(standardised index, cumulative changes since 2 January 2020)



b) Components of the US FCI and structural drivers since the S&P 500 February peak

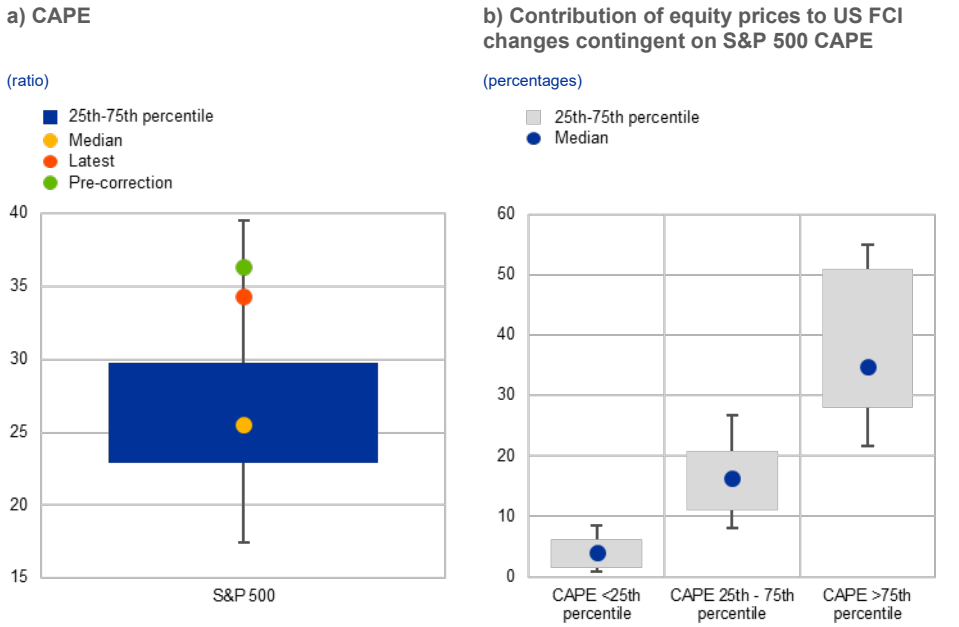
(standardised index, cumulative changes since 19 February 2025)



Sources: LSEG and ECB staff calculations.
Notes: The FCI is computed as a weighted average of five financial variables, i.e. 10-year government bond yields, short-term interest rates, cyclically adjusted price-to-earnings (CAPE) ratio, the nominal effective exchange rate and corporate spreads. The charts show changes since January 2020 (panel a) and since 19 February 2025 (panel b) and the latest observation is for 22 April 2025 (daily data). The structural decomposition is derived from a daily structural BVAR model for the United States using short-term interest rates, 10-year government bonds yields, USD NEER, CAPE ratio and corporate spreads. A combination of sign, relative magnitude and narrative restrictions is used based on an extended version of the BEAR toolbox, see Dieppe, A., van Roye, B. and Legrand, R., "BEAR toolbox", *Working Paper Series*, No 1934, ECB, Frankfurt am Main, July 2016.

Chart B

Contribution of equity prices to the US FCI contingent on equity valuations levels



Sources: LSEG and ECB staff calculations.
Notes: Panel a: The sample spans the period since the beginning of 1995. "Pre-correction" refers to the historical peak of the S&P 500 on 19 February 2025. The latest observation is for 6 May 2025 (daily data). Panel b: Share of changes in equity variables relative to absolute overall changes in the FCI since 1995.

Empirical analysis suggests that the influence of financial conditions on economic activity weakens when equity markets are highly valued. To explore whether the impact of financial conditions is contingent on the state of the US equity market, we apply a two-step procedure. First, we focus on the part of our US FCI measure that is driven by domestic macro shocks, as estimated in the BVAR model. This is because these shocks capture the shifts in market participants' perception of the US macroeconomic outlook, which were the important driver behind the recent tightening in the US FCI (Chart A, panel b). Focusing on this aspect also helps filter out changes in the FCI that may have less direct connections to US economic growth, such as shifts in global risk sentiment. Second, to determine whether the economic effect is dependent on the state of the equity market, we estimate the impact of US macro-driven FCI changes on future US economic activity using local projection methods that allow for non-linear interaction effects based on the S&P 500 CAPE ratio. Our findings suggest that the adverse effect of an FCI tightening on US activity is considerably weaker when equity markets are above the 75th percentile, although there is significant uncertainty around such estimates (Chart C). While our analysis does not delve into the specific reasons behind the weaker signal observed during periods of elevated equity valuations, there may be several contributing factors.[5] During such periods, equity price changes tend to disproportionately affect high-income households, which are more heavily invested in stocks and generally have a lower marginal propensity to consume. Additionally, if aggregate equity price movements are dominated by a handful of companies that are not representative of

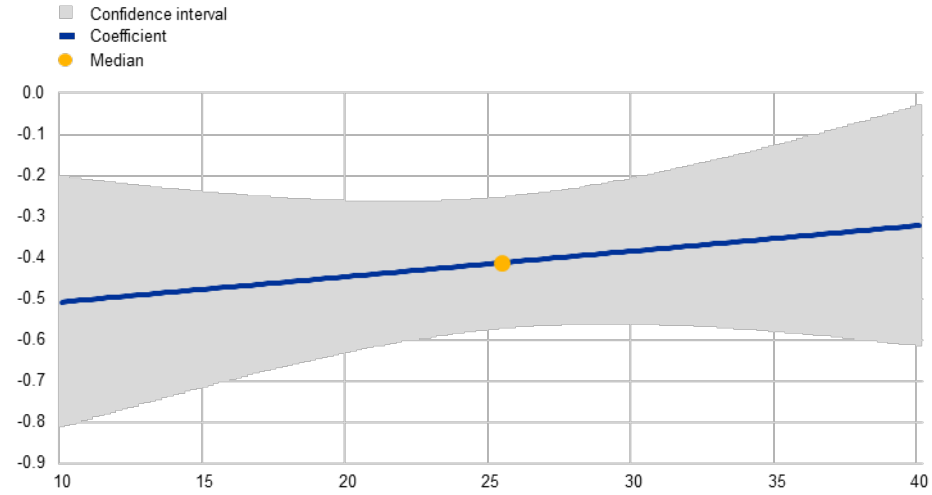
[5] For caveats on the use of FCIs, see also Bullard, J.B., "What Do Financial Conditions Indexes Tell Us?", *The Regional Economist*, Federal Reserve Bank of St. Louis, March 2023.

the broader economy, such as the “Magnificent Seven” – the seven largest US tech companies – the signal may be weakened further.

Chart C

Impact of US macro-driven FCI tightening on US GDP after one year contingent on the level of equity valuation

(x-axis: CAPE ratio, y-axis: percentages)



Source: ECB staff calculations.
Notes: The chart shows the response of US GDP to a one standard deviation shock of the US FCI driven by domestic macro shocks on GDP growth estimated via local projections. The change in the US FCI driven by macro shocks is interacted with the CAPE ratio, lagged by one month. The impact is shown after 12 months. The sample is based on monthly data from 1995 to February 2025.

In conclusion, a change in financial conditions should not be assessed mechanically, in particular as inflated equity prices can skew financial conditions and potentially weaken their economic growth signal. While the broad indication provided by an FCI is valuable, policymakers and analysts should remain attentive to the role of individual components and the broader economic context, especially during periods of stretched valuations.

2 US trade policies and the activity of US multinational enterprises in the euro area

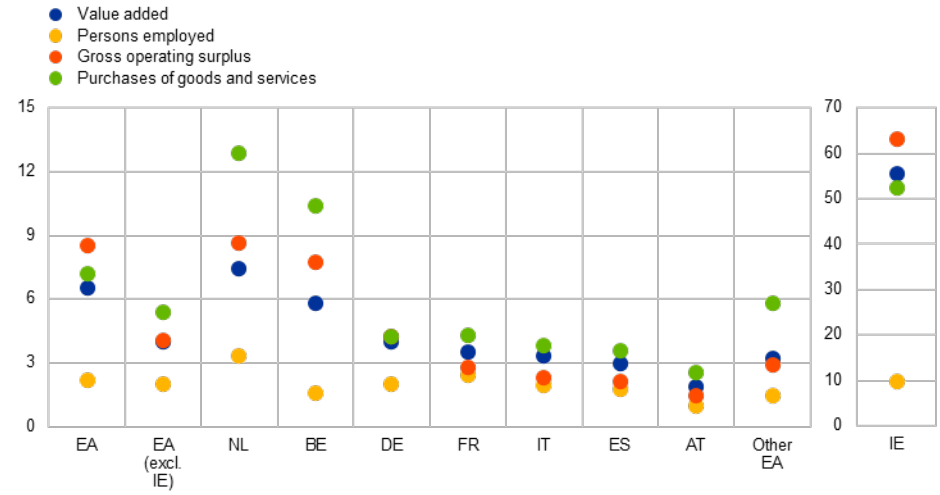
Prepared by Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris, Martin Schmitz and Tobias Schuler

Affiliates of multinational enterprises (MNEs) headquartered in the United States contribute substantially to euro area economic activity. Hence, ongoing trade tensions have potentially important implications for their operations. US MNEs serve the euro area market either by exporting goods and services directly to euro area customers or via affiliates located in the euro area.[1] These affiliates may trade with the United States and third markets, so ongoing trade tensions could affect US MNEs in the euro area via higher tariffs and disruptions to intra-firm trade, as well as via any resulting changes in tax planning strategies. Euro area affiliates of US MNEs account for over 5% of euro area value added, gross operating surplus and purchases of goods and services, and 2% of persons employed, with substantially higher shares for Ireland (Chart A).[2]

Chart A

Activity of US multinational enterprises in the euro area

(proportion of US-controlled affiliates in country's total; 2022)



Sources: Eurostat foreign affiliates statistics (FATS) and ECB staff calculations.
Notes: "EA" stands for "euro area". "Other EA" comprises all euro area countries with less than 2% of total euro area gross value added. Data for Cyprus and Portugal are not included as they are not available for all the variables shown.

The dynamics of the euro area bilateral current account with the United States also reflect the activity of US MNE affiliates in the euro area. The euro area current account with the United States was nearly balanced in 2024, as the

1 A multinational enterprise (MNE) is composed of a parent entity and its foreign affiliates. The latter are enterprises resident in one country that are controlled and/or owned by MNEs residing in another country.

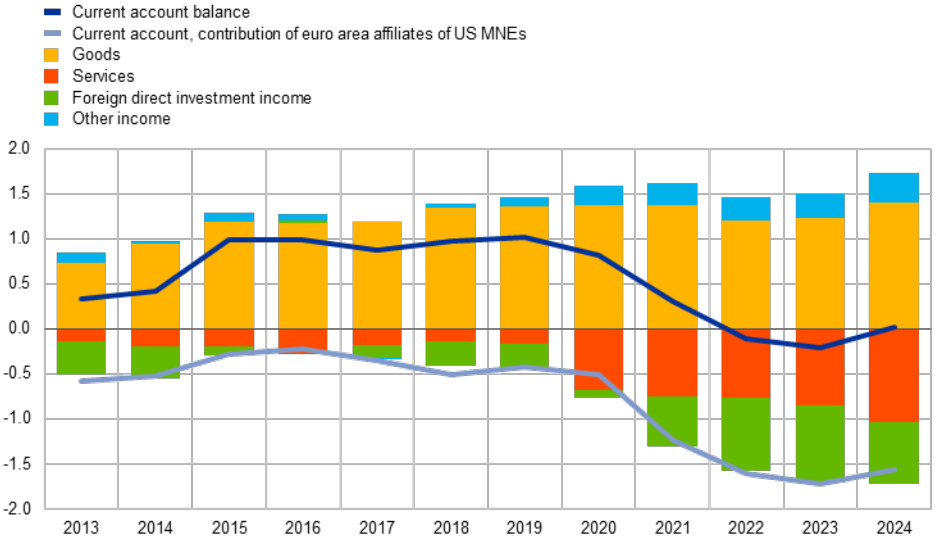
2 For additional information on the impact of US MNEs in Ireland, see Irish Economic Analysis Division, "Geoeconomic risks to the outlook: The possible impact of escalating trade tensions, alternative tariff and tax regimes on the Irish economy", *Quarterly Bulletin*, Issue 4, Central Bank of Ireland, December 2024.

increasing surplus in goods trade was almost entirely offset by deficits in services trade and foreign direct investment income, with US MNEs contributing significantly to these components (Chart B). ECB estimates suggest that almost 30% of the euro area goods surplus with the United States in 2024 involved trade by euro area affiliates of US MNEs, while these companies accounted for around 90% of the euro area deficit in services trade.

Chart B

Euro area current account balance vis-à-vis the United States

(annual flows as a percentage of GDP)



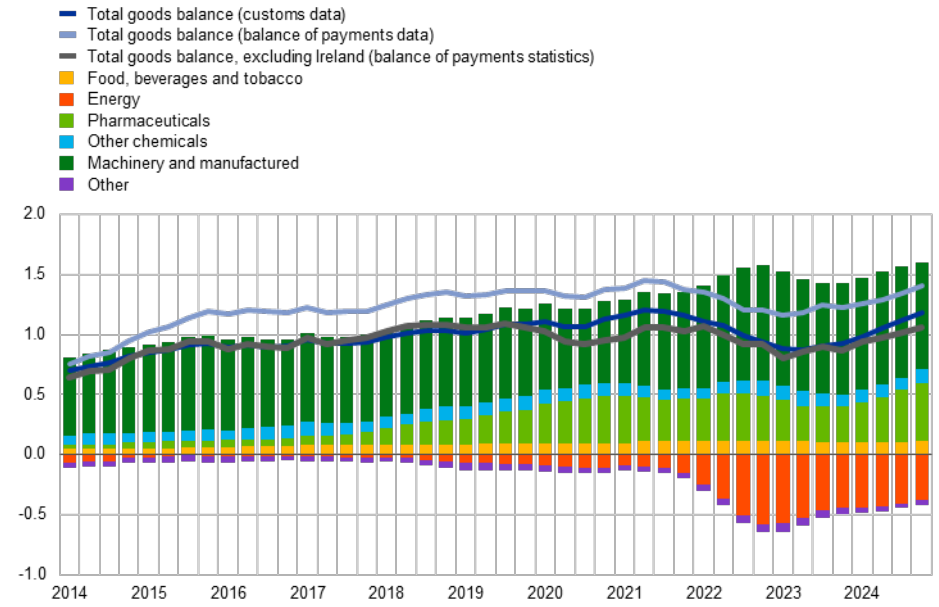
Sources: ECB, Eurostat and ECB staff calculations.
Notes: The contributions by euro area affiliates of US MNEs are estimated by combining data on bilateral trade in goods and services and foreign direct investment income flows from the ECB's balance of payments statistics with information on trade by type of ownership (domestic and foreign-controlled) from Eurostat's goods and services trade by enterprise characteristics (TEC/STEC) datasets and information on the proportion of US-controlled affiliates' turnover and purchases of goods and services from Eurostat's FATS.

US MNEs shape euro area trade in goods with the United States via substantial intragroup trade, exports of pharmaceutical products and contract manufacturing. The widening goods trade surplus vis-à-vis the United States is driven mostly by a pronounced increase in exports of pharmaceutical products (Chart C), which are mostly attributed to trade flows of Irish affiliates of US MNEs. Moreover, US MNEs resident in the euro area engage in contract manufacturing arrangements by contracting firms outside the euro area to produce goods that are sold in third countries (including the United States) without ever entering the euro area. These exports are recoded in the balance of payments statistics, driving up the goods surplus.

Chart C

Euro area goods trade balance vis-à-vis the United States

(four-quarter moving sums as a percentage of GDP)

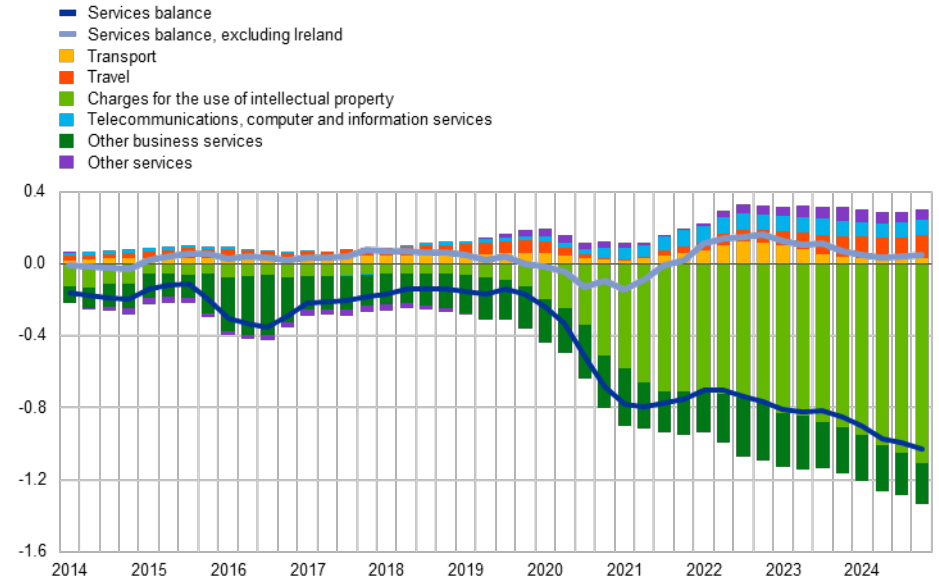


Sources: ECB, Eurostat and ECB staff calculations.
Notes: The latest observations are for the fourth quarter of 2024. The decomposition of the goods trade balance by product category follows the Standard International Trade Classification, Revision 3, in trade in goods statistics.

Chart D

Euro area services trade balance vis-à-vis the United States

(four-quarter moving sums as a percentage of GDP)



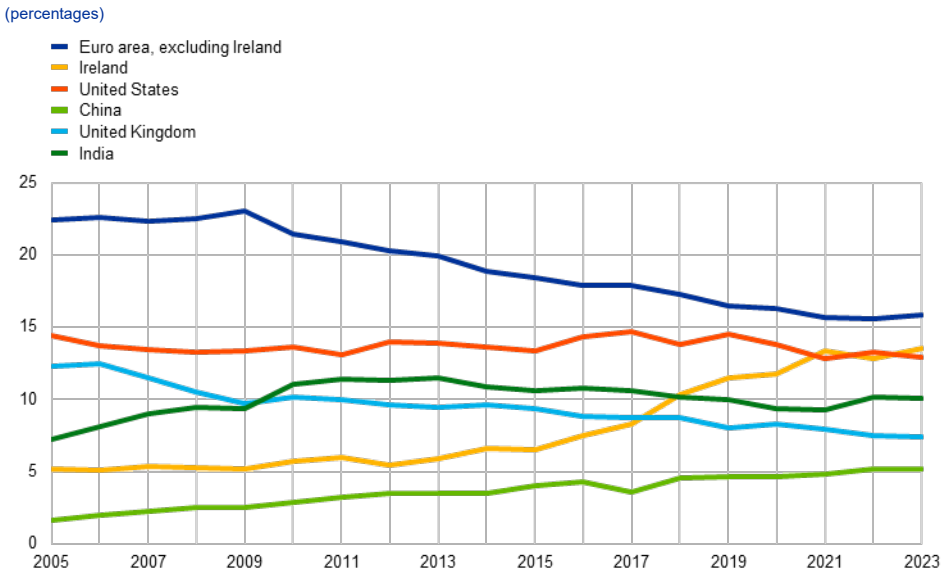
Sources: ECB, Eurostat and ECB calculations.
Note: The latest observations are for the fourth quarter of 2024.

Production linked to US MNEs in the euro area is closely connected to corresponding services imports, reflecting their supply chains and tax optimisation strategies. US MNEs use imported intellectual property products

(IPPs) as central inputs in their euro area production activities. Since 2020 the euro area has recorded increasingly high values of services imported from the United States. These are driven by IPP usage charges linked to US MNE affiliates in the euro area, mainly in Ireland (Chart D).[3] Apart from supporting the production of high value-added goods – for example medicines – these IPP imports are also used to produce information and communications technology (ICT) services. This means that the presence of US MNEs in the euro area also increases euro area services exports, boosting the euro area's export market shares, particularly in ICT services, via Ireland which accounts for a comparable share to that of the United States of about 14% (Chart E). This particular configuration of supply chains, involving imports of IPP-related services, enables US MNEs to accrue substantial profits in the euro area and benefit from more favourable corporate taxation, which is mirrored in the euro area's substantial foreign direct investment income deficit vis-à-vis the United States (Chart B).[4]

Chart E

Export market shares of information and communications technology services



Sources: OECD-WTO balanced trade in services dataset and ECB staff calculations.
Notes: Figures for euro area countries consider only extra-euro area exports. The latest observations are for 2023.

Higher tariff barriers could affect the output and profits of US MNEs in the euro area, including in the pharmaceutical sector, depending on whether these enterprises adjust prices or move production. Given that pharmaceutical exports from the euro area to the United States are strongly linked to supply chain and tax optimisation strategies of US MNEs, these trade flows are vulnerable to relocation risks. While the high profitability of their subsidiaries (Chart F) may allow US MNEs

3 Charges for the use of IPPs include royalties paid on patents, trademarks, copyrights, algorithms, etc.

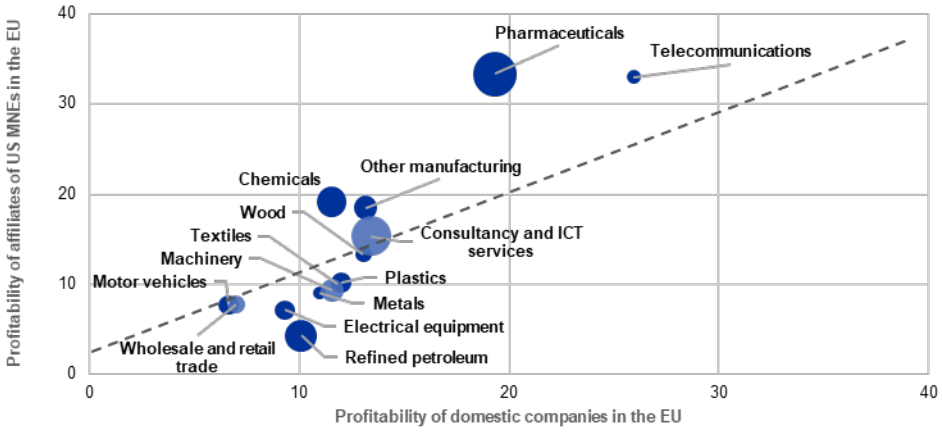
4 Recent corporate tax and regulatory reforms in the United States and Ireland prompted US MNEs to shift IPP ownership from offshore centres to the United States, increasing services payments and income flows between the euro area and the United States that were previously routed through offshore centres and outside the euro area-US current account. For additional details, see Boller, L., et al., "The End of the Double Irish: Implications for US Multinationals and Global Tax Competition", *Budget Model*, Penn Wharton University of Pennsylvania, October 2024.

to partially absorb additional US tariffs, these could render their business model less attractive, especially if accompanied by changes in US taxation and regulatory regimes incentivising onshoring of production to the United States.[5] US trade policies could also indirectly affect US MNE affiliates in the euro area if these are subjected to EU retaliatory measures.

