



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEM

Economisch Bulletin

Nummer 2 / 2025



Inhoud

Economische, financiële en monetaire ontwikkelingen	2
Overzicht	2
1 Externe omgeving	8
2 Economische bedrijvigheid	15
3 Prijzen en kosten	22
4 Ontwikkelingen op de financiële markten	29
5 Financieringsvoorwaarden en ontwikkelingen in de kredietverlening	35
6 Begrotingsontwikkelingen	41
Kaders	45
1 Business investment: why is the euro area lagging behind the United States?	45
2 Have euro area exports missed the tech train?	51
3 The increasing energy demand of artificial intelligence and its impact on commodity prices	57
4 Using corporate earnings calls to forecast euro area labour demand	60
5 Euro area rent developments: insights from the CES	64
6 Understanding the relative development of goods and services inflation	70
7 Insights from banks and firms on euro area credit conditions: a comparison based on ECB surveys	74
8 Liquidity conditions and monetary policy operations from 23 October 2024 to 4 February 2025	79
Artikel	85
1 Developments in the recent euro area house price cycle	85
Box 1 The fundamental drivers of euro area house prices	97
Box 2 The relation between rental and house prices: how indicative is this for the euro area?	99

Statistieken

Economische, financiële en monetaire ontwikkelingen

Overzicht

Tijdens zijn vergadering van 6 maart 2025 heeft de Raad van Bestuur besloten de drie basisrentetarieven van de ECB met 25 basispunten te verlagen. Meer in het bijzonder vloeit het besluit om de rente op de depositofaciliteit – de rente waarmee de Raad van Bestuur de monetairbeleidskoers stuurt – te verlagen voort uit de geactualiseerde beoordeling door de Raad van de inflatievooruitzichten, de dynamiek van de onderliggende inflatie en de kracht van de monetairbeleidstransmissie.

Het desinflatieproces ligt goed op schema. De inflatie is zich grotendeels volgens de verwachtingen van medewerkers blijven ontwikkelen, en de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van maart 2025 liggen in de lijn van de eerdere inflatievooruitzichten. De medewerkers verwachten nu dat de totale inflatie uitkomt op gemiddeld 2,3% in 2025, 1,9% in 2026 en 2,0% in 2027. De opwaartse bijstelling van de totale inflatie voor 2025 is toe te schrijven aan een sterkere dynamiek bij de energieprijzen. De inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen zal volgens de medewerkers uitkomen op gemiddeld 2,2% in 2025, 2,0% in 2026 en 1,9% in 2027.

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 binnenlandse inflatie blijft hoog, vooral omdat de lonen en prijzen in bepaalde sectoren nog met een aanzienlijke vertraging worden aangepast aan de eerdere sterke stijging van de inflatie. Maar zoals verwacht neemt de loongroei af en de winsten temperen deels het effect op de inflatie.

Het monetair beleid wordt beduidend minder restrictief, aangezien de renteverlagingen nieuwe leningen voor bedrijven en huishoudens minder duur maken en de kredietgroei aantrekt. Tegelijkertijd zorgt de doorwerking van de eerdere renteverhogingen in de uitstaande kredieten nog voor een remmende kracht op de versoepeling van de financieringsvoorwaarden en blijft de kredietverlening over het algemeen gematigd. De economie kampt met aanhoudende uitdagingen en de medewerkers hebben hun groeiprojecties opnieuw verlaagd – tot 0,9% voor 2025, 1,2% voor 2026 en 1,3% voor 2027. De neerwaartse herzieningen voor 2025 en 2026 zijn toe te schrijven aan de geringere uitvoer en de nog altijd zwakke investeringen, deels als gevolg van grote onzekerheid over het handelsbeleid en ruimere beleidsonzekerheid. Stijgende reële inkomens en de geleidelijk wegebbende effecten van eerdere renteverhogingen blijven de belangrijkste aanjagers van het verwachte herstel van de vraag in de loop van de tijd.