Chart F

Sectoral profitability for affiliates of US multinational enterprises in the EU

(ratio of gross operating surplus over net turnover)



Sources: Eurostat FATS and ECB staff calculations.
Notes: Data refer to available information for the years 2021-22. Profitability is calculated as a ratio of gross operating surplus to net turnover. A data point above (below) the 45-degree line indicates that, for that specific sector, affiliates of US MNEs show a higher (lower) profitability than domestic companies. The size of the bubble shows the relevance, in terms of turnover, of US MNE affiliates for each sector (calculated as the proportion of net turnover from affiliates of US MNEs compared with those of domestic companies).

A relocation of US MNEs' operations away from the euro area could result in lower euro area GDP via reduced production and exports, although gross national income (GNI) and employment would likely be less strongly affected.

For cases where IPP ownership remains with the parent US MNE, the relocation of US MNE operations away from the euro area would reduce euro area GDP primarily through lost exports, which are only partly offset by lower IPP services imports. However, employment and, in particular, GNI would be less strongly affected as US MNE production is capital-intensive and highly reliant on imported IPPs, which generate large payments in the form of profits repatriated to the United States (Chart B). In cases where euro area affiliates of US MNEs own the IPP underpinning production and exports, their relocation to the United States would also negatively affect euro area GDP as a result of a mechanical depreciation effect.[6] Over a longer

5 Operations of US pharmaceutical MNEs in the euro area could also be affect by Trump, D.J., "Executive Order 14297—Delivering Most-Favored-Nation Prescription Drug Pricing to American Patients", in Peters, G. and Woolley, J.T. (eds.), *The American Presidency Project*, University of California, Santa Barbara, May 2025, which directs US agencies to align Medicare drug prices with the lowest prices paid by comparable developed countries.

6 The immediate effect of IPP imports on GDP tends to be largely offset by the corresponding investment (as the acquisition of IPPs is included in national accounts). In subsequent years, however, the depreciation of the acquired capital stock (consumption of fixed capital) adds to investment and thereby mechanically increases GDP. For more details, see Andersson, M., et al., "Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area activity", *Occasional Paper Series*, No 350, ECB, 2024.

period, productivity may suffer if the domestic economy is no longer gaining the positive spillovers from engagement with US MNEs.[7]

[7] See Di Ubaldo, M., Lawless, M. and Siedschlag, I., "Productivity spillovers from multinational activity to local firms in Ireland", *OECD Productivity Working Papers*, Organisation for Economic Co-operation and Development, 30 November 2018.

3 The outlook for euro area business investment – findings from an ECB survey of large firms

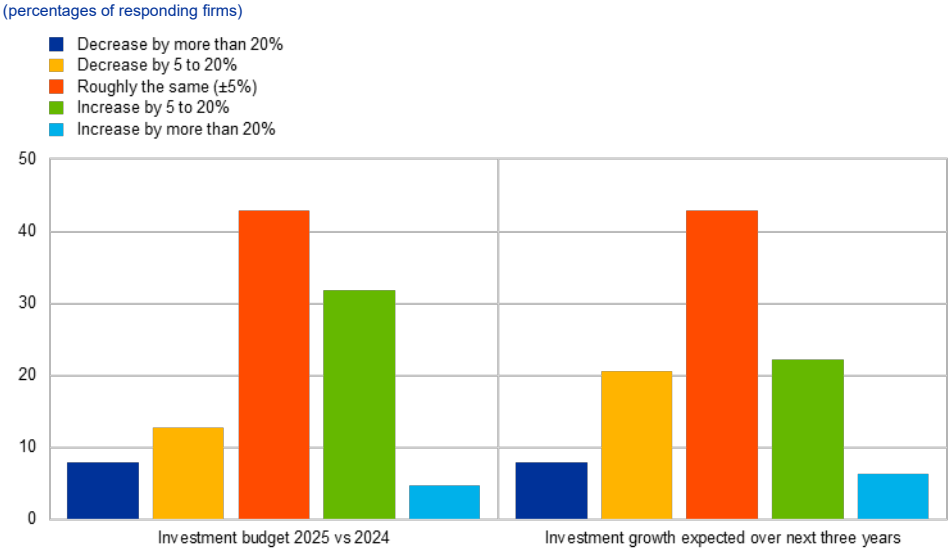
Prepared by Malin Andersson, Valerie Jarvis, Gwenaël Le Breton and Richard Morris

This box summarises the findings of a recent ECB survey of leading non-financial companies on the outlook for business investment.[1] The survey, carried out between 7 April and 14 May, asked firms about recent and expected euro area and global investment decisions and the factors driving or constraining these. Responses were received from 64 companies with an aggregate global revenue equivalent to almost 4% of euro area GDP. Of these, 39 are mainly active in the industrial sector, while the other 25 focus primarily on services.

The responding firms see a more subdued outlook for euro area investment ahead than in 2025 (Chart A). Asked how their investment budgets had evolved in 2025 compared to 2024, significantly more firms reported increases than decreases. However, over the next three years, 40% expected investment to remain broadly constant, with the numbers of firms expecting their investment to decrease or increase being roughly equal. This subdued outlook mainly reflects the feedback from industrial firms, one-third of which expected their investment in the euro area to decline over the next three years, while only a quarter expected it to increase.

Chart A

Investment in the euro area: current and evolution over the next three years



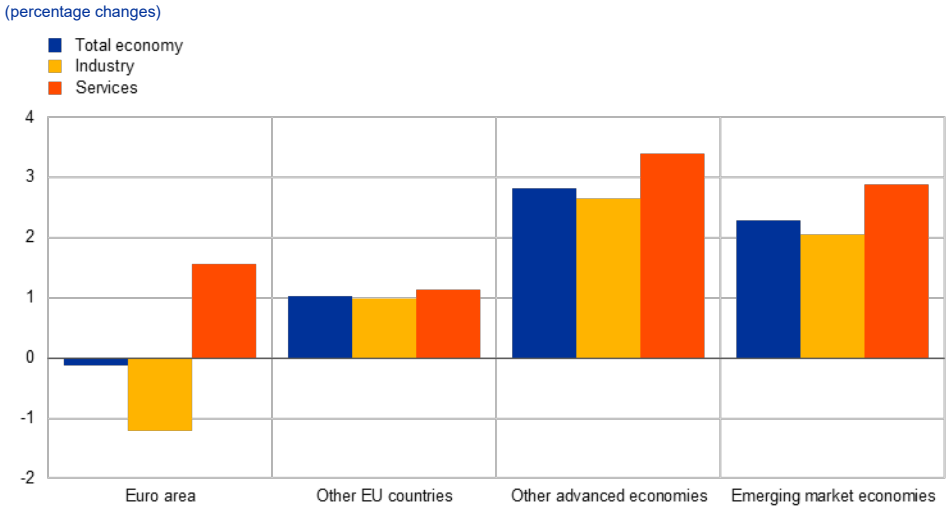
Source: ECB.
Note: The chart depicts responses to the questions "How has your total investment budget in the euro area evolved in 2025 compared to 2024?" and "How do you expect your investment in the euro area to evolve over the next three years?".

[1] The survey was sent to firms with which the ECB maintains regular contacts for the purpose of gathering business intelligence, as explained in the article entitled "The ECB's dialogue with non-financial companies", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2021.

The subdued outlook for investment in the euro area contrasts with expectations of increasing investment in other geographical areas (Chart B). Almost two-thirds of the surveyed firms' current investment is located in the euro area, around 5% in other EU economies and around one-sixth each in other advanced economies and emerging markets.[2] Net responses indicate expectations of near stagnation in euro area business investment over the next three years, but increasing investment outside the euro area, especially in non-EU advanced economies and emerging markets. The subdued investment outlook for the euro area relative to other advanced economies and emerging markets reflects industrial firms' expectations of contracting investment in the euro area, but growing investment outside the euro area. By contrast, services firms expected increasing investment both inside and outside the euro area, and at more similar rates. Demand was the main factor influencing the geographical focus of investment, ahead of higher growth opportunities and the desire to enter new markets. Other frequently cited factors relate to the wish to diversify and build supply chain resilience, proximity to customers ("local-for-local"), different tariffs, more favourable regulation, and economic and political stability.[3]

Chart B

Investment by region: evolution over the next three years



Source: ECB.
Notes: The chart depicts responses to the question "How do you expect your investment in the following geographical areas to evolve over the next three years?". Expected investment is derived by aggregating the shares of firms replying "decrease by more than 20%" (rounded to -20%), "decrease by 5-20%" (averaged to -12.5%), "roughly the same (±5%)" (averaged to 0%), "increase by 5-20%" (averaged to 12.5%), and "increase by more than 20%" (rounded to 20%).

Technological change and evolving geopolitics have become key considerations for firms' investment strategies (Chart C). Asked about the importance of five major recent developments and events in causing firms to rethink

2 The industrial firms surveyed are on average more global, with only half of their investment in the euro area and around one-fifth each in non-EU advanced economies and emerging markets. The activities of the services firms are on average more concentrated, with three quarters of their investment in the euro area and around one-tenth each in non-EU advanced economies and emerging markets.

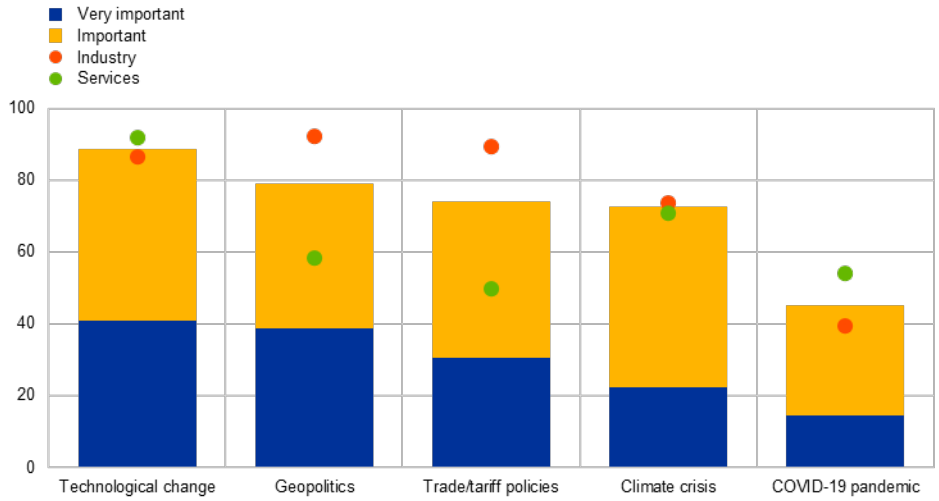
3 For earlier findings from a similar survey in relation to diversification, supply chain resilience and proximity to customers, see the box entitled "Global production and supply chain risks: insights from a survey of leading companies", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2023.

their global investment strategies in recent years, technological change ranked highest in the full sample. For industrial companies, geopolitics and trade/tariff policies were deemed slightly more important than technological change, with firms in the services sector less exposed to these forces. The climate crisis also scored relatively highly, while the COVID-19 pandemic was considered somewhat less important (at least in retrospect).[4]

Chart C

Importance of major developments and events of the 2020s in causing firms to rethink their investment strategies

(percentages of responding firms)



Source: ECB.
Notes: The chart depicts responses to the question "How important have the following major developments and events been in causing you to re-think your global investment strategy in recent years?". Bars relate to percentages of all 64 firms responding to the survey. Dots show combined percentages for "important" and "very important" factors by sector.

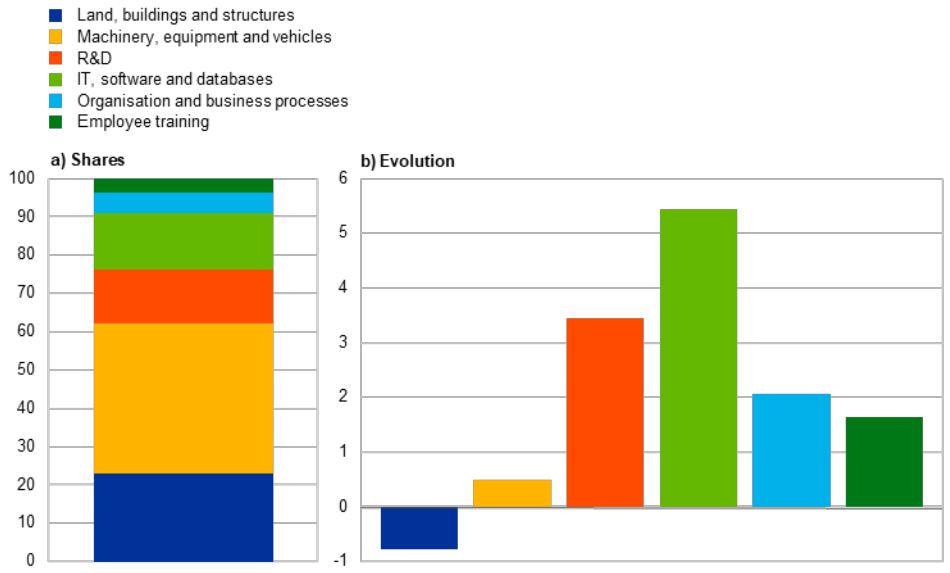
The responding firms expect their euro area investment over the next three years to be driven mainly by intangibles, especially IT, software and databases. On average, firms reported that around 60% of their investment expenditure in the euro area was on "tangibles" (such as machinery and equipment); 30% on "intangibles" (research and development (R&D) and IT, software and databases), which are typically allocated to operational expenditure in company accounts but are counted as investment in national accounts; and 10% on organisation and business processes and employee training (Chart D, panel a). Over the next three years, firms expected their tangible investment to broadly stagnate, while expenditure on R&D and, in particular, on IT, software and databases was expected to increase (Chart D, panel b).

4 However, according to regular contacts with firms at the time, the pandemic did lead to a considerable reorganisation of supply chains and a growing shift from "just in time" to "just in case" inventory strategies.

Chart D

Investment by asset: shares in 2025 and evolution over the next three years

(panel a: percentages of total investment in 2025; panel b: percentage changes over the next three years)



Source: ECB.
Notes: The chart depicts responses to the questions "Of your total euro area investment, roughly what share is dedicated to each of the following areas?" and "How do you expect your euro area investment in each of these areas to evolve over the next 3 years?". Evolution over the next three years is derived by aggregating the shares of firms replying "decrease by more than 20%" (rounded to -20%), "decrease by 5-20%" (averaged to -12.5%), "roughly the same (±5%)" (averaged to 0%), "increase by 5-20%" (averaged to 12.5%), and "increase by more than 20%" (rounded to 20%).

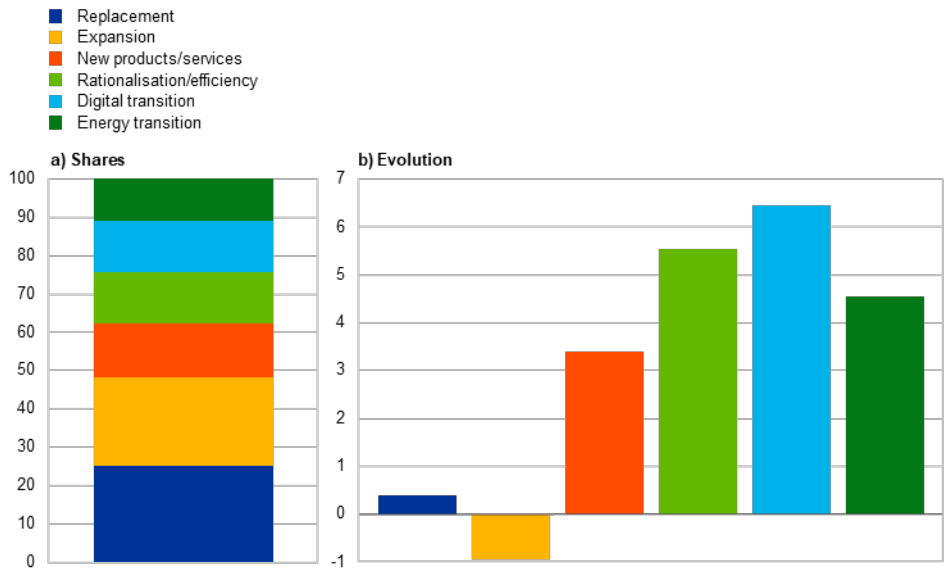
The focus on intangible investment likely reflects increasing prioritisation of the digital and energy transitions, as well as rationalisation and efficiency. On average, respondents categorised around half of their investment as being focused on replacement and expansion, with the remainder, in broadly equal measure, dedicated to the development of new products, rationalisation and efficiency objectives, the digital transition, and the energy transition (Chart E, panel a).[5] Over the next three years, the strongest driver of current investment plans was expected to be the digital transition, followed by rationalisation and efficiency, the energy transition, and the development of new products and services (Chart E, panel b).

[5] It should be noted that many investments have more than one purpose, and identifying the purpose of investments using the categories listed may be rather subjective.

Chart E

Investment by purpose: shares in 2025 and evolution over the next three years

(panel a: percentages of total investment in 2025; panel b: percentage changes over next three years)



Source: ECB.
Notes: The chart depicts responses to the questions "Of your total euro area investment, roughly what share is dedicated to each of the following purposes?" and "How do you expect your euro area investment for each of these purposes to evolve over the next 3 years?". The sum of the shares reported by firms has been rescaled to 100% (the total exceeded 100% as some responses reflected the multiple purpose of some investments). The evolution over the next three years is derived by aggregating the shares of firms replying "decrease by more than 20%" (rounded to -20%), "decrease by 5-20%" (averaged to -12.5%), "roughly the same (±5%)" (averaged to 0%), "increase by 5-20%" (averaged to 12.5%), and "increase by more than 20%" (rounded to 20%).

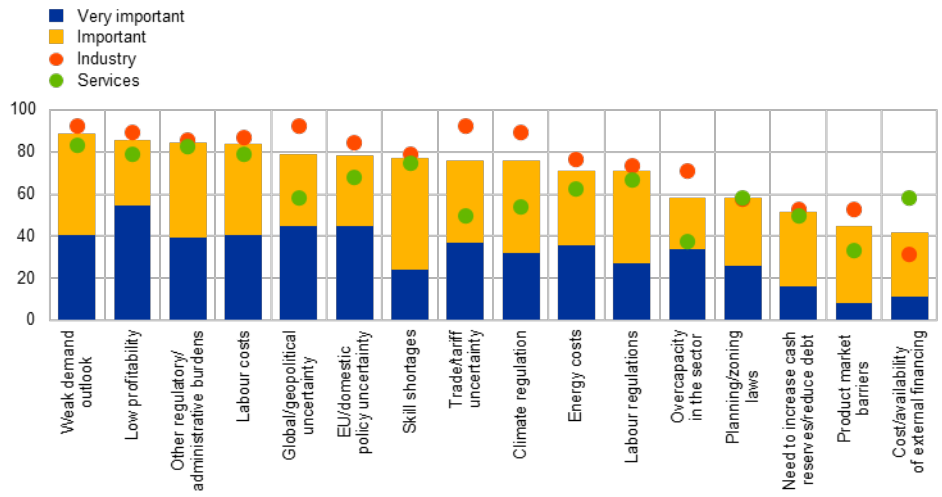
A weak demand outlook and low profitability top the list of constraints on euro area investment (Chart F). Nine out of ten respondents reported weakness in demand as the most important (often "very important") constraint on euro area investment, closely followed by low profitability, other regulatory and administrative burdens, and labour costs (cited by 80-85% of firms).[6] Among industrial firms, global geopolitical uncertainty, trade uncertainty and EU/domestic policy uncertainty featured particularly strongly. Asked about what changes could be expected to encourage higher investment in the euro area, more than half of the respondents pointed to lower and/or more stable regulation. A more growth-friendly and predictable climate policy also featured strongly, as well as more demand stimulus, political and economic stability, and lower labour and energy costs. The cost and availability of external financing was deemed of much lower importance, probably reflecting in part the easier availability of external finance for the large firms surveyed than for smaller firms.

6 Labour regulations and climate regulation were listed as separate factors in the questionnaire.

Chart F

Factors constraining investment in the euro area

(percentages of responding firms)



Source: ECB.
Notes: The chart depicts responses to the question "How important are the following factors in constraining your investment in the euro area?". Bars relate to percentages of all 64 firms responding to the survey. Dots show combined percentages for "important" and "very important" factors by sector.

Anticipated increased defence spending is quite widely perceived as a potential catalyst for investment. Half of the industrial firms and a fifth of services respondents expected increased defence spending to support their investment over the next three years. These firms tended to be supplying the defence industry already (directly or indirectly), or exploring or intending to explore opportunities to adapt current production to growth opportunities related to recent defence spending announcements, or they expected to benefit indirectly from the resulting boost in overall economic activity. By comparison, only around one in five respondents (predominantly firms based in southern Europe) perceived the Next Generation EU programme as having supported investment in their sector. Where support was perceived, it tended to be focused on projects related to environmental and digital infrastructure.

4 Where do we stand with inflationary pressures arising from price resetting?

Prepared by Katalin Bodnár, Andrea Fabbri, Ieva Rubene and Zivile Zekaite

The disinflation in euro area services has been slower than that of the overall headline Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) (Chart A). This is can be attributed to a combination of factors: a delayed response to the general inflation surge by some services prices, elevated wage pressures and strong demand for services (especially recreation services).[1] This box focuses on the first factor and examines the role of the services items in the HICP basket that tend to be repriced less frequently and thus may still push up price pressures while other items are already experiencing disinflation.

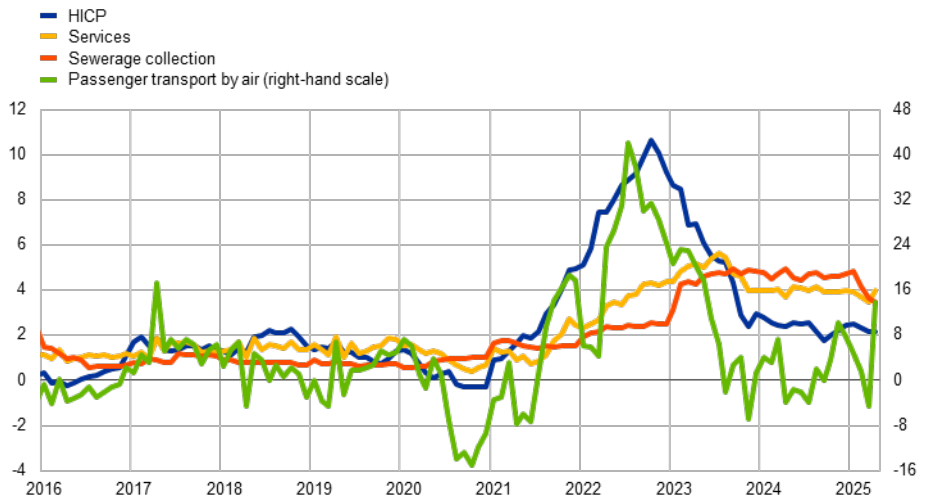
The HICP services consumption basket comprises price indices with very different annual inflation rates. On the one hand, services include items related to travel, where prices tend to adjust to economic conditions and shocks very quickly. For example, the annual increase in prices for passenger transport by air shot up to 40% in mid-2022, ahead of the peak in total services in July 2023. Since mid-2023 it has occasionally recorded negative rates. On the other hand, prices of other components have shown stable annual increases, with very low volatility; for example, sewerage collection, where prices have risen very gradually, lagging the total services prices (Chart A).

[1] For information on the role of energy and wage input costs for services prices, see the box entitled "Decomposing HICPX inflation into energy-sensitive and wage-sensitive items", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2024.

Chart A

Euro area headline HICP, services and selected services components

(annual percentage changes)

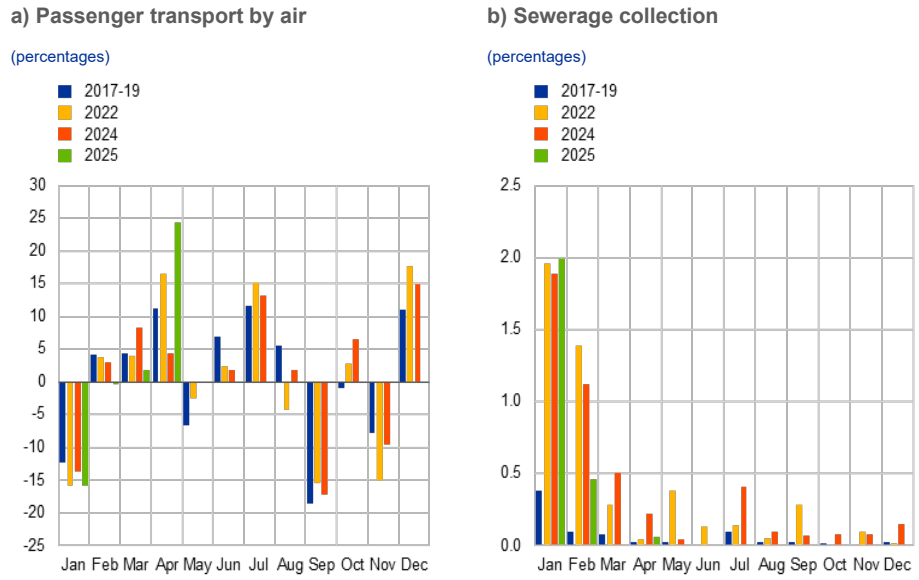


Sources: Eurostat and ECB staff calculations.
Note: The latest observations are for April 2025.

The differences in annual inflation rates across components of services inflation are partly the result of a different frequency of price changes within the year. For instance, prices for passenger transport by air are highly volatile and the price index can rise or fall by more than 10% every month, depending on demand linked to the holiday seasons (Chart B, panel a). By contrast, price changes in other items, such as sewerage collection, are concentrated at certain points in the year (Chart B, panel b). Prices for services with less frequent price changes can be expected to react to general price and cost shocks with some lag. For both these categories, and also more generally, price changes have increased in the last few years but these continue to be aligned with pre-pandemic patterns in terms of their timing within the year (i.e. occurring in the same months, with seasonal swings for passenger transport by air and the largest change taking place in January for sewerage collection).

Chart B

Month-on-month price changes for selected HICP services items



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.
Notes: "2017-19" refers to the average of the monthly rates of change over this period. The latest observations are for April 2025.

Infrequent price adjustments may be the consequence of longer-term relations between sellers and buyers, or of prices being directly set or heavily influenced by governments. Changing prices can be costly, leading to infrequent price adjustments, with the contractual relationship between the service provider and the customer fixed or prolonged for a specific time period. For example, housing rents or health insurance contracts tend to be renewed or repriced annually. Prices of non-contractual services may also be changed infrequently to preserve long-term relations between sellers and buyers, e.g. repairs of household appliances, such as sports or gardening equipment, haircuts, etc. Furthermore, the prices of some services items are set or significantly influenced by the government, i.e. for "administered" services. Prices for administered services are generally adjusted less frequently than prices for non-administered services.[2] Typical examples of such services are utilities (refuse and sewerage collection), tertiary education and social protection services (e.g. childcare). As administered prices are classified at the national level, there are many services items for which prices are administered in some countries but not in others – and this may blur the euro area pattern somewhat.

The price changes in around a quarter of all services items are concentrated in one or two months of the year. Repricing can happen at different times in different countries, which means that finding a clear repricing pattern for the euro area aggregate is not a straightforward process. Our approach is based on the 39 euro area services items in the 4-digit Classification of Individual Consumption by

[2] See Fritzer, F., "Administered Prices, Inflation and the Business Cycle – Selected Aspects", *Monetary Policy & the Economy*, Oesterreichische Nationalbank (Austrian Central Bank), Issue 1, 2011, pp. 41-57. See also the box entitled "Measuring and assessing the impact of administered prices on HICP inflation", *Monthly Bulletin*, May 2007, ECB.

Purpose (COICOP-4) over the period from 2016 to 2024. For each item, the following selection approach is applied. First, we calculate the month-on-month percentage price change for each calendar month, using non-seasonally adjusted price indices. Second, we calculate the average change for each calendar month over all the years in the period. Third, we calculate the relative importance, as a percentage share, of each month with respect to the total price change for the whole year. For the second and third steps, we use absolute values because these allow us to assess the relative magnitude of all price changes, independently of the direction of the change. For example, the share for January is the average of the monthly absolute price changes in the month of January for all years between 2016 and 2024 divided by the sum of the averages of all monthly absolute price changes over the same period. Fourth, we identify the calendar months where either (i) the percentage share of a price change in any single month is above 25%, or (ii) the combined share of any two months with the highest shares is above 35% of the total change over the sample period. Finally, a services item is assigned to the "annual repricing" category if it fulfils these criteria and the month-on-month price change for the identified calendar months is positive on average between 2016 and 2024.[3] The thresholds are based on judgement but are relatively high in assuming that, at a minimum, between one-quarter and one-third of the change in a price index takes place in only one or two months of a year. For example, the results show that 48% of the total absolute price change for hospital services over the period occurred in the month of January in each year (Chart C).[4] The approach identifies 16 services items – around 25% of total services (based on 2025 weights) – as having an annual repricing pattern. Around one-half of the items that are repriced annually fall into the administered prices category.

[3] This final condition ensures that items that have large seasonal price swings (i.e. up in one month and down in another owing to factors such as holiday seasons) are excluded.

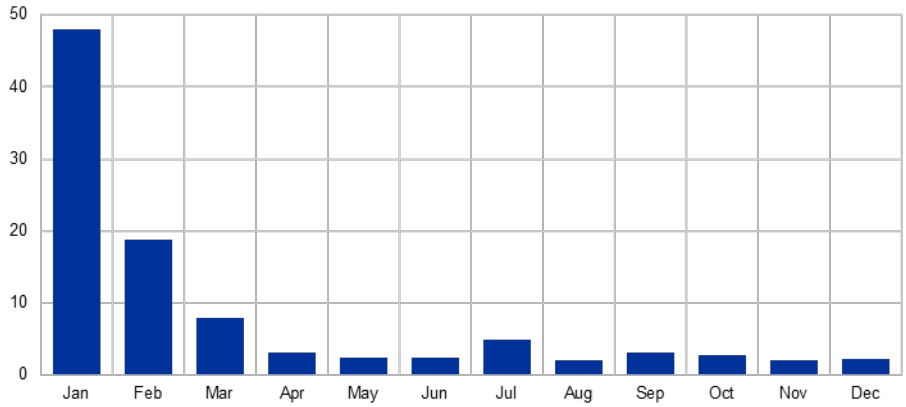
[4] The items classified in the "annual repricing" category according to the COICOP 4-digit classification are: 043200, 053300, 111200, 073600, 044200(A), 044300(A), 044400, 063000(A), 073500(A), 081000(A), 100000(A), 124000(A), 125300, 125500, 126000, 127000, where (A) denotes an item with an administered price. The selection at the euro area level may differ from selection at the country level.

Chart C

An example of annual repricing: hospital services

Distribution of price index changes within a year

(percentages of the price change in each month relative to the change over the whole year, on average over the 2016-24 sample period)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

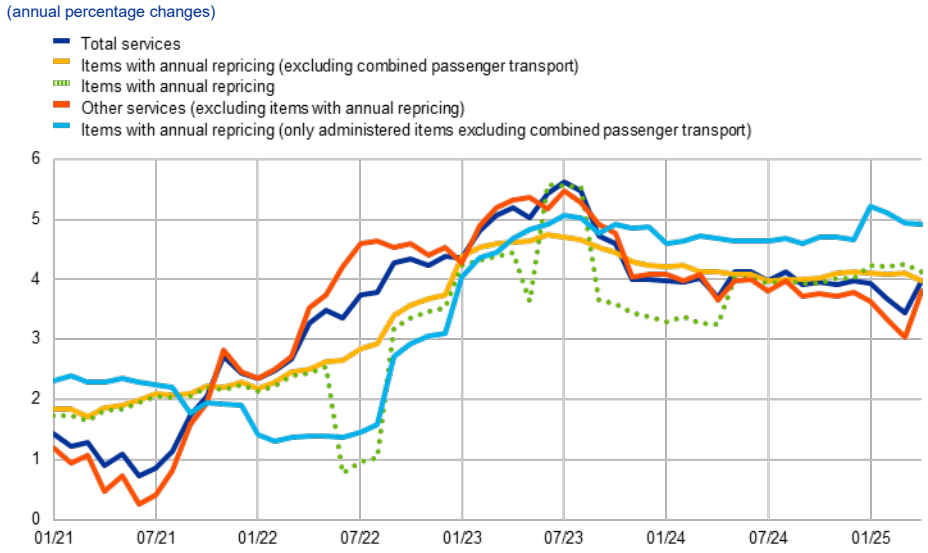
For most items with an annual repricing pattern, the change in the price index mainly occurs early in the year. For most of the 16 items in the annual repricing category, January is the month, or one of the two months, showing the largest proportion of the price change in one year. There are a few exceptions – for example, education and canteens, where price changes mainly occur close to the start of the school year. The pattern for combined passenger transport is blurred by the impact of the introduction of the German public transport ticket and the subsequent price changes applied to it. Given the sheer size of this effect, it is helpful to exclude the impact of this item to gain a better understanding of the underlying services price dynamics.[5]

Items that show an annual repricing pattern have played an increasing role in keeping services inflation elevated. During the latest inflation surge, the inflation rates of items without an annual repricing pattern rose earlier and more sharply than those of items with an annual repricing pattern, especially for administered items (Chart D). As the upward cost shocks started to unwind, inflation for items with non-annual repricing declined more noticeably, while the inflation rate of services items with annual repricing (excluding combined passenger transport) hovered at slightly above 4.0% in the second half of 2023 and in 2024. The inflation rate of items with a repricing pattern has been slightly above the rate of services without annual repricing since the end of 2023. This is mainly a result of the particularly high inflation rate of administered items within the annual repricing group.

5 A reduced-price public transport ticket was introduced in Germany for three months in the summer of 2022 and then introduced again in May 2023 at a higher price. The price was increased further in January 2025. The price of this ticket is part of the “combined passenger transport” HICP category and the price changes caused large swings in this index, with visible effects on the euro area index.

Chart D

HICP services items with an annual repricing pattern

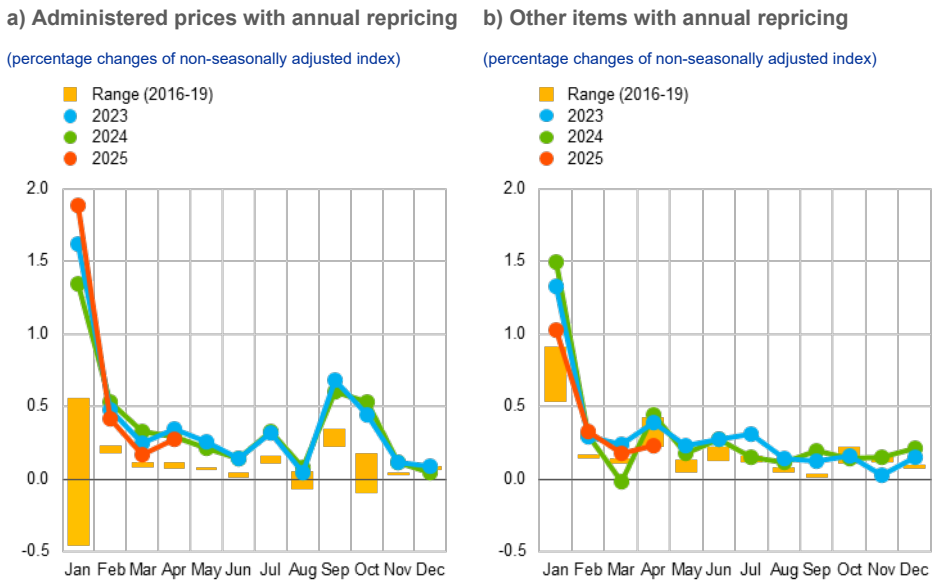


Sources: Eurostat and ECB staff calculations.
Notes: Based on the COICOP-4 classification. The latest observations are for April 2025.

At the beginning of 2025, items that are repriced annually remained an important factor behind the persistence of services inflation. As price changes for items with annual repricing occur predominantly in January, their month-on-month changes in January offer useful insights into annual inflation developments. In January 2025 annually repriced items with administered prices showed the strongest month-on-month increase, which even surpassed the rise seen a year ago. By contrast, price changes in non-administered annually repriced items eased compared with the previous year (Chart E). The inflation rate of services items without a repricing pattern has also declined visibly as of January 2025. However, part of the drop in March and the rebound in April reflects the different Easter dates in 2024 and 2025. The decoupling of administered price inflation from broader services inflation should be closely monitored, as forecasting models are not able to appropriately capture the drivers of price dynamics for these services, which are often strongly linked to fiscal considerations.

Chart E

Month-on-month price changes for items with an annual repricing pattern



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.
Notes: Aggregates are based on the chain-linked aggregation of the components. Administered prices exclude combined passenger transport. The latest observations are for April 2025.

To conclude, the disinflation in services is expected to be supported by a normalisation of annual repricing patterns. While inflation for items with a repricing pattern, especially those with administered prices, remains persistent, most of the delayed adjustment to past shocks should now be largely completed. Hence, future repricing steps should become smaller and more in line with general inflation trends.

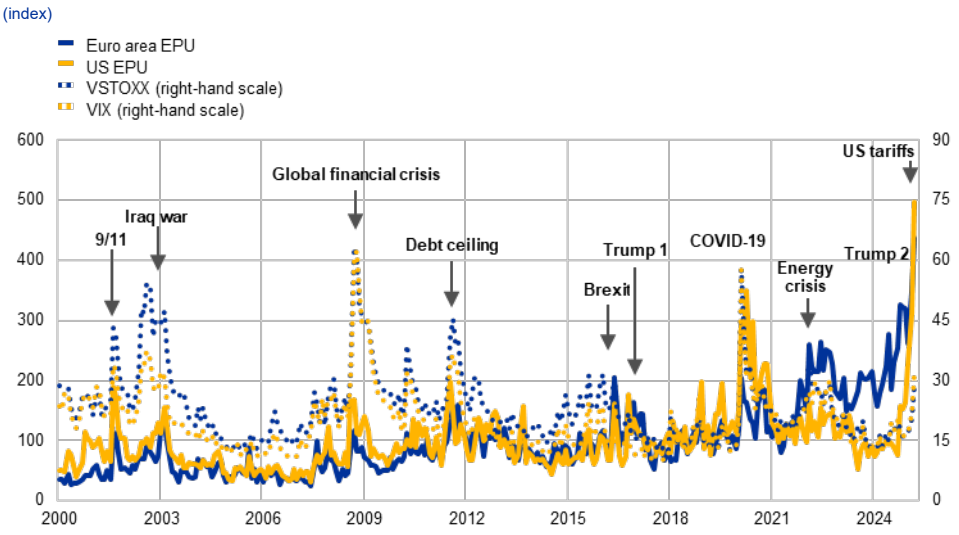
5 Financial market volatility and economic policy uncertainty: bridging the gap

Prepared by Giulia Martorana and Jakub Mistak

Following the 2 April tariff announcement by the US Administration, financial market volatility spiked from previously subdued levels, becoming more aligned with the surge in economic policy uncertainty (EPU) observed since the autumn of last year. Chart A illustrates financial market volatility measures for the euro area (VSTOXX) and the United States (VIX) alongside the corresponding EPU indices. EPU indices are news-based measures of economic policy uncertainty that have gained in popularity for their ability to track major economic and political events.[1] Since last autumn, EPU indices have surged on both sides of the Atlantic, with this upward trend continuing into 2025 amid enduring geopolitical risk and increasing uncertainty surrounding tariff policies. In contrast, financial market volatility in both the euro area and the United States remained relatively muted until March on the back of strong momentum in equity markets. However, both the VIX and the VSTOXX spiked following the equity market sell-off triggered by the announcement of US tariffs on 2 April.

Chart A

Financial market volatility and EPU in the euro area and the United States



Sources: Baker, Bloom and Davis, Bloomberg and ECB staff calculations.
Notes: US EPU is estimated by Baker, Bloom and Davis, while euro area EPU is calculated as the GDP-weighted average of the German, French, Italian and Spanish EPU indices by the same authors. Both indicators are normalised to have a mean of 100 between January 2000 and the latest observation. The latest observations are for April 2025.

Historically, measures of EPU and financial market volatility have displayed close co-movement, albeit diverging at times and across countries. Historically, disconnects between EPU and financial market volatility have emerged following

[1] For more on the EPU methodology, see Baker, S.R., Bloom, N. and Davis, S.J., "Measuring Economic Policy Uncertainty", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131, No 4, November 2016, pp. 1593-1636.

significant events, such as the 2016 US presidential election, the UK Brexit referendum and the recent energy crisis. This has sparked a large body of research, which has offered various interpretations of the muted reaction of financial market volatility to changes in policy uncertainty. These include, for instance, a deterioration in the quality of political signals, differences in investor opinions and the role played by strong economic conditions.[2]

The recent increase in euro area EPU reflects an intensification of an upward trend observed over a number of years. Since 2021 movements in euro area EPU have been heterogeneous across countries, with the indicators for Germany and France consistently remaining above their historical averages.[3] Particularly striking is the upward trend in German EPU, which reached historical highs in April 2025 at the time of the US Administration's tariff announcement (Chart B, panel a). For this reason, and for reasons of data availability, the analysis in this box focuses on Germany. A database of news articles is used to replicate German EPU.[4] Specifically, the replicated index relies on a database of 1,857,207 German news articles spanning the period from January 2000 to April 2025 and closely tracks the original EPU index. When plotted alongside the index of German equity market volatility (VDAX), it is evident that the disconnect between the two measures observed from the autumn of last year and into the first three months of 2025 reflects an intensification of a trend observed over a number of years. This divergence persisted until early April, when a sharp rise in the VDAX, which coincided with the sell-off in global equity markets, brought it into line with the earlier increase in the EPU index.

2 See Białkowski, J., Dang, H.D. and Wei, X., "High policy uncertainty and low implied market volatility: An academic puzzle?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 143, No 3, March 2022, pp. 1185-1208; Dumas, B., Kurshev, A. and Uppal, R., "Equilibrium Portfolio Strategies in the Presence of Sentiment Risk and Excess Volatility", *The Journal of Finance*, Vol. 64, No 2, April 2009, pp. 579-629; and Pástor, L. and Veronesi, P., "Political uncertainty and risk premia", *Journal of Financial Economics*, Vol. 110, No 3, December 2013, pp. 520-545.

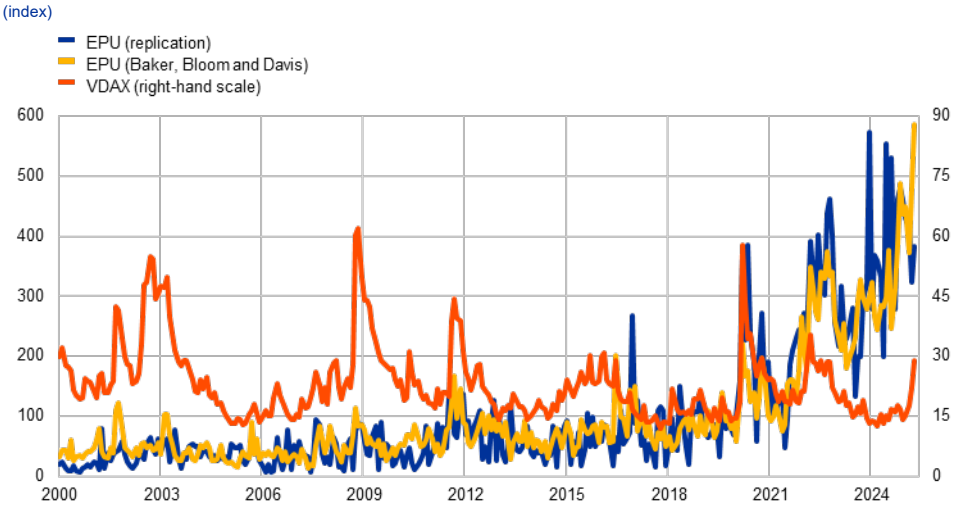
3 For the EPU indicators for the big four euro area countries, see Baker, Bloom and Davis, op. cit.

4 The methodology used to replicate the German EPU index follows Baker, Bloom and Davis, op. cit. The indicator is normalised by newspaper source and rescaled by the number of articles per month.

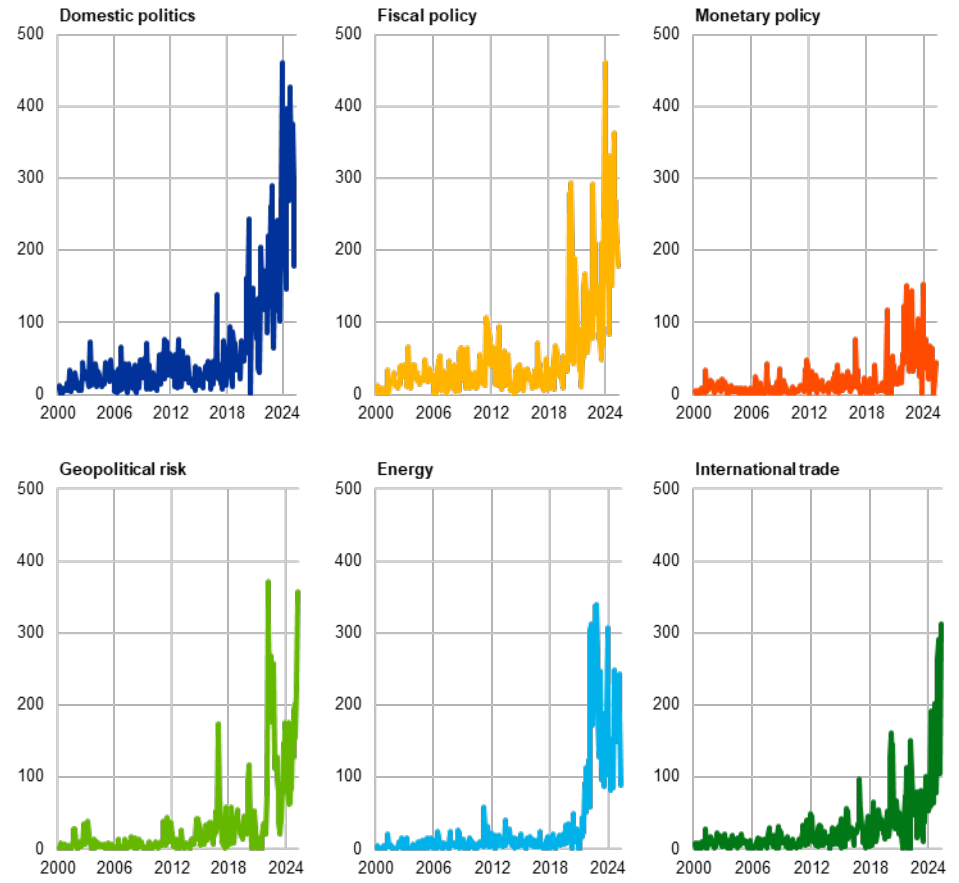
Chart B

EPU index and uncertainty categories

a) EPU index and implied market volatility in Germany



b) German EPU by topic



Sources: Dow Jones Factiva and ECB staff calculations.
Notes: Panel a) compares the original EPU index from Baker, Bloom and Davis and its replicated version with the VDAX. Panel b) shows the decomposition of topics extracted from the replicated EPU index using an LLM. Each article may be assigned to multiple categories. The latest observations are for April 2025.