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 toenemende onzekerheid zal de Raad een op data gebaseerde benadering per vergadering volgen om de passende monetairbeleidskoers te bepalen. De rentebesluiten van de Raad zullen in het bijzonder 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

De economie van het eurogebied heeft in het vierde kwartaal van 2024 waarschijnlijk een bescheiden groei laten optekenen. In de eerste twee maanden van 2025 hebben veel patronen van het vorige jaar zich doorgezet. De verwerkende industrie remt de groei nog steeds af, ook al laten de enquête-indicatoren een verbetering zien. De grote onzekerheid, zowel in binnen- als buitenland, zet een rem op de investeringen. En uitdagingen op het vlak van concurrentievermogen drukken de uitvoer. Tegelijkertijd zijn de diensten veerkrachtig. Stijgende inkomens van huishoudens en de robuuste arbeidsmarkt ondersteunen bovendien een geleidelijk herstel van de consumptie, ook al is het consumentenvertrouwen nog broos en de spaarquote hoog.

De werkloosheid bleef in januari 2025 op het historisch lage peil van 6,2% en de werkgelegenheid is volgens ramingen met 0,1% gegroeid in het laatste kwartaal van 2024. De arbeidsvraag is echter afgenomen en recente enquêtegegevens duiden op een gematigde werkgelegenheidsgroei in de eerste twee maanden van 2025.

De aanhoudend grote geopolitieke en beleidsonzekerheid zal naar verwachting de economische groei in het eurogebied drukken, vooral van de investeringen en de uitvoer, en het voorziene herstel vertragen. Dit volgt op de iets zwakker dan verwachte groei van eind 2024. Zowel de binnenlandse als de handelsonzekerheid zijn groot. Hoewel in de basisprojectie alleen het effect van nieuwe heffingen op de handel tussen de Verenigde Staten en China is opgenomen, wordt aangenomen dat de negatieve effecten van onzekerheid over de mogelijkheid van verdere veranderingen in het mondiale handelsbeleid, met name ten aanzien van de Europese Unie, de uitvoer en de investeringen van het eurogebied zullen drukken. In combinatie met aanhoudende uitdagingen op het gebied van het concurrentievermogen leidt dit naar verwachting tot een verdere daling van het marktaandeel van het eurogebied bij de uitvoer. Ondanks deze tegenwind blijven de voorwaarden aanwezig voor een opleving van de bbp-groei in het eurogebied gedurende de projectieperiode. Stijgende reële lonen en werkgelegenheid zullen, tegen de achtergrond van een sterke, zij het afkoelende arbeidsmarkt naar verwachting een herstel ondersteunen waarbij de consumptie een belangrijke bijdrage blijft leveren aan de groei. De binnenlandse vraag zou ook moeten worden geschraagd door een versoepeling van de financieringsvoorwaarden, in overeenstemming met de marktverwachtingen over het toekomstige rentebelooft. De arbeidsmarkt zou veerkrachtig moeten blijven, met een werkloosheidspercentage van gemiddeld 6,3% in 2025 en een lichte daling tot 6,2% in 2027. Aangezien

sommige conjuncturele factoren die onlangs geleid hebben tot productiviteitsvermindering beginnen weg te ebbten, trekt de productiviteit gedurende de projectieperiode weer aan, al blijven structurele uitdagingen bestaan. Verwacht wordt dat de gemiddelde reële bbp-groei op jaarbasis al bij al uitkomt op 0,9% in 2025 en aantrekt tot 1,2% in 2026 en 1,3% in 2027. Vergeleken met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van december 2024 zijn de vooruitzichten voor de bbp-groei voor zowel 2025 als 2026 neerwaarts bijgesteld met 0,2 procentpunt, maar voor 2027 onveranderd gebleven. De zwakkere vooruitzichten zijn voornamelijk toe te schrijven aan neerwaartse bijstellingen van de uitvoer en, in mindere mate, aan de investeringen, als gevolg van een sterker dan eerder aangenomen onzekerheidseffect, alsook de verwachting dat de uitdagingen op het gebied van het concurrentievermogen waarschijnlijk langer zullen aanhouden dan voorzien.

Het budgettaire en structurele beleid moet de economie productiever, competitiever en schokbestendiger maken. Het kompas voor concurrentievermogen van de Europese Commissie biedt een concrete routekaart voor actie en de hierin opgenomen voorstellen moeten snel worden aangenomen. De overheden moeten zorgen voor houdbare overheidsfinanciën, in overeenstemming met het EU-kader voor economische governance, en prioriteit geven aan groeibevorderende structurele hervormingen en strategische investeringen.