A topic-based analysis of newspaper articles using a large language model (LLM) identifies domestic and global uncertainties as being behind the recent surge in German EPU. The analysis leverages the flexibility and contextual understanding of LLMs to extract different economic topics driving German EPU. Specifically, OpenAI's GPT-4o is used to identify multiple topics within each newspaper article.[5] Chart B, panel b), presents the six uncertainty categories identified. The main drivers of the increase in German EPU include domestic uncertainty, particularly related to politics and fiscal policy, and global uncertainty, captured by the geopolitical, energy and, more recently, trade categories. The rise in domestic and fiscal policy uncertainty reflects internal issues, including developments in the real economy, industrial policy, fiscal budget, political coalition dynamics and elections. Meanwhile, geopolitical risk intensified following Russia's unjustified invasion of Ukraine and during the escalation of the conflict in Gaza. Energy-related uncertainty also surged in the wake of the Russian invasion of Ukraine, amplified by Germany's heavy dependence on Russian gas at that time. Monetary policy uncertainty increased in line with post-pandemic inflation trends, as echoed by various market-based indicators. Finally, international trade uncertainty encompasses significant events and shocks, such as Brexit, the 2016 US presidential election, the COVID-19 pandemic and recent developments in US tariff policy, all of which tested global supply chain resilience.

A formal empirical analysis can help in understanding recent developments, including those following the US tariff announcement on 2 April, when the spike in financial market volatility aligned with persistently high levels of policy uncertainty amid a significant sell-off in equity markets. Drawing on US literature, this box examines whether the relationship between financial market volatility and German EPU has been affected by the "momentum" in the equity market, defined as the number of months with positive returns in the equity index over a given period. Specifically, the empirical analysis models implied volatility ("$\log(\mathrm{VDAX_t})$") as a function of the identified EPU categories.[6] Chart C plots the marginal effects of increases in the six uncertainty categories on implied stock market volatility, conditional on equity market performance. In the six months to April 2025, the equity market recorded four months with positive returns (highlighted by the grey columns in the panels).

---

5 On the use of LLMs to extract uncertainty categories, see Audrino, F., Gentner, J. and Stalder, S., "Quantifying uncertainty: a new era of measurement through large language models", *SNB Working Papers*, No 12/2024, Swiss National Bank, October 2024.

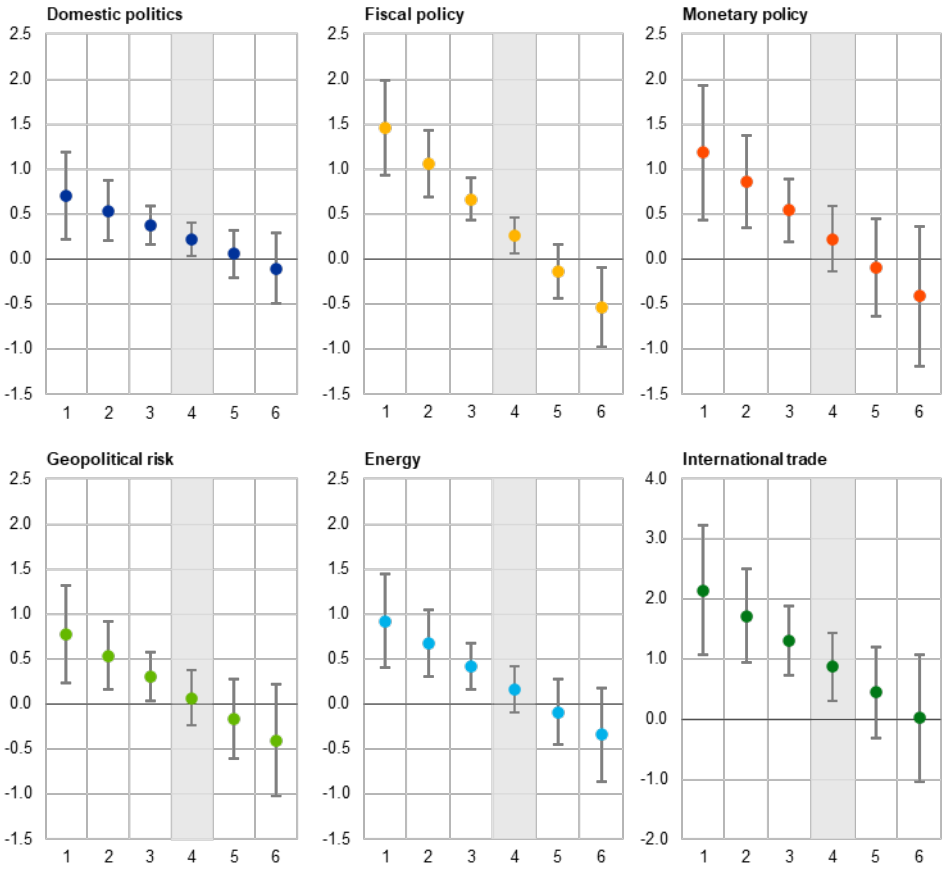
6 The empirical approach follows Białkowski, Dang and Wei, op. cit. It includes controlling for the log of the daily stock market return ("r_t"), the log of 30 days' realised volatility ("$\log(\mathrm{V_t})$"), and a proxy for equity market momentum constructed as the number of positive return months of the DAX index over the preceding six months ("PM_t"). The regression specification can be summarised as follows:

$$\log(\mathrm{VDAX_t}) = \beta_0 + \beta_1 \mathrm{PM_t} + \beta_2(\mathrm{PM_t} \cdot \mathrm{EPU_{i,t}}) + \beta_3 \mathrm{EPU_{i,t}} + \beta_4 \mathrm{r_t} + \beta_5 \log(\mathrm{V_t}) + \beta_6 \mathrm{Trend_t} + \varepsilon_t$$

Chart C

Marginal effects of EPU categories on financial market volatility

(index)



Sources: Dow Jones Factiva and ECB staff calculations.
Notes: The panels plot the marginal coefficients of an increase in the German EPU categories on $\log(VDAX_t)$, conditional on different levels of the number of positive return months in the preceding six months, using daily observations spanning the sample period from 2 January 2000 to 16 April 2025. For trade policy uncertainty, the sample is constrained to 2015-2025. In the six months to April 2025 there were four positive return months (highlighted by the grey columns in the panels). The grey whiskers represent 95% confidence bands. The latest observations are for 16 April 2025.

The results indicate that a disconnect between financial market volatility and EPU is more likely to emerge when equity market momentum is strong. Conversely, co-movement is more likely when that momentum is weak. These results hold across different categories and are robust across various specifications. This pattern is consistent with the growing disconnect between financial market volatility and the EPU index observed in the six months to February 2025, a period of particularly strong equity market momentum. Similarly, the same findings also explain the closing of the gap between financial market volatility and EPU following the US tariff announcement on 2 April. During this episode, the spike in volatility aligned with persistently high policy uncertainty on the back of a significant stock market sell-off. A possible interpretation of these findings is that political uncertainty commands a larger risk premium during periods of weaker stock market performance, particularly when the uncertainty is perceived to have significant implications for economic outcomes.

6 Determinants of inflation expectations of firms in the SAFE

Prepared by Annalisa Ferrando, Sara Lamboglia and Judit Rariga

This box looks at the formation of the euro area inflation expectations captured in the survey on access to finance of enterprises (SAFE). Since June 2023 the SAFE has collected information on euro area inflation expectations for one-year, three-year and five-year horizons.[1] Since March 2024 it has also covered firms' perceived uncertainty about their five-year inflation expectations.

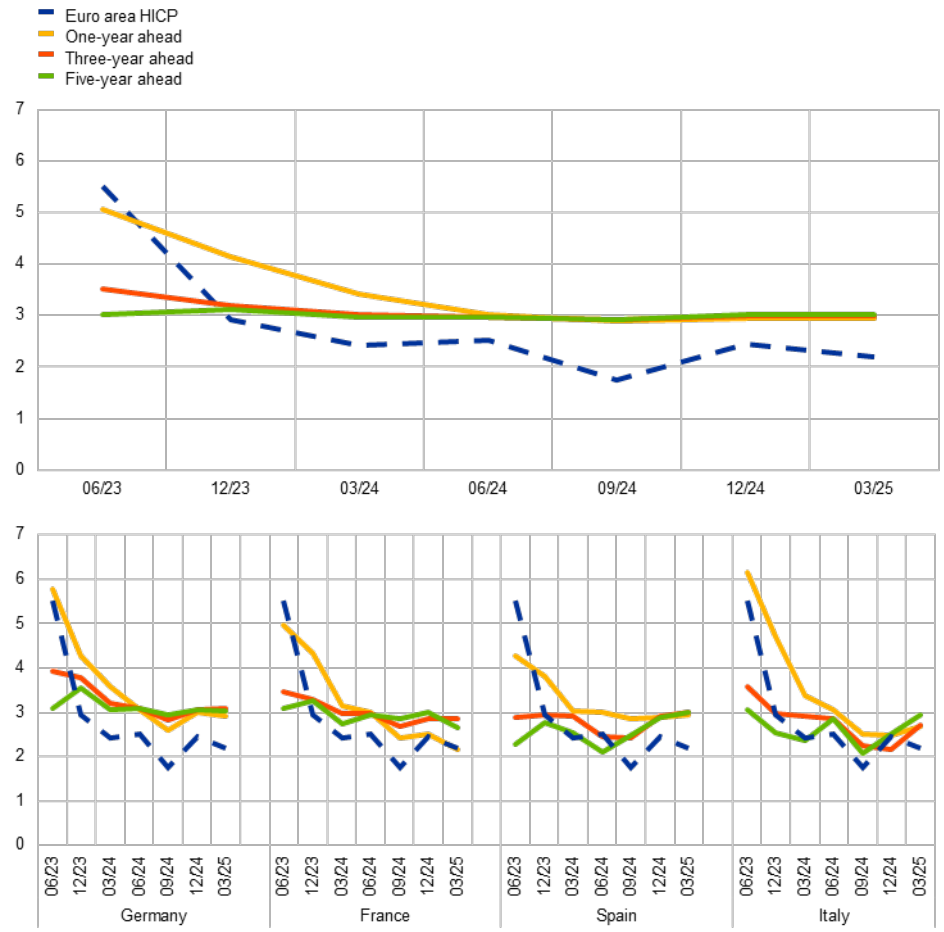
The short-term inflation expectations of firms are more volatile, also across countries, compared with medium-term and longer-term expectations, which are rather stable over time (Chart A). In June 2023 the median one-year ahead inflation expectations of firms stood at around 5%, reflecting the persistence of high inflation at that time. Gradually, median inflation expectations came down to close to 3% at the one-year horizon, with the dynamics of short-term inflation expectations broadly evolving in line with Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) inflation. And yet, heterogeneities across countries still prevail. At the three-year and five-year horizons, firms' inflation expectations are rather stable and stand at 3%.

[1] For more information on the SAFE, see the article entitled "The Survey on the Access to Finance of Enterprises: monetary policy, economic and financing conditions and inflation expectations", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2024. Following two pilot rounds, the SAFE became quarterly in March 2024.

Chart A

SAFE inflation expectations

(annual percentages)



Sources: SAFE, Eurostat and ECB calculations.
Notes: This chart shows the survey-weighted median of euro area firms' expectations for euro area inflation in one year, three years and five years. The statistics are computed after trimming the data at the country-specific first and 99th percentiles. Quarterly SAFE data are for survey rounds 30-34 (January-March 2024 to January-March 2025), and semi-annual data for earlier survey rounds. Euro area HICP refers to the annual rate of growth of the HICP in the euro area.

Inflation expectations are influenced by firm characteristics, by sector and by country of operation across all horizons, while the correlation with actual euro area inflation is highest for the short-term horizon (Chart B). A regression analysis helps identify the main determinants of inflation expectations. It considers factors such as firm demographics (including age, size, exporter status, ownership and past turnover trends), future business decisions related to investment, employment and turnover and euro area inflation rates, and the industry and country of operation of the firms.[2] Firm-specific factors aim to capture firm fundamentals and

[2] These factors are common to several studies. For example, see Bryan, M., Meyer, B. and Parker, N., "The inflation expectations of firms: what do they look like, are they accurate, and do they matter?", FRB Atlanta Working Paper, No 2014-27, Federal Reserve Bank of Atlanta, 2015.

serve as a proxy for how informed a firm is, whereas industry and country fixed effects account for the broader macroeconomic environment influencing the firm.[3]

The analysis reveals that smaller, younger and non-exporting firms, along with those in the service and construction sectors, tend to expect higher inflation at the one-year, three-year and five-year horizons. This is likely related to the fact that small firms often have limited information when forming their expectations and are also less exposed to international markets.[4] Considering all survey rounds, among major countries, firms in Germany report higher inflation expectations on average than those in other euro area countries. In addition, firms across all countries consistently report a positive relation with realised euro area inflation across all horizons, with the strength of the relationship being highest for the short-term horizon.

3 These characteristics may include shared historical inflation experiences, fiscal policy environments, and cultural and behavioural norms – all factors that influence how firms within the same country respond similarly to potential inflationary pressures and form their inflation expectations.

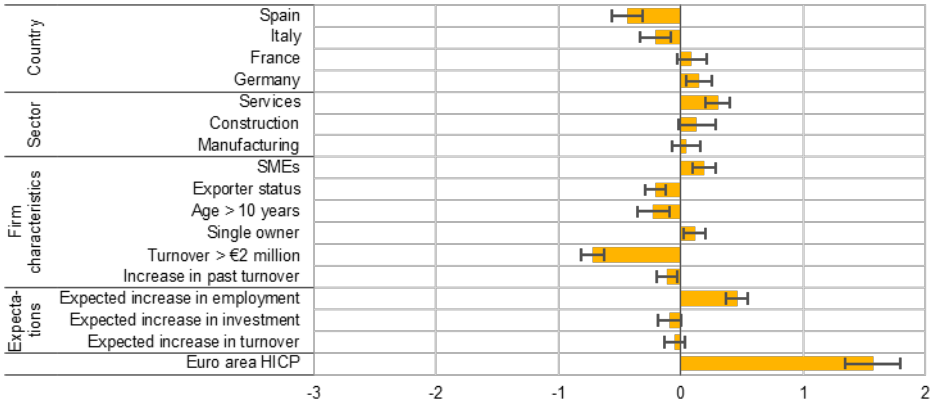
4 See Baumann, U., Ferrando, A., Georgarakos, D., Gorodnichenko, Y. and Reinelt, T., "SAFE to update inflation expectations? New survey evidence on euro area firms", *Working Paper Series*, No 2949, ECB, Frankfurt am Main, 2024.

Chart B

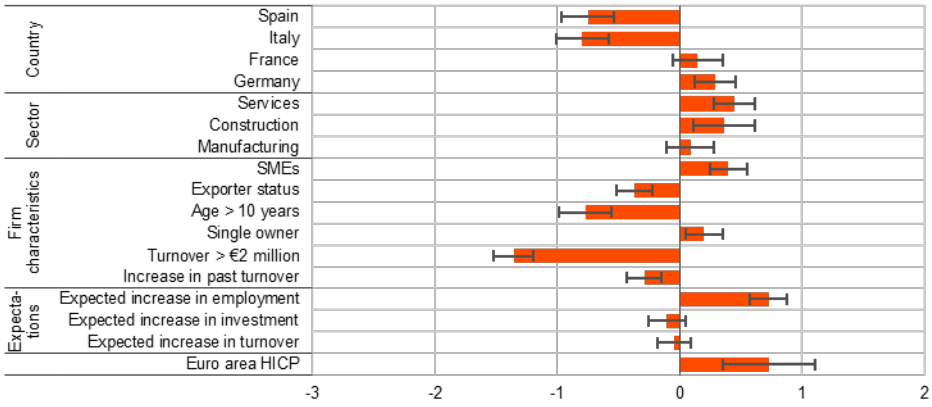
Determinants of firms' inflation expectations at different horizons

(percentage points)

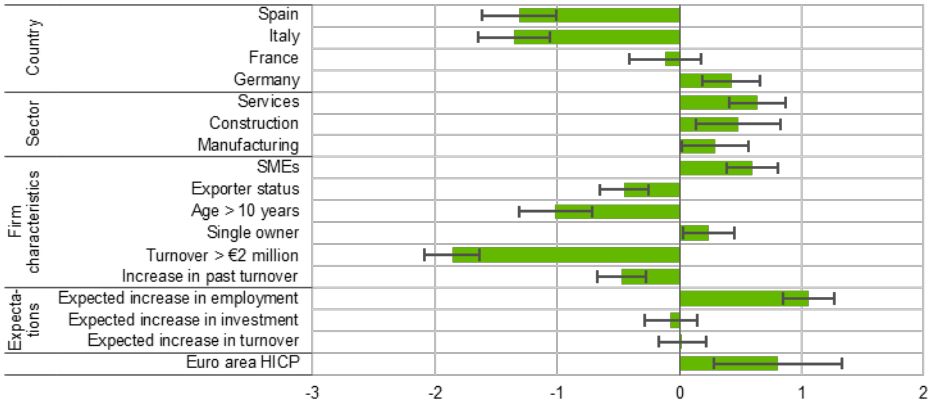
a) One-year ahead



b) Three-year ahead



c) Five-year ahead

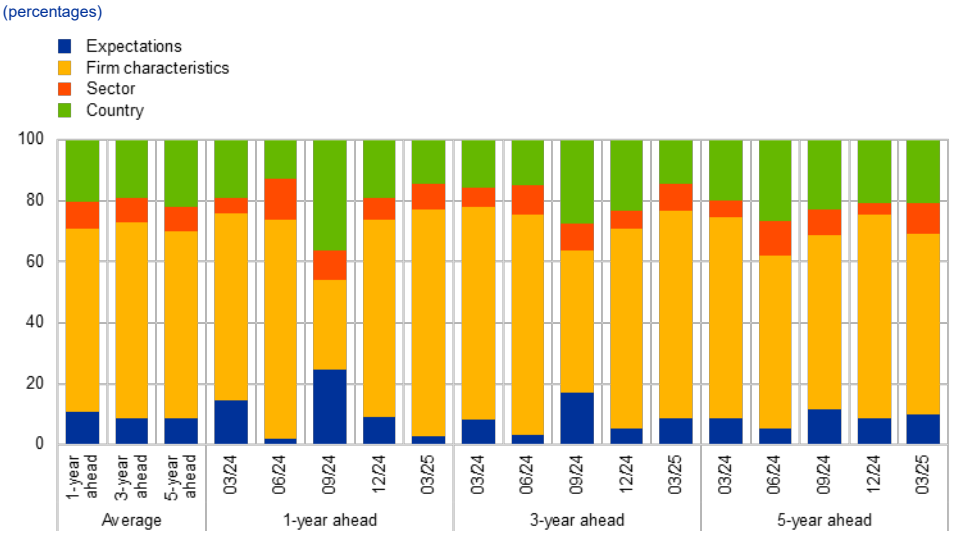


Sources: SAFE, Eurostat and ECB calculations.
Notes: This chart shows the coefficient estimates from regressions of the one-year, three-year and five-year ahead inflation expectations for the covariates indicated on the y-axis. The covariates are all measured as dummy variables except from the euro area HICP. SMEs are firms with less than 250 employees and "increase" signals a dummy variable equal to 1 if firms report an increase in a specific factor, and 0 otherwise. For the country variable, the omitted category includes all other euro area countries, while for sector, the omitted category is trade. Euro area HICP is the annual rate of growth of the Harmonised Index of Consumer Prices in the euro area. Whiskers show 95% confidence intervals. Estimation is based on the survey rounds 30-34 (quarterly data from January-March 2024 to January-March 2025), and semi-annual data for earlier survey rounds.

Most of the variation in inflation expectations across all horizons can be attributed to individual firm characteristics, followed by country-specific factors (Chart C). An additional step in analysing inflation expectations is determining how much of their variation can be attributed to the factors identified above.[5] On average, across horizons and over time, firm characteristics contribute to most of this variation (62%), while the contribution of country fixed effects is 21%. Expectations about future business decisions and industry affiliation account for a similar percentage, each contributing less than 10%. Examining trends across survey rounds: in September 2024 country fixed effects and expectations about investment and employment temporarily had increased influence on inflation expectations for short-term and medium-term horizons. In contrast, the relative importance of factors influencing inflation expectations over longer horizons showed greater stability over time.

Chart C

Main drivers of inflation expectations of firms over time



Sources: SAFE and ECB calculations.
Notes: This chart shows the decomposition of the adjusted R-squared of regressions in Chart B using Shapley values. For a description of the variables see the notes to Chart B. Estimations are based on the survey rounds 30-34 (quarterly data from January-March 2024 to January-March 2025), and semi-annual data for earlier survey rounds.

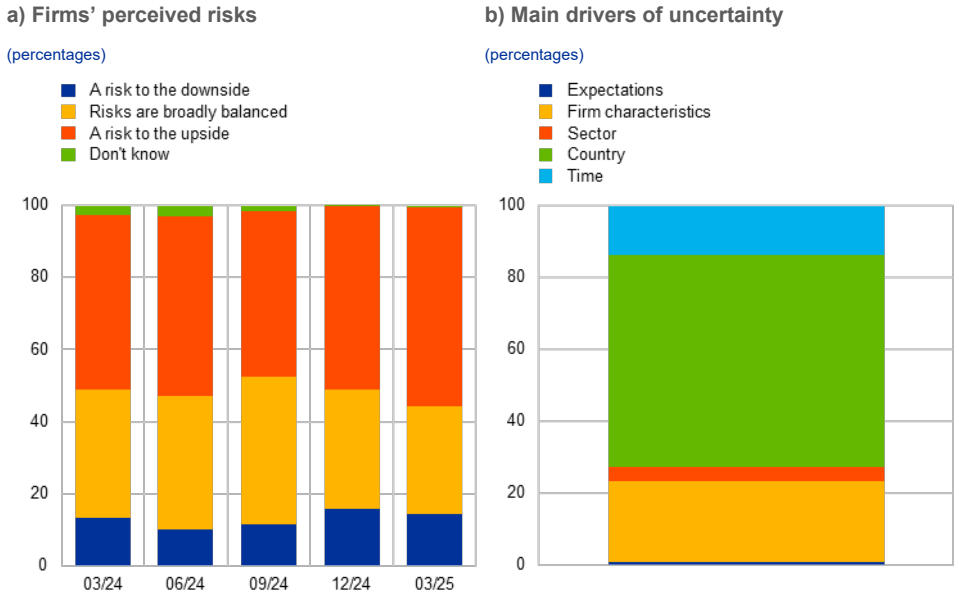
Since early 2024 more than half of euro area firms considered uncertainty surrounding their five-year inflation expectations to be tilted to the upside (Chart D, panel a). Starting in March 2024, firms were asked whether they considered the risks to the long-term inflation outlook to be balanced or tilted to the upside or downside relative to their baseline expectations. In the most recent survey for the first quarter of 2025, 30% of firms perceived the risks to their inflation outlook over the next five years as broadly balanced, while over half identified upside risks and around 14% saw the risks tilted to the downside.

5 Technically, the Shapley-Owen method is used to measure the share of R-squared of the four groups of variables (firm characteristics, sector, country, expectations about business decisions) included in the firm-level regression analysis. The analysis at the survey-round level does not allow to estimate the contribution of euro area HICP.

The level of uncertainty about a firm's long-term inflation outlook is mainly influenced by the country where it operates (Chart D, panel b). The factors influencing inflation expectations likely also explain the degree of variance firms attach to their expectations.[6] By using a similar approach as that outlined above, we identify the share of variation in uncertainty attributable to the various factors. Country-specific features account for most of the overall variation, followed by firm characteristics. This finding highlights, once again, the importance of where a business is located in shaping its long-term inflation expectations.

Chart D

Uncertainty surrounding the five-year ahead inflation expectations and factors accounting for its variation



Sources: SAFE and ECB calculations.
Notes: Panel a) shows survey-weighted percentages of firms' subjective uncertainty regarding the inflation outlook over the next five years. Panel b) shows the Shapley values decomposition of the adjusted R-squared of a regression of uncertainty (a dummy equal to 1 if the firm reports upside risks to its five-year ahead inflation expectations) on the covariates described in the notes to Chart B. Estimations are based on the survey rounds 30-34 (quarterly data from January-March 2024 to January-March 2025).

Overall, understanding what influences the expectations of firms about inflation is crucial for assessing how changes in their business environment might affect the way they form their expectations. Analysis reveals that, in addition to firms' individual characteristics, the countries where they operate play a significant role. This highlights the importance of country-specific common factors that lead firms to adjust their inflation expectations in a similar way.

6 Similar models are found in Baumann et al., op.cit., and McClure, E. M., Yaremko, V., Coibion, O. and Gorodnichenko, Y., "The Macroeconomic Expectations of U.S. Managers", *Journal of Money, Credit and Banking*, forthcoming.

7 Liquidity conditions and monetary policy operations from 5 February to 22 April 2025

Prepared by Samuel Bieber and Anne-Lise Nguyen

This box describes the Eurosystem liquidity conditions and monetary policy operations in the first and second reserve maintenance periods of 2025. Together, these two maintenance periods ran from 5 February to 22 April 2025 (the "review period").

Average excess liquidity in the euro area banking system continued to decline. Liquidity provision decreased, owing to lower Eurosystem holdings under the asset purchase programme (APP) and pandemic emergency purchasing programme (PEPP) following the discontinuation of APP reinvestments at the beginning of July 2023 and PEPP reinvestments at the end of December 2024. The decline in liquidity provision also reflects the maturing of the last operation under the third series of targeted longer-term refinancing operations (TLTRO III) on 18 December 2024, because this operation continued to have an impact on the average figures for the previous review period. The decrease was partly offset by the continuing reduction in liquidity absorption through net autonomous factors.

Liquidity needs

The average daily liquidity needs of the banking system, defined as the sum of net autonomous factors and reserve requirements, decreased by €69 billion to €1,354 billion over the review period. This reflected the fact that liquidity-absorbing autonomous factors increased by less than liquidity-providing autonomous factors (Table A). Minimum reserve requirements rose by €3 billion to €167 billion, having only a marginal effect on the change in aggregate liquidity needs.

Liquidity-absorbing autonomous factors increased by €61 billion over the review period, owing mainly to a rise in other autonomous factors. On average, net other autonomous factors grew by €63 billion. This was due primarily to an increase of around €79 billion in the revaluation accounts as a result of higher gold prices (see the paragraph on liquidity-providing autonomous factors below), which was partially offset by a decrease in capital and reserves following the losses in 2024. Government deposits fell slightly by €2 billion to €109 billion. The overall decrease in this item since 2022 reflects the normalisation of cash buffers held by national treasuries and changes in the remuneration of government deposits held with the Eurosystem that have made it financially more attractive to place funds in the market. The average value of banknotes in circulation was stable over the review period, at €1,569 billion. Banknote demand continued to be broadly stable, having peaked in July 2022.

Liquidity-providing autonomous factors rose by €133 billion, owing primarily to an increase of €85 billion in net foreign assets. This rise in net foreign asset

holdings was driven mainly by higher gold prices. Net assets denominated in euro grew by €48 billion over the review period.

Table A

Eurosystem liquidity conditions

Liabilities

(averages; EUR billions)

	Current review period: 5 February-22 April 2025						Previous review period: 23 October 2024-4 February 2025	
	First and second maintenance periods		First maintenance period: 5 February-11 March 2025		Second maintenance period: 12 March-22 April 2025		Seventh and eighth maintenance periods	
Liquidity-absorbing autonomous factors	2,801	(+61)	2,772	(+16)	2,825	(+53)	2,739	(+54)
Banknotes in circulation	1,569	(-0)	1,567	(-10)	1,571	(+4)	1,569	(+7)
Government deposits	109	(-2)	119	(+12)	101	(-18)	111	(-7)
Other autonomous factors (net)[1)]	1,122	(+63)	1,086	(+14)	1,152	(+67)	1,059	(+54)
Current accounts above minimum reserve requirements	5	(-0)	6	(-1)	5	(-0)	6	(-1)
Minimum reserve requirements[2)]	167	(+3)	167	(+3)	166	(-0)	164	(+1)
Deposit facility	2,825	(-92)	2,847	(-58)	2,807	(-40)	2,917	(-115)
Liquidity-absorbing fine-tuning operations	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Source: ECB.
Notes: All figures in the table are rounded to the nearest €1 billion. Figures in brackets denote the change from the previous review or maintenance period.
1) Computed as the sum of the revaluation accounts, other claims and liabilities of euro area residents, and capital and reserves.
2) Memo item that does not appear on the Eurosystem balance sheet and should therefore not be included in the calculation of total liabilities.

Assets

(averages; EUR billions)

	Current review period: 5 February-22 April 2025						Previous review period: 23 October 2024-4 February 2025	
	First and second maintenance periods		First maintenance period: 5 February-11 March 2025		Second maintenance period: 12 March-22 April 2025		Seventh and eighth maintenance periods	
Liquidity-providing autonomous factors	1,613	(+133)	1,560	(+32)	1,657	(+97)	1,480	(+93)
Net foreign assets	1,256	(+85)	1,219	(+21)	1,286	(+67)	1,170	(+71)
Net assets denominated in euro	357	(+48)	341	(+12)	371	(+30)	309	(+22)
Monetary policy instruments	4,185	(-162)	4,231	(-73)	4,146	(-84)	4,346	(-154)
Open market operations	4,185	(-162)	4,231	(-73)	4,146	(-84)	4,346	(-154)
Credit operations	26	(-14)	27	(-2)	24	(-2)	40	(-37)
- MROs	9	(-1)	8	(-2)	10	(+2)	10	(+5)
- Three-month LTROs	16	(+2)	18	(+1)	15	(-4)	14	(+5)
- TLTRO III	0	(-16)	0	(+0)	0	(+0)	16	(-46)
Outright portfolios[1)]	4,159	(-147)	4,204	(-71)	4,122	(-82)	4,306	(-118)
Marginal lending facility	0	(+0)	0	(+0)	0	(-0)	0	(+0)

Source: ECB.
Notes: All figures in the table are rounded to the nearest €1 billion. Figures in brackets denote the change from the previous review or maintenance period. MROs stands for main refinancing operations, LTROs for longer-term refinancing operations and TLTRO III for the third series of targeted longer-term refinancing operations.
1) With the discontinuation of net asset purchases, the individual breakdown of outright portfolios is no longer shown.

Other liquidity-based information

(averages; EUR billions)

	Current review period: 5 February-22 April 2025						Previous review period: 23 October 2024-4 February 2025	
	First and second maintenance periods		First maintenance period: 5 February-11 March 2025		Second maintenance period: 12 March-22 April 2025		Seventh and eighth maintenance periods	
Aggregate liquidity needs[1)]	1,354	(-69)	1,378	(-14)	1,334	(-44)	1,423	(-39)
Net autonomous factors[2)]	1,188	(-72)	1,211	(-17)	1,168	(-44)	1,260	(-40)
Excess liquidity[3)]	2,830	(-92)	2,852	(-59)	2,812	(-40)	2,923	(-116)

Source: ECB.
Notes: All figures in the table are rounded to the nearest €1 billion. Figures in brackets denote the change from the previous review or maintenance period.
1) Computed as the sum of net autonomous factors and minimum reserve requirements.
2) Computed as the difference between autonomous liquidity factors on the liabilities side and autonomous liquidity factors on the assets side. For the purposes of this table, items in the course of settlement are also added to net autonomous factors.
3) Computed as the sum of current accounts above minimum reserve requirements and the recourse to the deposit facility minus the recourse to the marginal lending facility.

Interest rate developments

(averages; percentages and percentage points)

	Current review period: 5 February-22 April 2025				Previous review period: 23 October 2024-4 February 2025			
	First maintenance period: 5 February-11 March 2025		Second maintenance period: 12 March-22 April 2025		Seventh maintenance period: 23 October-17 December 2024		Eighth maintenance period: 18 December 2024-4 February 2025	
MROs	2.90	(-0.25)	2.65	(-0.25)	3.40	(-0.25)	3.15	(-0.25)
Marginal lending facility	3.15	(-0.25)	2.90	(-0.25)	3.65	(-0.25)	3.40	(-0.25)
Deposit facility	2.75	(-0.25)	2.50	(-0.25)	3.25	(-0.25)	3.00	(-0.25)
€STR	2.67	(-0.25)	2.42	(-0.25)	3.16	(-0.25)	2.92	(-0.25)
RepoFunds Rate Euro	2.73	(-0.23)	2.49	(-0.25)	3.23	(-0.26)	2.97	(-0.26)

Sources: ECB, CME Group and Bloomberg.
Notes: Figures in brackets denote the change in percentage points from the previous review or maintenance period. MROs stands for main refinancing operations and €STR for euro short-term rate.

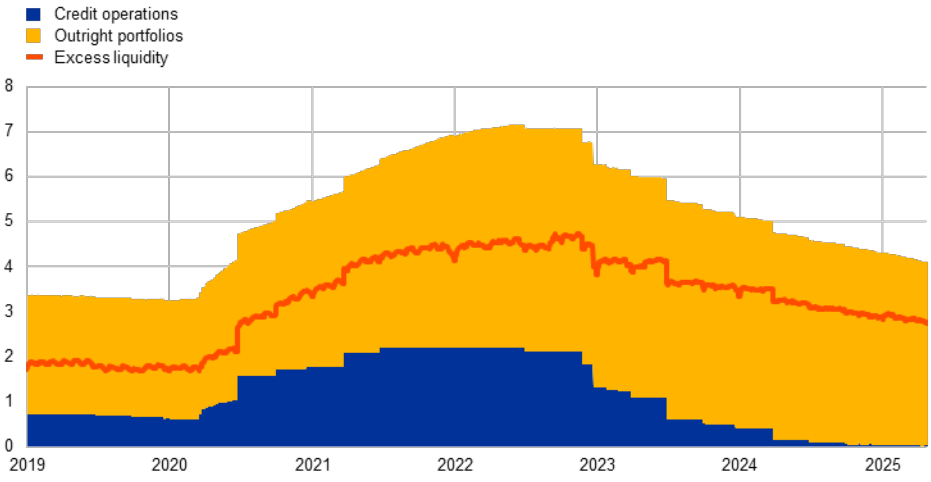
Liquidity provided through monetary policy instruments

The average amount of liquidity provided through monetary policy instruments decreased by €162 billion to €4,185 billion over the review period (Chart A). The decline in liquidity supply was driven primarily by a reduction in Eurosystem outright portfolios and, to a lesser extent, in credit operations.

Chart A

Changes in daily liquidity provided through open market operations and excess liquidity

(EUR trillions)



Source: ECB.
Note: The latest observations are for 22 April 2025.

The average amount of liquidity provided through outright portfolio holdings decreased by €147 billion to €4,159 billion over the review period. This decline

was due to the continued maturing of APP and PEPP holdings in the absence of any reinvestments.[1]

The average amount of liquidity provided through credit operations fell by €14 billion to €26 billion over the review period. This decrease was largely due to the reduction in outstanding TLTRO III amounts following the maturing of the last TLTRO III operation on 18 December 2024 (€29 billion). The average outstanding amount of main refinancing operations (MROs) fell slightly by €1 billion to €9 billion, while the outstanding amount of three-month longer-term refinancing operations (LTROs) rose slightly by €2 billion to €16 billion. Banks' relatively limited participation in these regular operations, despite the TLTRO repayments, reflects their comfortable liquidity position in aggregate and the availability of alternative funding sources at attractive market rates and maturities.

Excess liquidity

Average excess liquidity decreased by €92 billion over the review period to stand at €2,830 billion (Chart A). Excess liquidity is the sum of bank reserves held in excess of minimum reserve requirements and banks' recourse to the deposit facility net of their recourse to the marginal lending facility. It reflects the difference between the total liquidity provided to the banking system via monetary policy instruments and the liquidity needed by banks to cover their minimum reserves. Having peaked at €4,748 billion in November 2022, excess liquidity has since declined steadily.

Interest rate developments

During the review period the Governing Council twice decided to cut all three key ECB interest rates – including the deposit facility rate, through which it steers the monetary policy stance – by 25 basis points. This brought the rates on the deposit facility, MROs and marginal lending facility down to 2.25%, 2.40% and 2.65% respectively with effect from the day immediately after the end of the review period.

The evolution of the average euro short-term rate (€STR) over the review period reflected the ECB's rate cuts, while maintaining a negative spread relative to the deposit facility rate. On average, the €STR was 8.4 basis points below the deposit facility rate over the review period, remaining unchanged compared with the seventh and eighth maintenance periods of 2024. The pass-through of policy rate changes to unsecured money market rates was complete and immediate.

The pass-through of policy rate changes to repo rates was also smooth and immediate. The average euro area repo rate, as measured by the RepoFunds Rate

[1] Securities held in the outright portfolios are carried at amortised cost and adjusted at the end of each quarter, which has a marginal impact on the changes in the outright portfolios.

Euro index, remained closer to the deposit facility rate than to the €STR. On average, the repo rate was 1.3 basis points below the deposit facility rate over the review period, whereas it was 2.6 basis points below it in the seventh and eighth maintenance periods of 2024. The continued gradual narrowing of the spread between repo rates and the deposit facility rate reflects the increasing availability of collateral as a result of higher net issuance, the release of collateral pledged against maturing/repaid TLTROs and the decline in the Eurosystem APP and PEPP holdings. Higher demand from leveraged investors to finance long positions in bonds further contributed to the upward pressure on repo rates.

Artikelen

1 The transmission of monetary policy: from mortgage rates to consumption

Prepared by Pedro Baptista, Maarten Dossche, Andrew Hannon, Dorian Henricot, Omiros Kouvavas, Davide Malacrino and Larissa Zimmermann

1 Introduction

Monetary policy affects consumption via multiple channels, with different effects on households' decisions. By preserving price stability, monetary policy supports consumption in the medium run, as it protects the purchasing power of households. In the short run, however, tighter monetary policy typically dampens private consumption.[1] First, higher interest rates reduce current consumption, as they increase the attractiveness of savings via the "intertemporal substitution channel". Consumption decisions also respond to changes in policy rates as they affect the prices of financial and real assets and generate wealth effects (the balance sheet channel of monetary policy). In parallel, interest rate changes affect the real economy and the evolving labour market conditions, thereby changing income prospects, with consequences for households' consumption decisions. Monetary policy also affects household finances via its impact on cash flows from household debts and assets. Higher interest rates raise interest payments by indebted households, reducing the cash flow available for spending, while increasing the interest revenues on interest-bearing assets, raising the cash flow for asset holders. Given these two counteracting forces, the size and sign of the overall cash flow effects for any individual household depend on their net interest rate position.[2] This mechanism is referred to as the cash flow channel of monetary policy.

Following policy rate hikes, the cash flow channel of monetary policy may pose persistent headwinds to consumption. This article analyses the impact of monetary policy decisions via changes in debt servicing costs and particularly mortgage payments, while abstracting from other direct channels and general

1 See, for example, Peersman, G. and Smets, F., "The monetary transmission mechanism in the euro area: evidence from VAR analysis", in Angeloni, I., Kashyap, A.K. and Mojon, B. (eds.), *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press, Cambridge, 2003.

2 Auclert, A., "Monetary Policy and the Redistribution Channel", *American Economic Review*, Vol. 109, No 6, 2019, pp. 2333-67.

equilibrium effects.[3] This focus is dictated by the relevance of mortgages for euro area households, as one in four households has a mortgage, as well as by the heterogeneity of the euro area mortgage market across countries and income groups. To this end, we present new evidence using household-level information on the timing of changes in mortgage payments and consumption from the ECB's Consumer Expectations Survey (CES). In particular, we show that due to (i) the higher prevalence of fixed-rate mortgages (FRMs) compared with the past, and (ii) the smaller gap between interest rates on outstanding amounts and interest rates on new loans compared with the start of previous monetary policy tightening cycles, the impact on consumption through the mortgage channel is likely to be more protracted in the 2022-23 monetary policy tightening cycle. We aim to quantify this specific effect. Other factors may act in the opposite direction, such as positive developments in real incomes due to the recovery from the recent crises, and the possible reductions of high savings, which were to some extent driven by uncertainty or income misperceptions.[4] The rest of this article will abstract from these other channels and focus exclusively on quantifying the delayed tightening effects through the cash flow channel via mortgages.

2 Characterising the euro area mortgage market

Differences in the structure of mortgage contracts across countries shape the timing of the effects. During the 2022-23 tightening period, interest payments on adjustable-rate mortgages (ARMs) reacted quickly. However, for many households the increase in mortgage payments is still to come, as their temporarily fixed rates (e.g. for five or ten years) expire and are repriced at new market rates. The new rates are likely to be higher since many of these loans were contracted in a period of lower mortgage rates. In the euro area, about one-quarter of mortgages are pure ARMs, while a little over one-third have rates that are fixed for longer than ten years. The remaining mortgages are fixed for several years and are then set to be repriced (Chart 1). The distribution of these fixation periods means there will be a staggered series of mortgage rate repricings in the coming years, leading to higher interest rates. In total, about 10% of all loans currently have fixed interest rates that will be adjusted in the next three years, while 20% will be repriced by 2030.[5] These patterns differ across countries. Among the largest euro area economies, ARMs are traditionally more prevalent in Spain and, to a lesser extent, Italy, while at least some level of interest rate fixation is more common in Germany and France. In a nutshell,

---

3 Di Maggio, M., Kermani, A., Keys, B.J., Piskorski, T., Ramcharan, R., Seru, A. and Yao, V., "Interest Rate Pass-Through: Mortgage Rates, Household Consumption, and Voluntary Deleveraging," *American Economic Review*, Vol. 107, No 11, 2017, pp. 3550-88; Floden, M., Kilstrom, M., Sigurdsson, J. and Vestman, R., "Household Debt and Monetary Policy: Revealing the Cash-Flow Channel", *Swedish House of Finance Research Paper*, No 16-8, 2017; Kaplan, G., Moll, B. and Violante, G.L., "Monetary Policy According to HANK", *American Economic Review*, Vol. 108, No 3, 2018, pp. 697-743; and Slacalek, J., Tristani, O. and Violante, G.L., "Household balance sheet channels of monetary policy: A back of the envelope calculation for the euro area", *Journal of Economic Dynamics and Control,* Vol. 115, 2020.

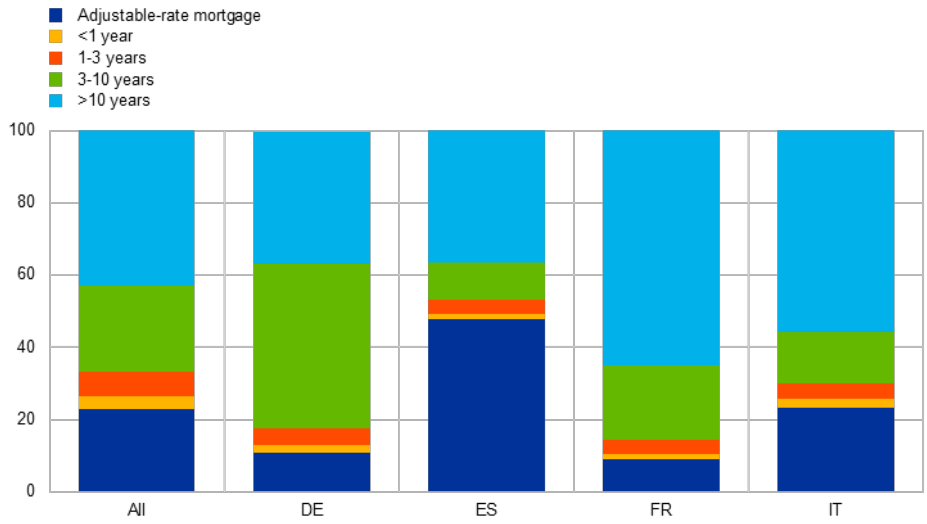
4 See, for example, the boxes entitled "What explains the high household saving rate in the euro area?", *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2024, and "Are real incomes increasing or not? Household perceptions and their role for consumption", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2025.

5 All numbers reported are weighted by population weights and the size of the loan.

the prevailing loan structure implies that the effect of interest rate changes on mortgage payments is subject to considerable lag.

Chart 1
Remaining interest rate fixation period by country

(percentages of mortgagors)



Sources: ECB (CES) and ECB calculations.
Notes: The statistics are computed from the CES housing module administered in February 2025. "All" refers to all countries covered in the CES sample: Belgium, Germany, Ireland, Greece, Spain, France, Italy, Netherlands, Austria, Portugal and Finland. The shares are computed over respondents who have a mortgage outstanding and represent percentages of respondents rescaled by the annual survey population weights and individual loan outstanding balances. The latest data are for February 2025.