Inflatie

Volgens de flashraming van Eurostat beliep de jaar-op-jaar inflatie in februari 2025 2,4%, tegen 2,5% in januari en 2,4% in december 2024. De energieprijsinflatie daalde naar 0,2%, na een eerdere sterke stijging tot 1,9% in januari, komend vanaf 0,1% in december. Daarentegen steeg de voedselprijsinflatie naar 2,7%, van 2,3% in januari en 2,6% in december. De goedereninflatie steeg licht naar 0,6%, terwijl de diensteninflatie afnam tot 3,7%, vergeleken met 3,9% in januari en 4,0% in december.

De meeste indicatoren van de onderliggende inflatie wijzen op een duurzame terugkeer van de inflatie naar de doelstelling van de Raad van Bestuur van 2% op middellange termijn. De binnenlandse inflatie, die de diensteninflatie op de voet volgt, nam in januari 2025 af. Ze blijft wel hoog, omdat de lonen en sommige dienstenprijzen nog met een aanzienlijke vertraging worden aangepast aan de eerdere sterke stijging van de inflatie. Tegelijkertijd wijzen de recente loononderhandelingen op een aanhoudende matiging van de arbeidskostendruk.

De totale HICP-inflatie is de afgelopen maanden gestegen, maar zal naar verwachting in de loop van 2025 enigszins matigen en vervolgens dalen, om vanaf het eerste kwartaal van 2026 rond de inflatiedoelstelling van de Raad van Bestuur van 2% te schommelen. Aan het begin van de projectieperiode zullen opwaartse basiseffecten in de energiecomponent en een hogere voedselprijsinflatie de neerwaartse effecten van een daling van de HICP-inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen (HICPX) grotendeels compenseren. De stijging van de prijzen van

energiegrondstoffen rond de jaarwisseling zal in 2025 doorwerken in het twaalfmaands mutatietempo van de energieprijzen. Hoewel de aanname is dat de prijzen van olie en gas in lijn met de futuresprijzen zullen dalen, blijft de energie-inflatie gedurende de gehele projectieperiode waarschijnlijk positief, zij het lager dan het historisch gemiddelde. In 2027 zal de energie-inflatie volgens de projecties worden opgedreven door de invoering van nieuwe maatregelen ter beperking van de klimaatverandering. De voedselinflatie stijgt naar verwachting tot medio 2025, voornamelijk als gevolg van recente forse stijgingen van de prijzen van voedingsgrondstoffen, alvorens te dalen tot gemiddeld 2,2% in 2027. Verwacht wordt dat de HICPX-inflatie begin 2025 gaat dalen naarmate de effecten van vertraagde herbeprijzingen wegebben, de loondruk afneemt en het effect van eerdere monetairbeleidsverkrapping blijft doorwerken in de consumptieprijzen. De daling van de HICPX-inflatie wordt naar verwachting voornamelijk veroorzaakt door de teruglopende diensteninflatie – die tot dusver relatief hardnekkig is geweest. Al met al matigt de HICPX-inflatie van 2,2% in 2025 tot 1,9% in 2027. De loongroei zou een neerwaarts traject moeten blijven volgen ten opzichte van het huidige nog steeds hoge niveau naarmate de druk van de inflatiecompensatie wegebt. In combinatie met het voorziene herstel van de productiviteitsgroei leidt dit naar verwachting tot een aanzienlijk tragere groei van de arbeidskosten per eenheid product. Als gevolg daarvan neemt de binnenlandse prijsdruk verder af, waarbij de winstmarges zich gedurende de projectieperiode herstellen. De externe prijsdruk, zoals weerspiegeld in de invoerprijzen, blijft naar verwachting gematigd, in de veronderstelling dat het handelsbeleid van de EU op het vlak van heffingen ongewijzigd blijft. Vergeleken met de projecties van december 2024 zijn de vooruitzichten voor de totale HICP-inflatie voor 2025 opwaarts bijgesteld met 0,2 procentpunt als gevolg van hogere aannames voor de prijzen van energiegrondstoffen en de depreciatie van de euro, terwijl deze voor 2027 licht neerwaarts zijn bijgesteld vanwege de iets zwakkere vooruitzichten voor de energiecomponent aan het einde van de projectieperiode.