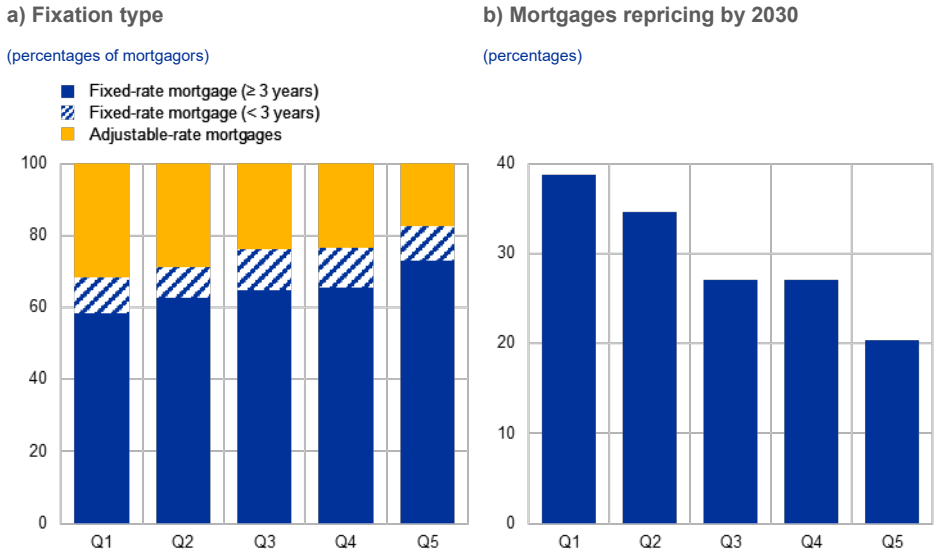
The timing of mortgage repricing also differs within countries, with shorter rate fixation periods more common for lower-income households. Lower-income households with a mortgage are more likely to have ARMs or FRMs with rate resets due in the next few years. Among the bottom 20% of the within-country income distribution, 32% of mortgages are ARMs, compared with 17% for the highest quintile (Chart 2, panel a). Additionally, among lower-income households, even mortgages set to reprice in more than three years have shorter average fixation than the same type of mortgages held by richer households. As a result, around 39% of all loans to lower-income households are set to reprice by 2030 compared with only around 20% for the highest income quintile (Chart 2, panel b). The share of mortgagors exposed to an increase in mortgage payments in the coming years is thus much higher among the poorest than the richest, as the distribution of mortgage types differs across incomes, even though the reduction in interest rates as from June 2024 will mitigate the impact. Financial constraints, information constraints and financial literacy may explain this. First, it is generally more expensive in the short term to choose an FRM when prevailing market rates are low. This leads poorer or more liquidity-constrained households to opt for contracts that are more attractive in the short term in periods of low interest rates, which are generally ARMs. Second, higher-income households have access to information and services that improve choices (e.g. access to loan brokers or other dedicated services). Finally, higher-income households tend to have higher levels of financial literacy.[6] This may explain

[6] See Lusardi, A. and Mitchell, O., "The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence", *Journal of Economic Literature*, Vol. 52, 2014, pp. 5-44.

why they are more likely to choose mortgages that are fixed for longer periods (during a low interest rate regime), despite the higher up-front cost which partly reflects the cost of hedging against interest rate risk when that risk is costly.

Chart 2

Remaining interest rate fixation period and share of repricing mortgages by income quintile



Sources: ECB (CES) and ECB calculations.
Notes: The chart shows differences in mortgage fixation patterns across income groups, from Q1 (lowest income quintile) to Q5 (highest income quintile). Panel a) depicts the structure of fixation of mortgage loans for each income quintile – the quintiles are computed among all households in each country. The dashed blue section refers to fixed-rate loans that are set to be repriced within the next three years. The blue section corresponds to the share of FRMs with longer fixation horizons. Panel b) depicts the average share of loans repricing per year (percentage exposed to interest rate risk) across the projected years (2025-30) by income quintile. The latest data are for February 2025.

3 Tightening in the pipeline: simulating the evolution of average mortgage rates on outstanding balances

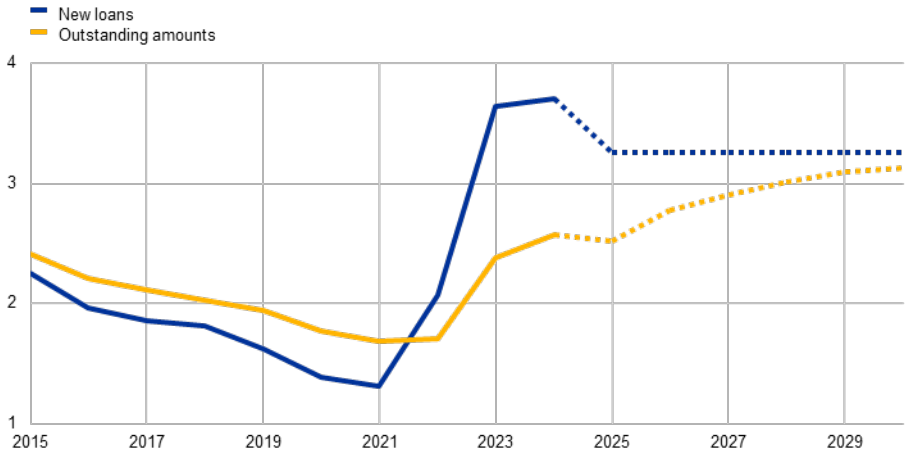
Since the ECB started cutting its policy rates, the average interest rate on the stock of mortgages has so far remained broadly flat despite the decline in rates on new loans. This is due to two distinct factors. First, the decline in market rates drove the rate on ARMs down, but mortgages with limited fixation periods are still repricing at higher rates than the ones at which they were issued. Second, loans that were issued at especially favourable lending conditions in the past are gradually being paid down, while new mortgages are issued at new conditions. In other words, the pass-through of the lending rate on new loans to the rate on the stock of loans will depend not only on lending rate developments, but also on loan dynamics and the joint distribution of residual maturities, residual fixation periods and average lending rates currently paid on the stock of loans. Given that mortgages have long maturities, this joint distribution will itself depend on the recent history of monetary policy cycles and lending dynamics. Standard time series models estimated over short samples are ill-suited to capture how these different factors play out.

Using detailed CES micro data, we developed a "micro-simulation" approach to project developments of household-level loan interest payments, which can then be aggregated. The micro-simulation approach allows us to simulate rates on the stock of mortgages consistent with the prevailing distribution of mortgages. This approach utilises the complete distribution of household-level loans, including outstanding amounts, interest rates paid, time until the next interest rate reset and maturity. We assume lending rates on new loans remain constant at their latest available level (dashed blue line in Chart 3, panel a). This allows us to abstract from further upward pressure on long-term interest rates that is currently priced in in forward curves. Next, we calculate the trajectory of the lending rate on each individual loan by adjusting the interest rate of existing loans with expiring fixation periods in the year they reprice (while doing so each year for ARMs) with the expected interest rate on new mortgages. Loans that are set to reach maturity by the end of any projection year are removed from the stock. Finally, we add new loans, randomly sampled from the survey, at the simulated rate for new loans, while assuming that lending growth also remains constant at its last observed level. We also calculate a risk premium by income quintile using mortgagors' income information, calibrate it to the country-level risk premia, and apply it to the country-specific simulations for both new loans and repricing mortgages. The interest rates of adjustable, fixed and new mortgages are then aggregated and weighted by a combination of population weights and outstanding balances.

Chart 3
Lending rate simulations

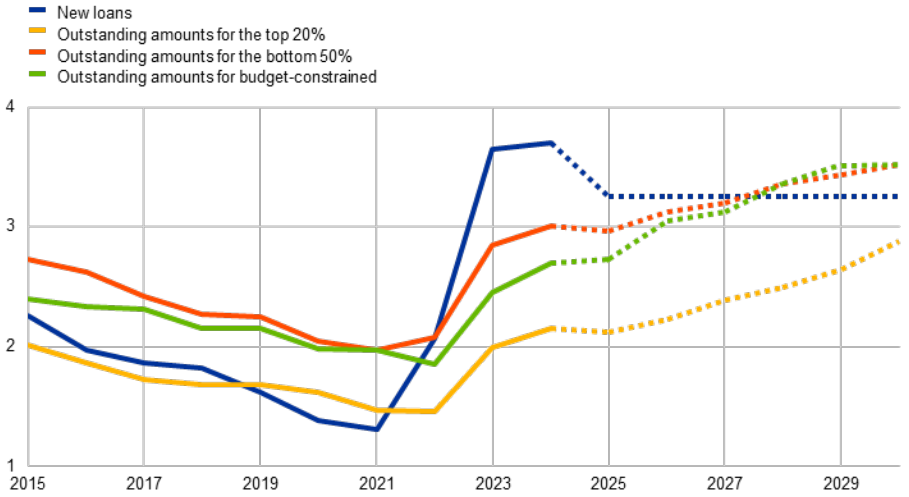
a) Aggregate

(percentages per annum)



b) By income group

(percentages per annum)



Sources: ECB (MIR, BSI, CES) and ECB calculations.
Notes: The chart depicts the interest rate paths for the rate on new loans (yearly average) and the outstanding amounts (end-of-year) of household mortgages. The micro-simulation (panel a: yellow line, panel b: yellow, red and green lines) takes into account the full set of available information at the individual level, and from 2025 to 2030 projects the rate on outstanding amounts using information on the remaining interest rate fixation period of mortgages at the individual level. For each projected year we calculate the interest rate based on the sampled stock of mortgages from February 2025, by adjusting the interest rate of the existing loans with expiring fixation periods in the year they expire, and the ARMs with the latest available country information for the rate on new mortgages. We calculate a risk premium by income quantile using household income information, apply it to the country-specific paths of the rate on new loans, and calibrate it to the macro country risk premia. To generate the backward-looking CES rate on outstanding amounts, we aggregate the reported interest rates on the stock of FRMs of all respondents from the year in which they were created. Budget-constrained households are defined as those with housing and food expenses above 75% of their total household income.
The latest data are for February 2025 for the CES mortgage stock and March 2025 for MIR and BSI.

Lending rates on the stock of loans are expected to continue increasing as long as they remain below the rates on new loans. The exercise shows that starting in mid-2025, lending rates on the stock of loans should increase (dashed yellow line in Chart 3, panel a) even when lending rates on new loans remain constant and the expected rise in long-term market rates is not incorporated. Intuitively, this should continue for as long as the rate on the stock of loans remains below the rate on new loans. Rates on outstanding amounts currently stand at

around 2.4%. They are expected to converge towards the rate on new loans at a steady-state level of around 3.3%. The fact that the rate on the stock of loans is projected to continue increasing, despite the decline of the rate on new loans since its peak, stands in contrast to previous easing cycles and speaks to three factors: (1) a hiking cycle that started after a long period of low rates during which rates on the stock of loans had converged to low levels, (2) a less complete pass-through of rate hikes due to the higher share of fixed-rate mortgages and the pace and magnitude of the tightening cycle, and (3) the fact that the current interest rate cycle is expected to leave interest rates on new loans at higher levels than before 2021. In Box 1 we model the hypothetical effects of the current easing cycle had it occurred against the background of the lending rate configuration prevailing at the onset of the previous easing cycle, in October 2008.

Box 1

The state dependence of monetary policy: differences in pass-through across easing cycles

Prepared by Pedro Baptista, Maarten Dossche, Andrew Hannon, Dorian Henricot, Omiros Kouvavas, Davide Malacrino and Larissa Zimmermann

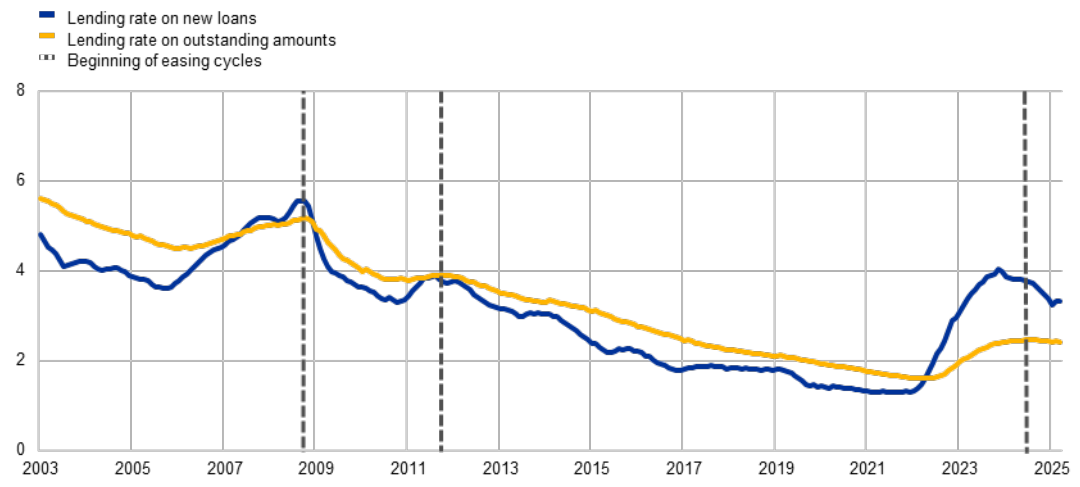
Unlike in previous easing cycles, lending rates on the stock of loans are expected to continue to rise despite the recent rate cuts. This is due to the fact that the pass-through of past policy rate changes to the stock of loans is still less complete than in the past. This can be seen in a simple summary statistic: the gap between the rate that households pay on their stock of loans and the one they would pay on any new loan.[7] This gap appeared historically elevated at the onset of the current easing cycle: it stood at 1.4 percentage points in May 2024, compared with 0.4 percentage points in October 2008 (Chart A). This is explained by the declining share of adjustable-rate mortgages (ARMs) and the specificities of the period around the latest tightening cycle, as detailed in the text of the article.

[7] This summary statistic is also put forward as relevant for the refinancing channel of monetary policy in Eichenbaum, M., Rebelo, S. and Wong, A., "State-dependent effects of monetary policy: The refinancing channel", *American Economic Review*, Vol. 112, No 3, 2022, pp. 721-761.

Chart A

Lending rate on new business and on outstanding amounts across easing cycles

(percentages per annum)



Sources: ECB (MIR) and ECB calculations.
Notes: Vertical lines are drawn in the month preceding the first rate cut of any easing cycle. The latest observation is for March 2025.

To assess how these effects dampen the impact of the rate cuts on mortgage payments and consumption, we run a counterfactual simulation of rates on outstanding amounts starting from the gap between rates on new business and outstanding amounts at the onset of the previous easing cycle (Chart B). To this end, we keep the same distribution of loans by residual maturities and fixation periods as in the latest Consumer Expectations Survey, but reset lending rates in each bucket to those that prevailed in October 2008: loans in the ARM bucket are set at the average lending rate on new business with short fixation in October 2008; fixed-rate loans are set at the rate on short or long-term fixation loans that prevailed when the loan was issued.[8] The same changes in lending rates on new loans and lending volumes as in the baseline simulation are then used to produce a counterfactual simulation of lending rates on outstanding amounts from October 2008, which is finally used to produce a counterfactual simulation from May 2024.

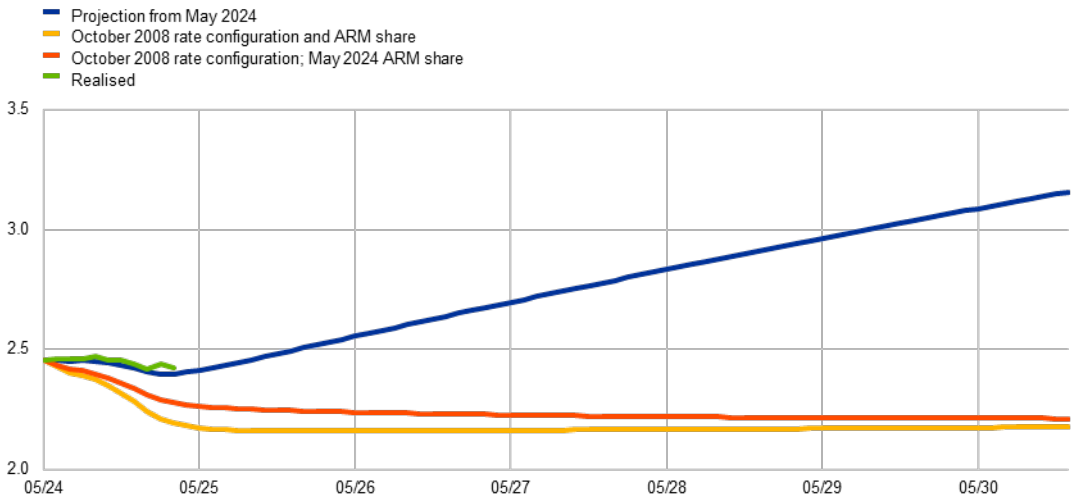
If the October 2008 rate configuration had prevailed in May 2024, the average rate would have declined faster up to mid-2025 and flattened thereafter, instead of resuming its increase (red line in Chart B). The lending rate on the stock of loans would have been around 0.6 percentage points lower as of the end of 2027, and as much as 1.1 percentage points lower by the end of 2030. Running the same counterfactual while also adjusting the share of ARM borrowers to the level seen in October 2008 (yellow line in Chart B) shows that the currently lower share of ARM borrowers explains less than 10% of the higher level of rates on outstanding amounts by the end of 2027. The fact that the rate on the stock of loans would have declined in the counterfactual simulation means that there would have been no further drag on consumption.

[8] All rates on fixed-rate loans are then adjusted by the same amount to match the aggregate October 2008 rate on outstanding amounts.

Chart B

Counterfactual changes in rates on outstanding amounts

(percentages per annum)



Sources: ECB (MIR, BSI, CES) and ECB calculations.
Notes: The counterfactual simulation from September 2008 is constructed by keeping unchanged the distribution of loans by original maturity, residual maturity and rate type, and shifting the starting lending rates for each bucket backwards. Loans in the ARM bucket are set at the average lending rate on new business with short fixation contracted between August and September 2008; loans in the FRM bucket are set at the rate on short or long-term fixation loans that prevailed when the loan was issued. All FRM loans are adjusted by the same amount to match the aggregate rate on outstanding amounts that prevailed in September 2008. The amount of ARM loans is then rescaled to match the September 2008 aggregate for the counterfactual also accounting for the higher share of ARM in the past. Realised values and projections for lending rate changes and lending growth from May 2024 are then taken from the current Broad Macroeconomic Projection Exercise and used to create a forecast from September 2008 levels. The latest data are for February 2025 for the CES and March 2025 for MIR and BSI.

The average mortgage rate on outstanding amounts has risen more for poorer and more budget-constrained households. The tightening pushed up the average interest rate in 2024 to about 3% for households who are in the bottom half of the within-country income distribution, and to about 2.7% for those that are budget-constrained[9] (from already higher than average levels), against an average rate of 2.2% among households in the top quintile of the income distribution (Chart 3, panel b). This is directly linked to the distribution of mortgages by income group: poorer households tend to have lower fixation periods, which means that their interest payments adjust more rapidly. Looking ahead, lending rates are expected to continue increasing across income groups – except for a small decline in 2025 due to the downward repricing of ARMs. The increase is expected to be slightly stronger still among lower-income households in 2025-26 and then accelerate for higher-income households, owing to their higher share of longer fixation period mortgages that will reprice only gradually. Over the entire period of analysis, rates will still have increased slightly more for poorer households – as evident from the higher spread between both categories of mortgagors in 2030 against 2021. This can be linked to two factors. First, stronger outstanding pipeline pressures for high-income households could remain in 2030 due to their longer rate fixation periods. Second, the yield curve was particularly flat at the beginning of the tightening cycle, resulting in a small gap between ARM and FRM rates, which is expected to widen by the end of 2030.

9 Budget-constrained households are defined as those with housing and food expenses above 75% of their total household income.

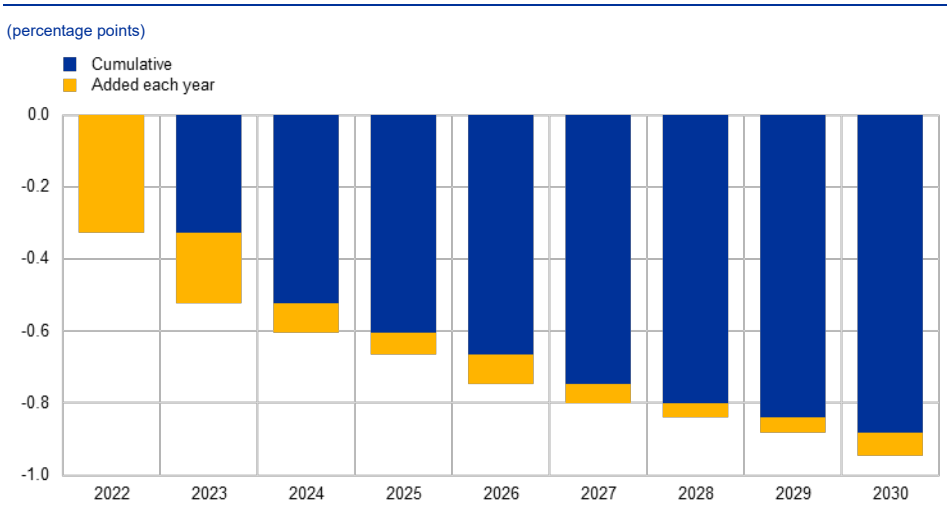
4 Transmission to households and total consumption

Pipeline pressures are expected to continue weighing on mortgagors' consumption via the cash flow channel in the coming years. Estimates based on consumption and income data in the CES suggest that the marginal propensity to consume (MPC) decreases by income quintile: ranging from 70% for the lowest income quintile to 36% for the highest.[10] We also account for the effects of income growth on consumption: we adjust income-specific MPCs over the projection period for the projected increases in real income. These MPCs are then multiplied by the changes in disposable income due to the adjustment of the household's mortgage payments based on the simulated mortgage rate changes, in the year in which the mortgage rate of the household is set to reset. In doing so, we assume that households are myopic, meaning that they do not smooth out the effects of expected interest rate increases (Box 2 discusses the effect of relaxing this assumption). The changes in consumption via the cash flow channel, simulated like this at the household level, are then aggregated over time, weighting each household by individual consumption shares. The results of this exercise, summarised in Chart 4, suggest that a large part of the adjustment in consumption through the cash flow channel had already happened during the 2022-24 period when the ECB was increasing its policy rates, which translated into an upward repricing of adjustable-rate loans. However, substantial further adjustment is expected in the next few years. The cumulative impact on aggregate consumption growth from this channel is estimated to reach around 1 percentage point between 2022 and 2030. Around two-thirds of these effects materialised by the end of 2024 but, importantly, another one-third is expected in the coming years. Box 2 shows that accounting for the fact that households anticipate higher interest rate payments and partially smooth consumption over time would not significantly change the picture.

[10] MPCs are estimated by combining the income elasticity of consumption with the mean average propensity to consume (APC) per income quintile. The income elasticity is estimated for the complete sample based on quarterly data on nominal consumption and annual data on household income. The APC is calculated by combining the consumption and income data and aggregating by income quintile. These estimates refer to transitory shocks and are somewhat higher than – but broadly in line with – Ampudia, M., Cooper, R., Le Blanc, J. and Zhu, G., "MPC Heterogeneity and the Dynamic Response of Consumption to Monetary Policy", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 16, No 3, 2024, pp. 343-388. However, they are lower than MPCs of permanent shocks, which are closer to 1. For a comprehensive review of the literature on MPC, see also Kaplan, G. and Violante, G.L., "The marginal propensity to consume in heterogeneous agent models", *Annual Review of Economics*, Vol. 14, 2022, pp. 747-775.