Kortom, de aanname over hogere energieprijzinflatie heeft ertoe geleid dat de medewerkers de projecties voor de totale inflatie van 2025 naar boven toe hebben bijgesteld. Tegelijkertijd verwachten ze dat de kerninflatie blijft vertragen, omdat de arbeidskostendruk verder afneemt en de eerdere monetairbeleidsverkrapping blijft doorwerken op de prijzen. De meeste maatstaven voor de inflatieverwachtingen op langere termijn blijven op ongeveer 2% staan. Al deze factoren ondersteunen de duurzame terugkeer van de inflatie naar de doelstelling van de Raad van Bestuur.

Risicobeoordeling

De risico's voor de economische groei blijven neerwaarts gericht. Een escalatie van de handelsspanningen zou de groei in het eurogebied drukken door de uitvoer te temperen en de wereldeconomie te verzwakken. De aanhoudende onzekerheid over het mondiale handelsbeleid zou de investeringen kunnen remmen. De geopolitieke spanningen, zoals de ongerechtvaardigde oorlog van Rusland tegen Oekraïne en het tragische conflict in het Midden-Oosten, blijven ook een grote bron van onzekerheid. De groei kan lager uitvallen als de vertraagde effecten van de verkrapping van het monetair beleid langer aanhouden dan verwacht. Anderzijds kan

de groei hoger uitvallen als soepelere financieringsvoorwaarden en dalende inflatie ervoor zorgen dat de binnenlandse consumptie en investeringen zich sneller herstellen. Een stijging van de uitgaven voor defensie en infrastructuur kan ook bijdragen aan de groei.

De toenemende wrijving in de wereldhandel zorgt voor meer onzekerheid rond de inflatievooruitzichten voor het eurogebied. Een algemene escalatie van de handelsspanningen kan zorgen voor een waardedaling van de euro en een stijging van de invoerprijzen, waardoor opwaartse druk ontstaat op de inflatie. Maar een lagere vraag naar uitvoer uit het eurogebied vanwege hogere handelstarieven en het verleggen van de uitvoer naar het eurogebied vanuit landen met overcapaciteit zouden kunnen zorgen voor neerwaartse druk op de inflatie. Geopolitieke spanningen creëren tweezijdige inflatierisico's wat betreft de energiemarkten, consumentenvertrouwen en bedrijfsinvesteringen. Extreme weersomstandigheden, en meer in het algemeen de zich ontvouwende klimaatcrisis, kunnen de voedselprijzen meer dan verwacht opdrijven. De inflatie kan hoger uitvallen als de lonen of winsten sterker stijgen dan verwacht. Een stijging van de uitgaven voor defensie en infrastructuur kan ook leiden tot een hogere inflatie vanwege het effect op de totale vraag. Maar neerwaartse verrassingen bij de inflatie zouden er kunnen komen als het monetair beleid de vraag meer dan voorzien tempert.

Financiële en monetaire omstandigheden

Na de vergadering van de Raad van Bestuur op 30 januari 2025 daalden de marktrenten in het eurogebied, maar in de aanloop naar de vergadering op 6 maart stegen deze in reactie op herziene vooruitzichten voor het begrotingsbeleid. De renteverlagingen maken nieuwe leningen voor bedrijven en huishoudens geleidelijk minder duur en de kredietgroei trekt aan. Tegelijkertijd zorgt de doorwerking van de eerdere renteverhogingen in de uitstaande kredieten nog voor een remmende kracht op de versoepeling van de financieringsvoorwaarden en blijft de kredietverlening over het algemeen gematigd.

De gemiddelde rente op nieuwe leningen aan bedrijven daalde tot 4,2% in januari 2025, tegen 4,4% in december 2024. De kosten van schuldfinanciering via de markt voor bedrijven stegen daarentegen naar 3,7%. Dat is 0,2 procentpunt hoger dan in december. In dezelfde periode daalde de gemiddelde rente op nieuwe hypotheekleningen van 3,4% naar 3,3%.

De groei van de bancaire kredietverlening aan bedrijven steeg in januari naar 2,0%, tegen 1,7% in december, als gevolg van een gematigde maandelijkse stroom nieuwe leningen. De groei in door bedrijven uitgegeven schuldbewijzen steeg tot 3,4% op jaarbasis. De hypotheekverstrekking bleef geleidelijk toenemen, maar was met een groei op jaarbasis van 1,3% in totaal nog steeds gematigd.

Monetairbeleidsbeslissingen

De rente op de depositofaciliteit, de rente op de basisherfinancieringstransacties en de rente op de marginale beleningsfaciliteit werden met ingang van 12 maart 2025 teruggebracht naar respectievelijk 2,50%, 2,65% en 2,90%.

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

Conclusie

Tijdens de vergadering van 6 maart 2025 heeft de Raad van Bestuur besloten de drie basisrentetarieven van de ECB met 25 basispunten te verlagen. Meer in het bijzonder vloeit het besluit om de rente op de depositofaciliteit – de rente waarmee de Raad van Bestuur de monetairbeleidskoers stuurt – te verlagen 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 toenemende onzekerheid zal de Raad een op data gebaseerde benadering per vergadering volgen om de passende monetairbeleidskoers te bepalen. De rentebesluiten van de Raad zullen in het bijzonder 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.

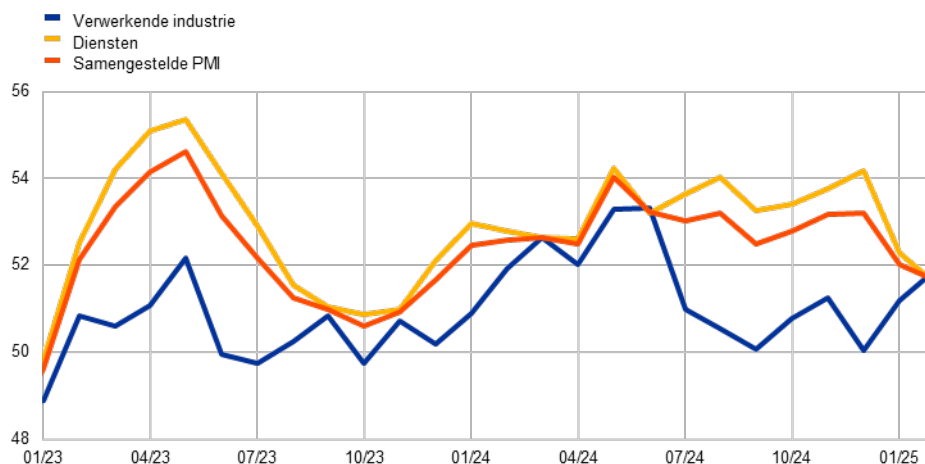
In de verslagperiode van 30 januari tot en met 5 maart is de groei van de mondiale economische bedrijvigheid stabiel gebleven, hoewel het recente handelsbeleid in de Verenigde Staten voor sterkere tegenwind gaat zorgen. De groei van de wereldhandel vertraagde aan het eind van 2024, terwijl de bestaande handelsnetwerken onder druk komen te staan door de tarieven van de Verenigde Staten. De vooruitzichten voor de mondiale groei en handel, zoals die tot uitdrukking komen in de door de medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van maart 2025, zijn neerwaarts bijgesteld als gevolg van de onlangs ingevoerde Amerikaanse tarieven en verhoogde onzekerheid over het handelsbeleid. De totale inflatie in de landen van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) steeg licht als gevolg van hogere energie- en voedselprijzen, terwijl de kerninflatie bleef dalen. Hoewel de totale inflatie in belangrijke ontwikkelde en opkomende markteconomieën gedurende de projectieperiode (2025-2027) naar verwachting nog steeds geleidelijk zal dalen, zijn de verwachtingen voor de totale inflatie voor 2025 opwaarts bijgesteld, rekening houdend met de doorwerking van de tarieven in de consumentenprijzen in de Verenigde Staten en, in mindere mate, in China. Al met al zorgen de recente Amerikaanse beleidsaankondigingen voor een aanzienlijke extra onzekerheid in de vooruitzichten.