Chart 4

Impact on aggregate consumption growth, from the start of tightening (no anticipation)



Sources: ECB (BSI, MIR, CES) and ECB calculations.
Notes: The chart illustrates the cumulative impact of increased mortgage payments on consumption under the assumption of no anticipation of consumption effects (myopia). For 2022 and 2023, changes in average consumption primarily reflect the influence of interest rate hikes on ARMs. Using the individual rate adjustments that originate in Chart 3, the new difference in year-on-year rates is multiplied by the depreciated outstanding balance (calculated by deducting principal payments over 12 months), and the resulting monthly payment change is subtracted from the previous year's projected consumption. This adjustment is scaled by income-specific MPCs and an MPC of 1 for hand-to-mouth households. The aggregate consumption for each year is calculated, and the year-on-year change in mean consumption is derived. The latest data are for February 2025 for the CES mortgage stock, April 2025 for CES consumption and for January 2025 for MIR and BSI.

Box 2

The role of anticipation assumptions for the timing of consumption effects

Prepared by Pedro Baptista, Maarten Dossche, Andrew Hannon, Dorian Henricot, Omiros Kouvavas, Davide Malacrino and Larissa Zimmermann

Households are aware of changes in interest rates, especially in periods of significant monetary tightening.[11] They generally also know the structure of their mortgage and when it is set to reprice. Hence, forward-looking households exposed to interest rate risk could adjust their spending behaviour in anticipation of future rate changes. In this box we present evidence that these anticipation effects are limited and show how the timing of the impact on consumption varies under different assumptions.[12]

Chart A shows the consumption paths of different types of households with a mortgage over the past three years. First, we observe that households with a mortgage whose interest rate was set to change in 2024 (yellow line) started reducing consumption in the last quarter of 2023, and mostly reduced it going into 2024 – in contrast to mortgagors whose rate is not due to reprice in the next three years (blue line), who kept gradually increasing their consumption with no inflection point around 2024. Second, we observe that mortgagors whose mortgage is set to reprice between 2025

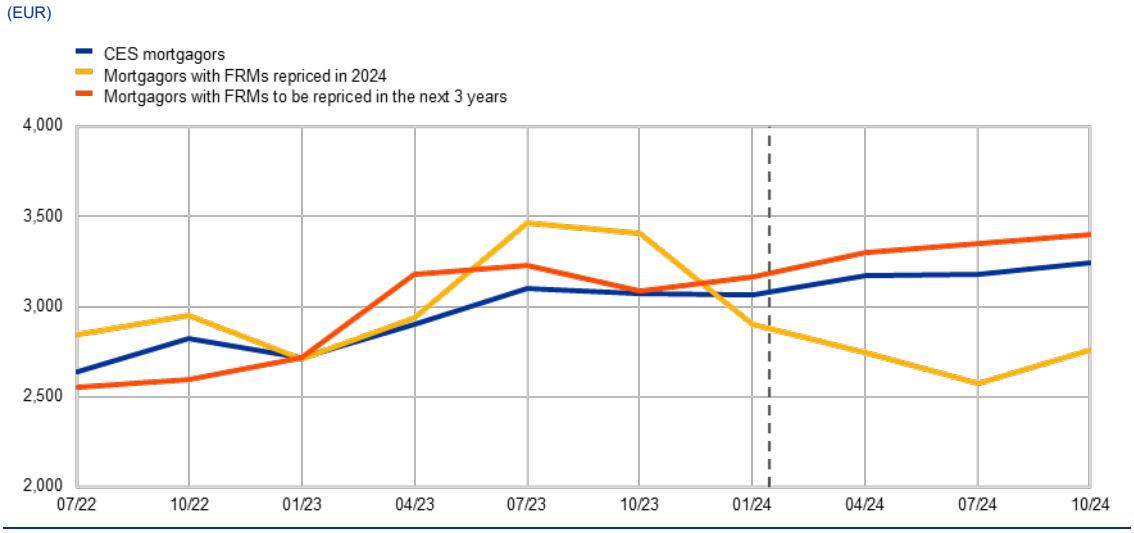
11 See, for example, Charalambakis, E., Kouvavas O. and Neves, P., "Rate hikes: How financial knowledge affects people's reactions", *The ECB Blog*, ECB, 15 August 2024.

12 This is consistent with the literature rejecting the permanent income hypothesis. See, for instance, Johnson, S.D., Parker, A.J. and Souleles, N.S., "Household Expenditure and the Income Tax Rebates of 2001", *American Economic Review,* Vol. 96, No 5, 2006, pp. 1589-1610.

and 2027 (red line) have not yet shown any sign of reducing consumption and have behaved in a way more similar to the mortgagors whose rate is not set to reprice.

Chart A

Nominal consumption by group of mortgagors around a repricing year



Sources: ECB (CES) and ECB calculations.
Notes: The chart depicts the backward consumption path of CES mortgagors, those with FRMs that were repriced in 2024, and those with FRMs set to be repriced in the next three years. Consumption in the CES is reported on a quarterly basis and respondents are asked about their expenditure on several items during the previous month. We aggregate these responses for each respondent and report two-quarter moving means.

In an effort to better evaluate the possible bounds of future effects on aggregate consumption, we construct two corner case scenarios – a no-anticipation scenario and a full anticipation scenario – as well as a more realistic one informed by the data: the partial anticipation scenario.

For the no-anticipation scenario, consumption effects are assumed to materialise only when mortgage payments increase (i.e. households are fully myopic or display no consumption-smoothing behaviour). The increased payments are then multiplied by income group-specific marginal propensities to consume (MPCs), which implies that only a percentage of the actual increase in costs is passed through to consumption. This is the scenario considered in the main text (Chart 4). We also assume a full pass-through for budget-constrained households.

Under the permanent income hypothesis and households' preference for consumption smoothing, we can construct the other corner scenario, where households fully smooth out expected interest rate changes even if their lending rate is only due to change in the future. Assuming perfect foresight too, their interest rate expectation exactly matches that of the market. Only households that are budget-constrained to such a degree that they are unable to decrease consumption now are assumed to react only when their individual interest rate changes. For the rest, the accumulated consumption effects are broadly frontloaded to the periods when lending rates on new business adjusted (in 2022 and 2023), reflecting the timing of monetary tightening. The proportion of consumption adjustment in each of the two years is proportional to the size of interest rate increases that happened in each.

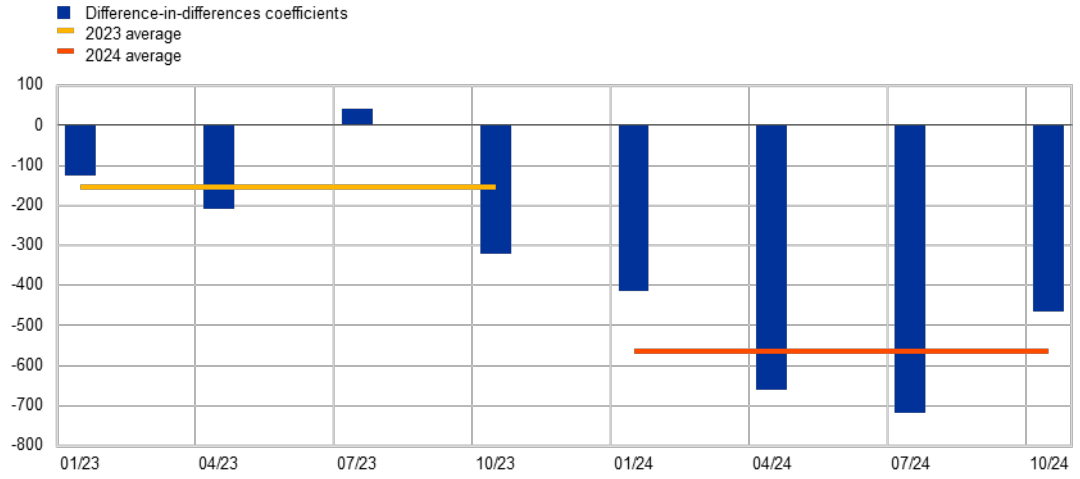
Finally, we also construct a more realistic scenario by estimating the timing and extent of anticipation effects. Leveraging our micro data, we compare the consumption of households with rates set to reprice in 2024 with the consumption of households whose rate is not set to reprice in the next three years. We identify few anticipation effects: the former only start reducing

consumption relative to the latter in October 2023, i.e. with a lead of one quarter. Using a difference-in-differences approach, we estimate that only around 27% of the overall adjustment implied by the change in rates occurs in the year prior to it, with the remaining 73% happening in the year of the interest rate change (Chart B).

Chart B

Estimated impact on consumption of a mortgage rate reset in 2024

(EUR)



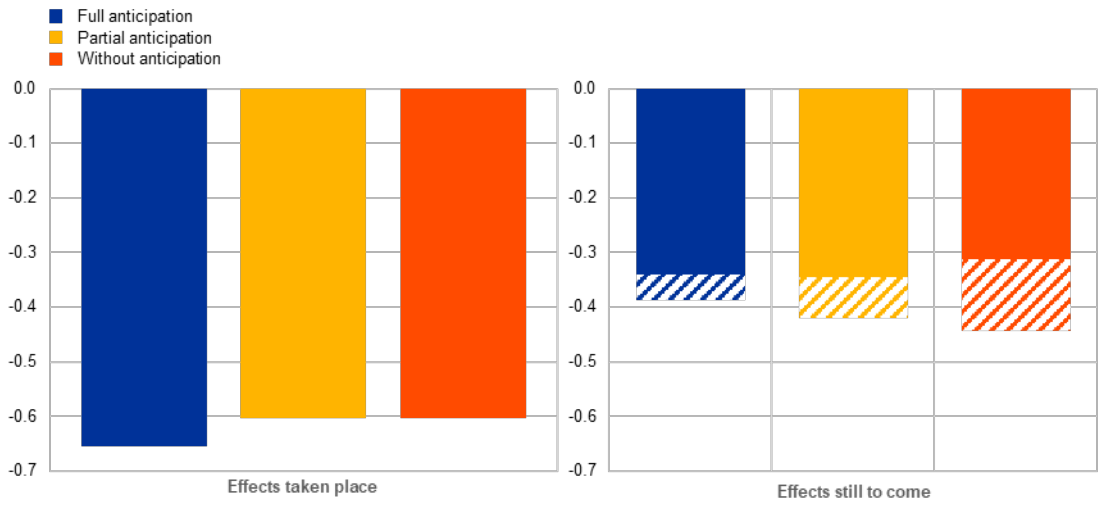
Sources: ECB (CES) and ECB calculations.
Notes: The chart depicts the coefficients from a difference-in-differences regression where we estimate the anticipation effect of increased mortgage payments of mortgagors with an FRM repriced in 2024. These results inform our partial anticipation scenario: by comparing the average effects of 2023 with those of 2024, we estimate the one-year-ahead anticipation effect to be approximately one-quarter of the total effect on consumption.
The latest observation is for October 2024.

Chart C illustrates the impact of increased mortgage payments on consumption under the three sets of assumptions. The solid bars reflect our main scenario holding rates on new loans constant at their latest level. The dashed bars show the pipeline effects if rates instead remain constant at their slightly higher end-2024 level. In the full anticipation scenario, the changes in consumption occurring in 2022-24 are around two-thirds of the total. However, about one-third of the total still takes place in 2025-30 due to the presence of (i) budget-constrained households that cannot adjust their consumption immediately, and (ii) new loans that, on average, start at higher interest rates than those that get fully repaid and drop out of the mortgage stock. These two factors imply that the pending consumption effects are still significant for the full anticipation scenario. In the more realistic partial anticipation scenario, 35% of the adjustment is yet to materialise by 2030.

Chart C

Impact on aggregate consumption growth under different anticipation assumptions

(cumulative percentage points)



Sources: ECB (BSI, MIR, CES) and ECB calculations.
Notes: The chart illustrates the cumulative impact of increased mortgage payments on consumption under three scenarios related to the anticipation of consumption effects: no anticipation (myopia), full anticipation (perfect foresight) and partial anticipation. The dashed bars show the conditional on December 2024 simulated results and the solid bars show the May 2025 update. For 2022 and 2023, changes in average consumption primarily reflect the influence of interest rate hikes on ARMs. Using the individual rate adjustments that originate in Chart 3, the new difference in year-on-year rates is multiplied by the depreciated outstanding balance (calculated by deducting principal payments over 12 months), and the resulting monthly payment change is subtracted from the previous year's projected consumption. This adjustment is scaled by income-specific MPCs and an MPC of 1 for hand-to-mouth households. The aggregate consumption for each year is calculated, and the year-on-year change in mean consumption is derived.
The latest observations are for February 2025 for the CES and March 2025 for MIR and BSI.

Household income heterogeneity amplifies the effect of rate hikes early in the cycle. Poorer households have a higher share of mortgages due to reprice in the short term, as well as higher MPCs. These households are thus expected to be affected by rate hikes earlier on, with a disproportionate impact on consumption compared with a situation where MPCs are identical across households. Looking ahead, although lower-income households are expected to see a slower increase in their mortgage payments, they may still cut spending more due to this higher sensitivity. At the same time, households in the lower income quantiles hold lower shares of the aggregate stock of loans and represent a smaller share of total consumption, which should mitigate the role of MPC heterogeneity for the aggregate. In a scenario where MPCs are the same for all households, we find that the overall drag on consumption between 2022 and 2030 would be around 15% smaller. The further drag from heterogeneous MPCs persists throughout the entire period because lending rates on the stock of loans are expected to increase more for poorer households over that period.

The drag on consumption that has yet to materialise following the latest tightening cycle is large compared with previous cycles. The easing cycle that started in June 2024 led to a brief stabilisation of the rates paid by households on their stock of mortgages, which are expected to further increase starting in mid-2025. In contrast, and for reasons outlined above, when previous easing cycles began, the rates paid on outstanding balances declined. As detailed in Box 1, the remaining drag on consumption would be nil in our main scenario if the easing cycle had started with the rate configuration of October 2008.

5 Conclusion

In this article we explore how monetary policy affects consumption through changes in mortgage rates. Our simulations using household-level data show that, due to the higher prevalence of fixed-rate mortgages than in the past and the different configurations of interest rates on newly granted loans compared with outstanding loans, the cash flow channel is still expected to exert significant tightening pressure. Other things being equal, this should further dampen consumption through rising mortgage payments, despite the ongoing easing cycle. Our analysis underscores the importance of heterogeneity in monetary policy transmission by highlighting differences in mortgage contracts across countries and income groups. Poorer households tend to have more adjustable-rate mortgages or fixed-rate mortgages with shorter fixation periods, which means they are affected earlier in the cycle. In the current cycle, they will have been the ones experiencing the highest rise in interest payments by the end of 2030, with disproportionate effects on consumption due to their higher marginal propensities to consume.

Overall, the impact of monetary policy on consumption via the mortgage component of the cash flow channel is estimated to be significant. The impact on aggregate consumption amounts to 1 percentage point between 2022 and 2030, with 35% of the effects yet to materialise. However, it is important to note that this analysis focuses on one specific channel of adjustment and does not aim to provide a complete assessment of ongoing consumption developments, which also include positive effects from the recovery of real incomes and consumer confidence, in a context of monetary policy easing.

2. Advancing the capital markets union in Europe: a roadmap for harmonising securities post-trading

Prepared by Benjamin Hanssens, David Sandín de Vega and Hannah Franziska Sowa

1 Introduction

Post-trading is a crucial part of how European capital markets operate. After a trade is made, several important steps follow. These steps involve moving the ownership of financial products, such as bonds, from the seller to the buyer and handling the assets used as security in financial transactions. For example, a bank wishing to borrow money from a central bank needs to provide some of its eligible assets as collateral, akin to a buyer using a house as collateral for a mortgage. Post-trading needs to ensure these processes happen smoothly and securely.[1] Safe and efficient post-trading is the foundation for well-functioning capital markets, supporting their attractiveness and lowering the costs of savings and investments.

A harmonised approach to post-trade processes is essential for an efficient capital market in Europe. The report by Mario Draghi on the future of European competitiveness identifies post-trade fragmentation in Europe as a major barrier to developing a large, integrated capital market.[2] To achieve European harmonisation in post-trade now and in the future, two aspects are pertinent. First, there must be harmonisation across existing national legal and operational practices.[3] Second, it is essential to establish a framework for the development of innovative solutions for a digital capital markets union.[4] The ECB sees an urgent need to integrate Europe's fragmented capital markets, not only in the area of post-trade but also in supervision and other areas.[5] This article focuses on the current post-trade environment.

To improve existing post-trade processes, the Eurosystem recommends having a single European rulebook. Improvements are particularly needed in three

---

1 Post-trading activities are the steps taken after a trade is executed to ensure its successful completion. These include: (i) clearing, which is the process of reconciling purchase and sales orders, ensuring that both parties have the necessary funds and securities to complete the trade; (ii) settlement, which involves the actual exchange of securities and payment between the buyer and seller, finalising the transfer of ownership; (iii) custody and asset servicing, which involves the safekeeping of securities, along with managing corporate actions such as dividends, interest payments and other events affecting the securities; and (iv) reporting, which involves documenting and communicating the details of the trade to the relevant parties and regulatory bodies to ensure transparency and compliance with regulations.

2 Draghi, M., The future of European competitiveness, European Commission, 9 September 2024.

3 The ECB Governing Council has emphasised the need to finalise the harmonisation of key post-trade processes that have not yet been integrated and are therefore inefficient from a European capital markets perspective – such as procedures for handling withholding tax and processing corporate actions – to foster a deeper and more integrated capital markets union. See "Statement by the ECB Governing Council on advancing the capital markets union", 7 March 2024.

4 Cipollone, P., "Towards a digital capital markets union", keynote speech at the Bundesbank Symposium on the Future of Payments, Frankfurt am Main, 7 October 2024.

5 Lagarde, C., Out of the Comfort Zone: Europe and the New World Order, speech at the 34th European Banking Congress, 22 November 2024.

post-trade areas: (i) securities settlement (transfer of securities), (ii) collateral management (processes for managing assets used as collateral in credit operations), and (iii) asset servicing (e.g. managing coupon or dividend payments and redemptions). To this end, the Eurosystem has worked with market participants to create standards for the rulebook which address the barriers for these areas.[6] The Eurosystem's Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral (AMI-SeCo) has developed these standards and called for the adoption of the single rulebook.[7]

This article reviews the challenges of the existing post-trading ecosystem and provides a roadmap to overcome them. Section 2 provides an overview of the current fragmented European post-trade landscape. Section 3 looks at the role of the central bank in post-trade while Section 4 explores the barriers in securities settlement, collateral management and asset servicing, and the challenges to adopting and implementing European standards in these areas. It also explains the Eurosystem's efforts to overcome these barriers by actively promoting a single European post-trade rulebook to harmonise business processes, data definitions and data exchange. Lastly, Section 5 outlines a proposal for a roadmap to implement the single rulebook in these areas.

2 Europe does not yet have a single financial market

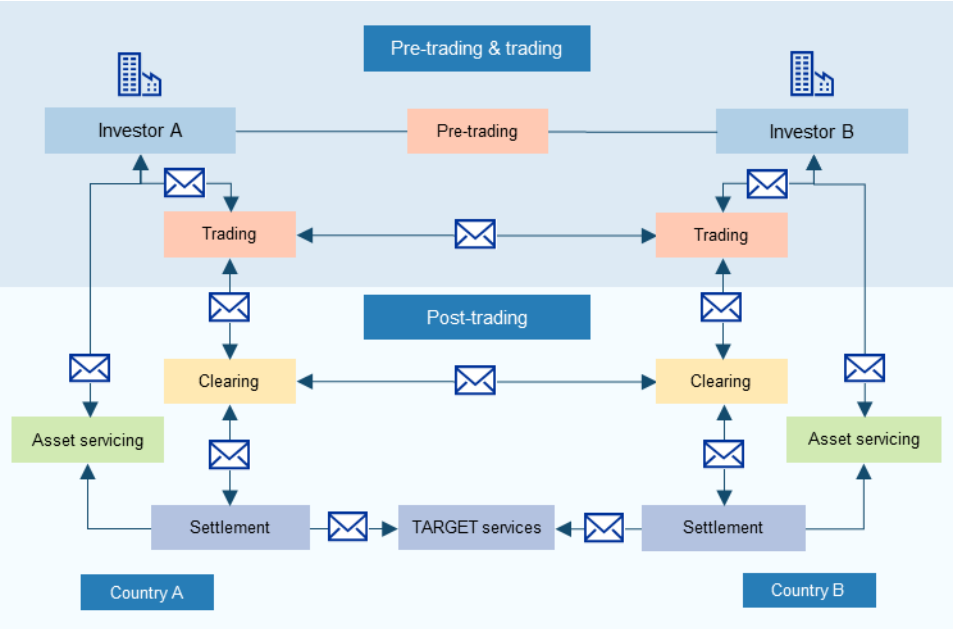
Current European post-trade ecosystem

The European financial market relies on country-specific post-trade processes. Historically, markets in Europe operated independently from one another. For this reason, financial assets like bonds or shares are still mostly issued, held, traded and settled on a national basis. All the parties involved in handling these assets within a country communicate effectively throughout the process. However, when financial transactions occur between different countries, the exchange of information becomes complicated and inefficient. Entities have not yet transitioned to using unified approaches across the continent, and cross-border transactions often rely on less effective methods. Except for the TARGET services provided by the Eurosystem, most processes have not yet been fully integrated across Europe (Figure 1).

6 Standardisation is the process of implementing and developing technical standards based on the consensus of different parties. Common rules and processes bring efficiency gains, Faster processing and/or automation not only benefit the industry but contribute towards strengthening the financial system, reinforcing competition and increasing the availability and accessibility of investment opportunities, thus helping to broaden capital markets in Europe.

7 AMI-SeCo facilitates an active dialogue with market participants on issues related to the clearing and settlement of securities and to collateral management. It assists the Eurosystem in promoting safe and efficient financial market infrastructures.