De groei van de mondiale bedrijvigheid bleef rond de jaarwisseling stabiel, maar de recente verschuivingen in de Amerikaanse handelspolitiek kunnen wijzen op sterkere tegenwind. Hoewel de samengestelde wereldwijde Purchasing Managers' Index (PMI) voor de productie (exclusief het eurogebied) nog steeds expansief is, daalde deze in februari 2025 als gevolg van een vertraging in de dienstensector (Grafiek 1), die in de tweede helft van 2024 de belangrijkste aanjager van de groei was geweest. De daling van het sentiment in de dienstensector deed zich in alle belangrijke economieën voor, maar was het meest uitgesproken in de Verenigde Staten. Al met al blijft het meest recente nowcastingmodel van ECB-medewerkers voor het mondiale bbp, dat naast de PMI's een breed scala aan macro-economische indicatoren omvat, wijzen op een gestage groei van ongeveer 1,0 % op kwartaalbasis in het eerste kwartaal van 2025. Desondanks worden de groeivooruitzichten voor de korte termijn overschaduwde door de recente veranderingen in het Amerikaanse handelsbeleid. Die omvatten niet alleen het opleggen van nieuwe tarieven aan China, maar zorgen ook voor een toename van de onzekerheid over het handelsbeleid, wat naar verwachting een rem zal zetten op de wereldwijde investeringen.

Grafiek 1

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

(spreidingsindices)



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

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen februari 2025.

De vooruitzichten voor de groei van de mondiale bedrijvigheid zullen naar verwachting gematigd blijven en gedurende de projectieperiode iets verslechteren.

Verwacht wordt dat het mondiale reële bbp in 2025 met 3,4 % zal groeien, om in 2026-2027 te dalen tot 3,2 %. Hoewel het precieze verloop en de reikwijdte van recente Amerikaanse handelsbeleidaankondigingen nog onduidelijk zijn, houden de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2025) al rekening met de door de Verenigde Staten opgelegde tarieven op de invoer uit China die op 4 februari in werking traden (d.w.z. vóór de afsluitdatum van de projecties van 19 februari 2025) en met de eventuele vergeldingsmaatregelen van China.¹ Vergeleken met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van december 2024 is de mondiale groei voor 2025 en 2026 naar beneden bijgesteld met 0,1 procentpunt, aangezien de nieuwe tarieven en de grotere onzekerheid over het handelsbeleid de bedrijvigheid naar verwachting zullen drukken. In 2026-2027 weerspiegelt de lichte daling van de mondiale bbp-groei de tragere groei in China, tegen de achtergrond van een ongunstige demografische dynamiek, en in de Verenigde Staten als gevolg van de negatieve gevolgen op middellange termijn van het Amerikaanse beleid (zoals lagere immigratiecijfers).² De neerwaartse risico's voor de mondiale vooruitzichten overheersen, als gevolg van de dreiging van nog meer Amerikaanse tarieven (bijvoorbeeld heffingen op staal en aluminium en tarieven op invoer uit Canada, Mexico en de Europese Unie) en de huidige geopolitieke spanningen.

¹ Op 1 februari 2025 kondigden de Verenigde Staten een extra tarief van 10 procentpunt aan op alle Chinese goederen, waarmee een belangrijke stap werd gezet in het lopende handelsgeschil. In reactie hierop heeft China tarieven opgelegd op 80 Amerikaanse producten, waaronder vloeibaar aardgas, steenkool en landbouwapparatuur, waardoor het tarief op de Amerikaanse invoer met 1 procentpunt werd verhoogd. De Amerikaanse tarieven werden van kracht op 4 februari en de Chinese vergeldingstarieven op 10 februari. Bovendien voerde China een exportverbod in op kritieke metalen zoals tellurium en wolfram, dat eveneens op 4 februari van kracht werd.

² Zie de [door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2025](#).