Figure 1
Capital market value chain, organised along national boundaries



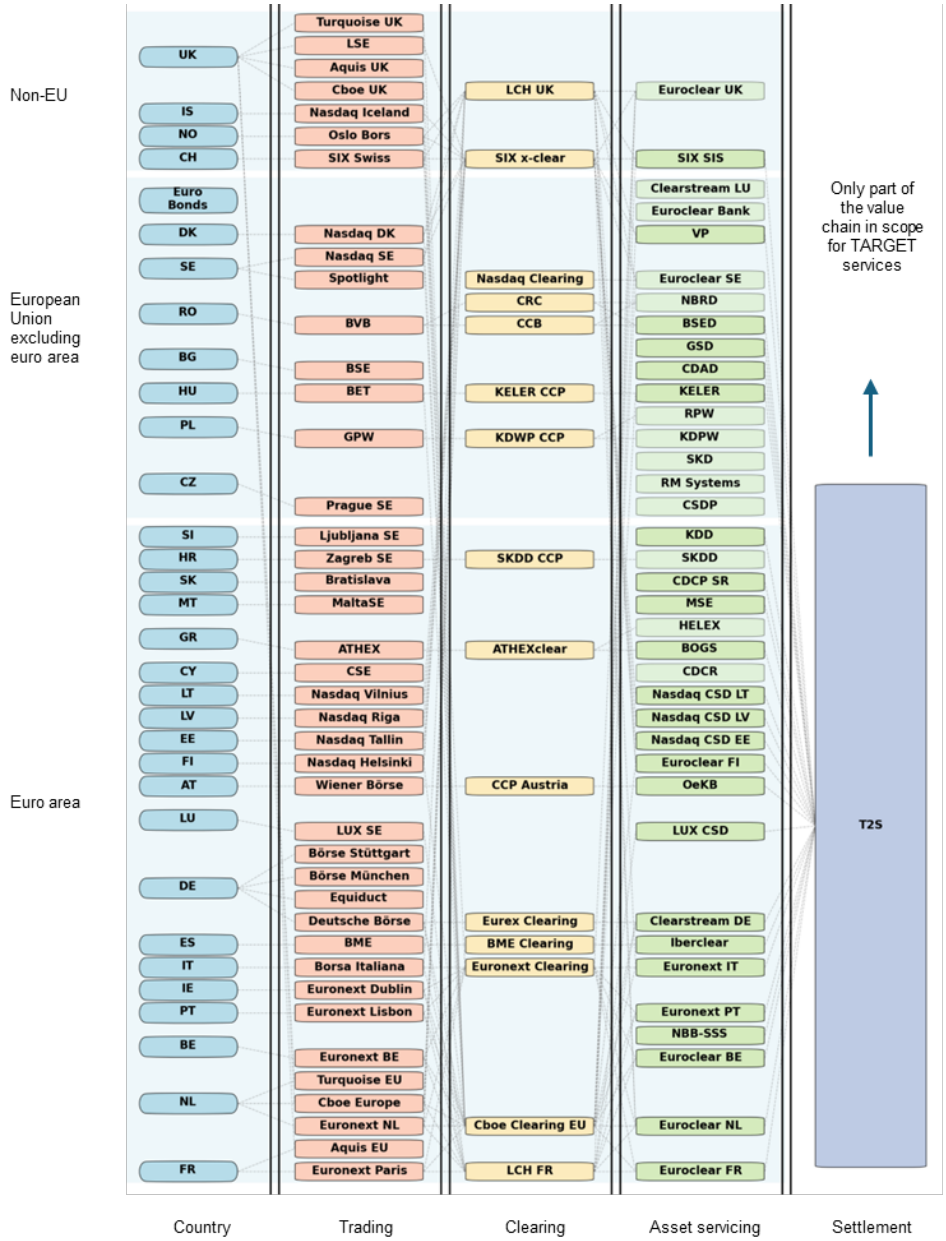
Note: The colours in the figure relate to the same functions. Pink refers to trading and pre-trading, yellow refers to clearing, blue refers to settlement and green refers to asset servicing.

Central securities depositories (CSDs) and custodians are major parties in the national markets. In the post-trading space, they are crucial in two areas: (i) settling securities transactions where the details of the transaction are recorded electronically, ensuring that buyers receive their assets and sellers get paid and (ii) offering collateral management and asset servicing. TARGET services provide a strong European foundation for these parties, offering a streamlined pathway for securities settlement, which is crucial for an integrated value chain in the post-trade sector. However, many securities transactions are settled outside TARGET services, through internalised settlement flows, e.g. within custodians or CSD groups, which weakens this pathway. This mainly reflects the fragmentation in areas such as asset servicing. Additionally, not all CSDs have joined TARGET services or have established links with other CSDs across Europe.[8]

The location of assets has a considerable impact on post-trading, leading to national clusters, otherwise referred to as home bias. Consider a French company that owns German shares and wants to use them as collateral for a loan in Italy. Owing to different rules and systems in each country, handling these shares across borders becomes complicated, making it difficult to use them efficiently in Italy. Country-specific features and asset servicing practices make it difficult for the securities to be used as collateral on a cross-border basis. This creates vertical silos, with the clustering extending to national chains of trading, clearing and settlement. As shown in Figure 2, most layers remain largely confined to national boundaries.

8 A link is an account opened by a CSD in the books of another CSD, in order to facilitate the transfer of securities from participants in these CSDs.

Figure 2
A simplified overview of the European securities infrastructure



Source: ECB.
Notes: The European Economic Area (EEA) consists of 90 trading venues along with 14 central counterparties and 34 CSDs. This number includes 27 CSDs from the private sector (for the complete list, please consult the CSD Register published by the European Securities and Markets Authority) and seven CSDs operated by a public body (a central bank in every case but one). The colours in the figure relate to the same functions.

Despite some entities merging into larger groups that cover the value chain, cross-border settlement remains limited. CSDs in many cases are now parts of larger, consolidated groups that encompass trading, clearing, asset servicing and settlement. The three main CSDs in terms of value and volume are in the Euroclear

Group, Euronext Group and Deutsche Börse Group (Chart 1, panel b).[9] However, securities are still predominantly held and settled within the local CSDs and barely move outside them (Chart 1, panel a). Even in CSDs belonging to the same group, there is a home bias with most settlement volumes occurring within each CSD of the group, with limited cross-border transactions. For 2023, close to 98% of transactions in value and more than 95% of volumes were settled between parties in the same individual CSD (i.e. both the delivering and receiving party belonged to the same CSD).[10]

Clusters confine capital within national boundaries. Clusters could limit cross-border investment and reduce the amount of capital available. The absence of harmonised standards and a harmonised operational framework prevents issuers from finding efficient alternative locations. Companies that issue financial assets, like shares or bonds, are often operating (or need to operate) within their own country's rules. Without a unified framework (a single European rulebook), they cannot easily choose to issue their assets in another country that might offer better conditions. This limits their ability to optimise their operations and potentially reduces their access to wider pools of capital. It also makes it harder for investors to take the most efficient decisions based on risk and return, as investors might not have access to the best opportunities or face higher costs when trying to invest across borders. Costs are related to several areas, such as quality of information (estimated at €1.6 to €8 billion per year globally), processing errors (€300 to €700 million per year), delays (€3.4 million) and ineffective processes.[11] While financial products like exchange-traded funds (ETFs) can help investors gain exposure to international markets, they do not completely solve the problem. ETFs still depend on the underlying markets being efficient and accessible.

9 Settlement is concentrated in three groups of CSDs: Euroclear Group (Euroclear Bank, Euroclear Belgium, Euroclear Finland, Euroclear France, Euroclear Nederland and Euroclear Sweden), Deutsche Börse (Clearstream Banking SA, Clearstream Banking AG and LuxCSD) and Euronext Securities (Euronext Securities Copenhagen, Euronext Securities Milan, Euronext Securities Oslo and Euronext Securities Porto).

10 TARGET2-Securities Annual Report 2023, ECB. It is noted that cross-CSD settlements are not the sole avenue for cross-border investment. Custodian networks are also utilised to facilitate these transactions, highlighting the complexity of the services required.

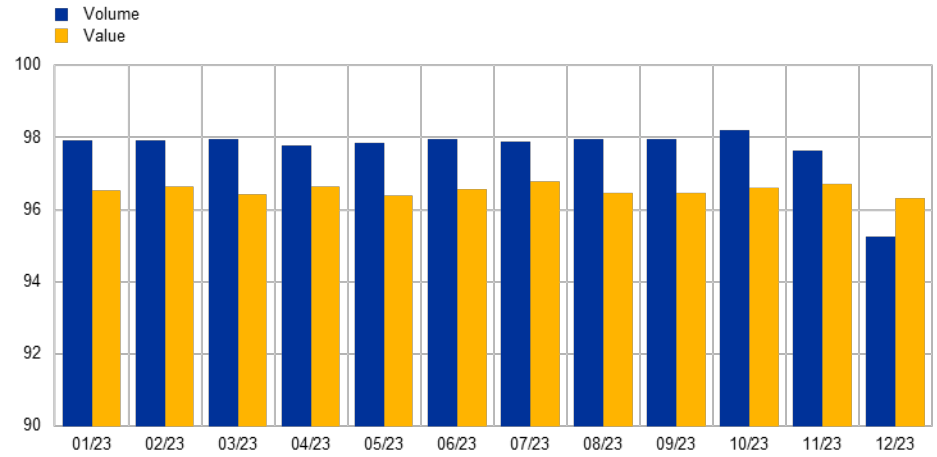
11 Neuhaus, H. and Hanssens, B., "ISO 20022: A migration strategy in the securities market for corporate events and triparty collateral management", *Journal of Securities Operations & Custody*, Vol.16, No 3, 2024.

Chart 1

Intra-CSD settlement in T2S and value of settlement turnover by groups of CSDs in 2023

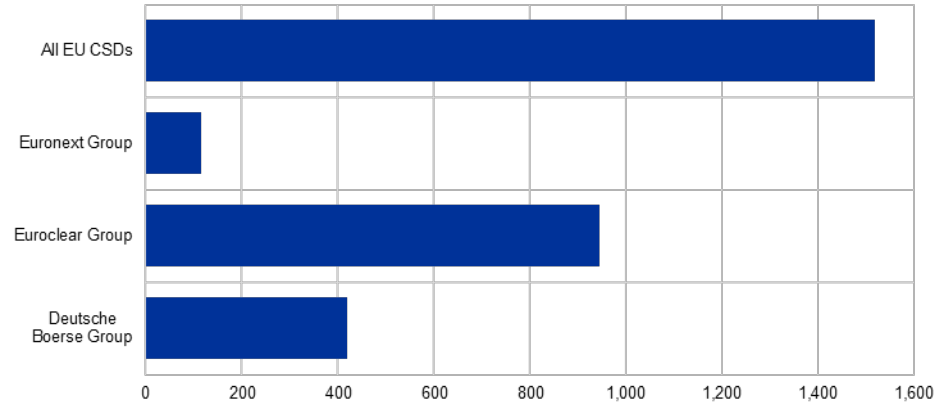
a) Intra-CSD settlement

(percentages, daily averages)



b) CSDs by settlement turnover

(2023 values in EUR trillions)



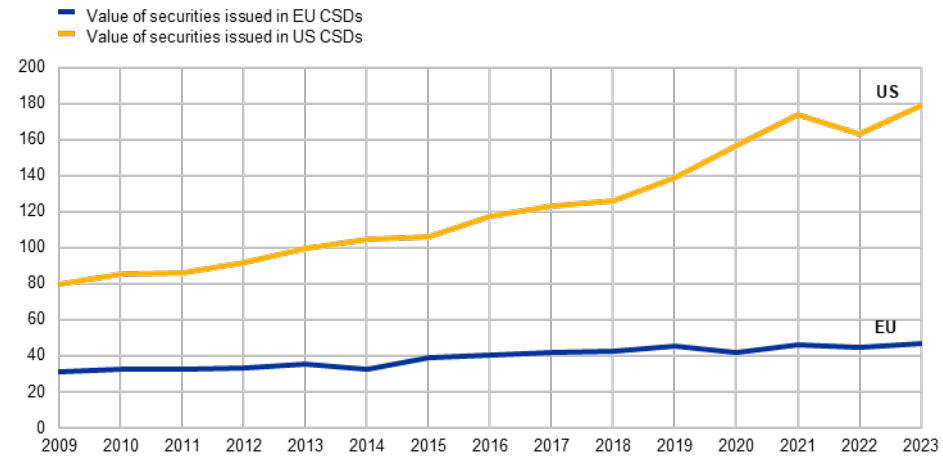
Sources: TARGET2-Securities Annual Report for 2023 and ECB staff calculations.

Expansion of the EU capital market has consistently lagged behind that of the United States due to fragmentation. Over the past 15 years, issuance activity in the United States has doubled, whereas in the EU it has grown by only one third, thereby widening the gap between these two markets (Chart 2 shows the stock of issued securities). The difference is particularly significant given that the EU's population surpasses that of the United States by over 100 million. In the United States, issuers benefit from a unified framework for issuance practices and corporate actions that allows them to reach all potential investors. By contrast, European issuers face a complex landscape of specific national practices and local requirements.

Chart 2

Issuances in the European Union vs the United States

(EUR trillions)



Source: ECB staff calculations (ECB statistics and BIS Red Book).

Two initiatives, namely the EU Issuance Service (EIS) and the Eurobond market, serve as examples of a more integrated approach. Since January 2024 the EIS offers a pan-European platform for the primary market issuance and initial distribution of EU debt instruments, treating the EU as a single domestic market.[12] This service which is used by the European Commission to issue EU debt securities provides a consistent approach to debt issuance and offers standardised asset servicing (as outlined in the single rulebook described below), facilitating access to a broad investor base within the EU. Although the EIS still has a limited scope and use, it serves as a strong example of a more harmonised and integrated European financial solution.[13] The Eurobond market is also a solution that is not linked to a national market; it has emerged as a workaround solution aiming to address and overcome various barriers that typically hinder seamless financial activities across national borders.[14]

3 The role of the central bank in post-trade

The Eurosystem plays a key role in the infrastructure of the financial markets. As operator, the Eurosystem provides common platforms and services. TARGET services offer a unified platform for the payment and settlement of securities transactions, thus ensuring safety, efficiency and integration with a single pool of euro liquidity in central bank money. As a catalyst, the Eurosystem promotes harmonisation and explores new technologies for central bank money settlement,

12 The EU issuance service consists of the settlement of the issuance and initial distribution of EU debt securities as well as their asset servicing in the form of corporate actions.

13 Advisory report on debt issuance and distribution in the European Union, European Central Bank, December 2021.

14 Eurobonds are defined as a security issued outside the issuer's home market and not subject to the domestic market regulations, domestic bond market conventions or domestic settlement practices of either the issuer or the country of issue. See Chan, D., Fontan, F., Rosati. S. and Russo, D., "The Securities Custody Industry", *Occasional Paper Series*, No 68, ECB, August 2007.

fostering innovation and preventing re-fragmentation. Lastly, as an overseer, the Eurosystem supports common oversight requirements to enhance resilience and efficiency in Europe's capital markets.

Table 1

The Eurosystem's role in post-trading

Operations (through TARGET Services)	**T2**	Large value payment system: real-time gross settlement (RTGS) system of payments in euro, which are processed and settled in central bank money, i.e. money held in an account with a central bank.
	T2S	Securities settlement platform: common platform operated by the Eurosystem on which securities and cash can be transferred between investors across Europe using harmonised rules and practices. Banks pay for securities on the platform using the account they have with their central bank, so the money used to settle transactions is central bank money.
	TIPS	Faster payments: market infrastructure service enabling payment service providers to offer fund transfers to their customers in real time and around the clock, every day of the year, irrespective of their local bank's opening hours.
	ECMS	Collateral management system: unified system for Eurosystem central banks to manage assets used as collateral in Eurosystem credit operations. The Eurosystem Collateral Management System will replace the existing euro area national central bank systems currently in use.
Harmonisation	**SCoRE and T2S standards**	The Single Collateral Management Rulebook for Europe (SCoRE) establishes the common rules for managing collateral in the areas of corporate actions, triparty collateral management and billing. Facilitates collateral management processes for market participants, investors and financial entities. The T2S standards aim to harmonise securities settlement across the European T2S markets.
Oversight		The mandate covers payment systems, electronic payment instruments, T2S, securities settlement systems, critical service providers and correspondent and custodian banks. Responsibilities are shared between the ECB and national central banks.

The Eurosystem facilitates standardisation through market coordination. Through initiatives such as AMI-SeCo, the Eurosystem is examining the root causes of technical barriers in Europe. To tackle these issues, harmonisation standards are being developed, comprising uniform rules and formats aimed at eliminating discrepancies in post-trading across Europe, thus improving the quality of data for processing securities transactions, including settlement and asset servicing. Harmonisation standards also define how new technologies could be integrated into existing settlement and collateral management processes. These standards are adopted by AMI-SeCo as part of creating a single European rulebook.

The Eurosystem fosters the resilience of capital markets. By offering the TARGET services as a strong and harmonised fundament in Europe, there is a common pathway (highway) for safe and efficient cross-border settlement and to preserve the region's autonomy. The Eurosystem ensures the safe settlement of transactions by using deposits/reserves held by financial institutions at the central bank, known as central bank money settlement. It provides tools for pooling liquidity, which enhances resilience during periods of market stress and improves risk management.

4 Improving the existing European post-trade ecosystem

A holistic approach, with a single set of rules, is necessary to reduce the impediments in securities settlement, collateral management and asset

servicing. Adopting a single European rulebook is essential to remove barriers in operational frameworks, with differing business processes and messaging, which, for example, restrict collateral mobility. While legal and regulatory barriers also affect post-trade arrangements, these are largely addressed by other initiatives, notably the European Commission's savings and investments union efforts (Box 1).

To eliminate operational impediments, the following measures are necessary:

1. Harmonisation to remove technical fragmentation: harmonisation of rules and practices is needed to improve the quality and consistency of data for cross-border transactions. Further harmonisation in several areas would lead to common operational frameworks that would reduce complexity and compliance burdens for market participants involved in cross-border activities.

2. Coordination: an agreement by the financial industry on a roadmap for switching to a single set of rules (rulebook) would allow specific national practices to be brought into line. It would establish a consistent data source and a set of processing requirements for interactions with asset owners across markets.

3. Incentivise: promote European solutions based on harmonisation, which support the interoperability of financial market structures and reduce incentives for internalised settlement. The Eurosystem's TARGET services play a key role as a European pathway, maintaining the stability of central bank money as a settlement asset and ensuring that new technologies are integrated safely and effectively in financial market infrastructures. The focus should be on creating a shared environment with settlement links among all CSDs in Europe, aimed at reducing transaction costs, enhancing market efficiency and fostering financial innovation.

These measures have to be aligned with innovative solutions for digital capital markets to avoid new fragmentation and contain risk. Wholesale (or large value) financial transactions are currently based on the settlement in central bank money via the Eurosystem TARGET services. Market participants are increasingly anticipating that tokenisation and use of distributed ledger technology (DLT) will revolutionise financial transactions by allowing assets to be issued or represented as digital tokens. The Eurosystem is currently broadening its initiatives to settle DLT-based transactions using central bank money.[15] By providing central bank money based on a harmonised rulebook (aligned with the current environment), the Eurosystem aims to mitigate the risks associated with using alternative settlement assets, which could reintroduce credit risk, market fragmentation and reliance on non-European solutions.[16]

---

15 See Exploratory work on new technologies for wholesale central bank money settlement on the ECB's website.

16 Cipollone, P., Harnessing the digital future of payments: Europe's path to sovereignty and innovation, speech at the France Payments Forum event "Digital euro and the future of payments in Europe", 15 May 2025.

Box 1
Post-trading activities: areas for harmonisation under the single European rulebook

Harmonisation and use of common standards in the following areas would be particularly beneficial.

- **Barriers in legal and regulatory frameworks**: eliminating specific national practices and frameworks, such as purely national shareholder and bondholder definitions, or restrictions on issuance.
- **Barriers in operational frameworks**
  - **Securities settlement**: further integrating market practices and architecture for securities issuance and settlement, as well as aligning standards and requirements across jurisdictions to accelerate settlement.
  - **Collateral management:** reducing heterogeneity in processes across European financial markets to increase the efficient use of collateral (collateral mobility).
  - **Asset servicing (corporate events)**: adopting a single set of rules for corporate events (as part of the single rulebook), which defines common data elements, business processes and messaging standards for Europe.

5 A roadmap to harmonise the existing post-trading landscape

The Eurosystem proposes a clear path forward for the European post-trading sector. Collective action and a migration strategy – roadmap – are needed to collectively implement the single rulebook, detailing the future landscape and the steps required to achieve it. This roadmap is needed for the financial community to coordinate the move to a single set of rules and stop the parallel use of different messaging formats. It should be advanced by the Eurosystem, CSDs, their participants and custodians through existing or, where needed, new national stakeholder groups.

The roadmap should focus on specific areas: initially addressing collateral management and asset servicing. The migration strategy has advanced in AMI-SeCo in respect of collateral management and asset servicing and will be presented for adoption by the financial community. Different waves for adoption allow for a smooth transitioning. From the Eurosystem perspective, a cohesive and ambitious strategy is pertinent, providing momentum, with a clear timeline for transitioning to a single message format, ISO 20022, with plans that include specific milestones to be achieved by 2028 and earlier, and with an aspirational deadline of no later than 2030. The strategy will be most effective if it defines clear dates for stopping the use of different messaging standards.

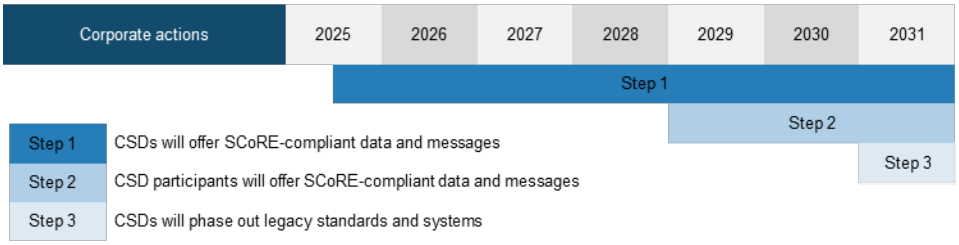
1. **June 2025: the Eurosystem, CSDs and counterparties are part of the first wave.** The Eurosystem Collateral Management System (ECMS) – a unified system for managing assets used as collateral in Eurosystem credit operations –

will go live in June 2025 and operate according to the core areas of the rulebook, thereby ensuring that the handling of securities eligible as collateral in monetary policy and related collateral operations is standardised through the adoption of rules and practices and the use of ISO 20022 messaging standards. Other parties could join gradually.

2. **End 2028: CSD participants will be able to join.** CSDs participants will be able to use harmonised interactions based on the common rulebook, which includes common data elements, business processes and workflows and ISO 20022 messaging standards. CSD participants also start offering the common messaging to their clients.

3. **End 2030: the remaining parties should have joined.** From that point onward, the implementation of the single rulebook and ISO 20022 messaging standards in these areas should be completed. Transactions will be streamlined, thus reducing costs and boosting the efficiency of Europe's financial markets.

Figure 3
Roadmap



Source: ECB.

6 Conclusion

Integration of post-trade activities at European level is important for developing deeper and broader capital markets serving European citizens and businesses. Harmonised solutions must be applied to enhance cross-border competition and foster efficiency. Building on the advancements of the TARGET services, attention is required for non-harmonised areas related to securities settlement, collateral management and asset servicing.

The single European post-trade rulebook should provide clarity on the future shape of market structures. The single rulebook will minimise uncertainty and stimulate innovation. It should provide clarity on standards for exchanging data to facilitate machine-readable and standardised end-to-end processing from issuers through to investors. Addressing discrepancies in data usage and exchange at their source is critical, as these discrepancies can be propagated throughout the entire transaction chain, underscoring the need for a single rulebook.

An agreed roadmap is essential for making the switch to the single rulebook. A coordinated approach across Europe should be adopted, with a timeline to phase out current national practices and establish a unified standard for processing securities.

Doing so will contribute to achieving truly European capital markets. The roadmap initially focuses on collateral management and asset servicing, with the aim of overcoming these longstanding pain points in the securities industry.

© Europese Centrale Bank, 2025

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 4 juni 2025.

Zie voor specifieke terminologie de Lijst van termen.

PDF ISSN 2363-3522, QB-01-25-079-NL-N