De groei van de wereldhandel zwakte tegen het einde van 2024 af en zal naar verwachting vertragen door de impact van tarieven, verhoogde onzekerheid over het handelsbeleid, een minder gunstige samenstelling van de vraag en het aflopen van de eerdere vervroeging van de invoer. Hoewel de lichte verbetering van het sentiment in de verwerkende industrie en de industriële productie de dynamiek van de wereldhandel in het eerste kwartaal van 2025 kan ondersteunen, werd de groei van de mondiale bedrijvigheid rond de jaarwisseling voornamelijk gedragen door componenten met een lage handelsintensiteit, namelijk de overheidsconsumptie en de particuliere consumptie. Daarnaast zullen de toegenomen handelonzekerheid en de tragere versoepeling van het monetaire beleid in de Verenigde Staten de investeringen in de toekomst waarschijnlijk drukken en de handel buitenproportioneel raken, aangezien investeringen doorgaans zeer handelsintensief zijn. Bovendien zal de frontloading van de handel - die de wereldhandel in 2024 ondersteunde doordat bedrijven in met name de Verenigde Staten een voorraad buitenlandse inputs aanlegden in afwachting van mogelijke handelsverstoringen - naar verwachting geleidelijk afnemen in 2025, wanneer de nieuwe tarieven van kracht worden. Een gedeeltelijke afbouw van die naar voren gehaalde voorraden zal naar verwachting ook gedurende heel 2025 op de vraag drukken, vooral in de ontwikkelde economieën die in 2024 de invoer van voorraden uit opkomende markten naar voren hebben gehaald. Ten slotte zullen de handelsstromen gedurende de projectieperiode naar verwachting aanzienlijk worden beïnvloed door tarieven, waarbij de projecties van maart 2025 leiden tot forse neerwaartse bijstellingen van de invoer en de uitvoer in de Verenigde Staten en China met telkens 1,0 tot 1,5 procentpunt in de periode 2025-2027. Tegen deze achtergrond wordt verwacht dat de groei van de buitenlandse vraag voor het eurogebied zal vertragen van 3,4% in 2024 tot 3,2% in 2025 en 3,1% in 2026 en 2027, met aanzienlijke neerwaartse bijstellingen ten opzichte van de projecties van december 2024.

De aanhoudende escalatie van de handelsspanningen brengt risico's met zich mee voor de soepele werking van de bestaande handelsnetwerken. De vooruitzichten voor de handel worden vertroebeld door onzekerheid, aangezien protectionisme grensoverschrijdende stromen aanzienlijk zou kunnen belemmeren. De Amerikaanse tarieven op Canada en Mexico zouden ongeveer een derde van de totale Amerikaanse invoer van goederen en ongeveer driekwart van de totale door Canada en Mexico uitgevoerde goederen treffen, waarbij het effect van tarieven waarschijnlijk zal worden versterkt door de onderlinge verbondenheid van de toeleveringsketens in heel Noord-Amerika.³ Op 10 februari kondigde de Amerikaanse regering een tarief van 25% aan op staal en aluminium dat de

³ De tarieven van de VS voor Canada en Mexico zijn op 1 februari ondertekend in Executive Orders om vanaf 4 februari in werking te treden. De uitvoering is later met een maand opgeschort (tot 4 maart). Op 6 maart kondigde de Amerikaanse regering een tijdelijke opschorting aan van de tarieven op goederen die voldoen aan de overeenkomst tussen de Verenigde Staten en Mexico en Canada (USMCA), met een looptijd tot 2 april 2025.

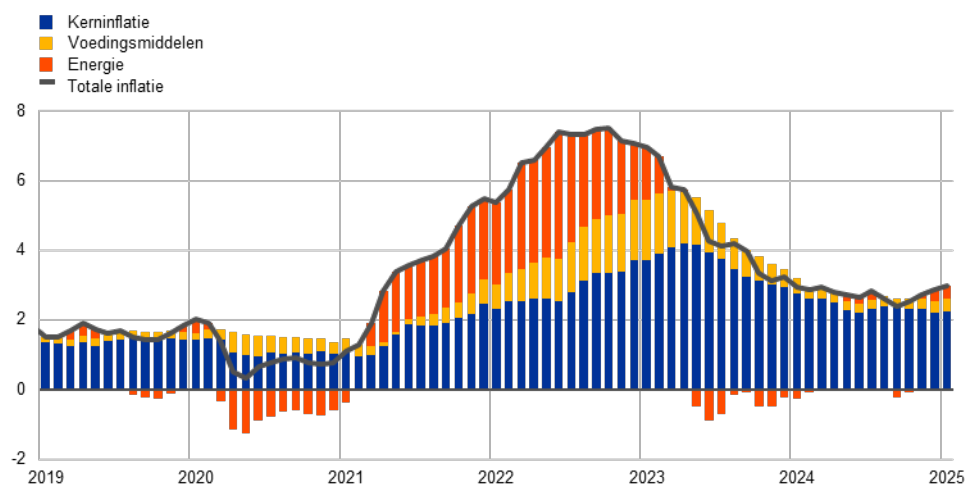
Verenigde Staten binnenkomt, met ingang van 12 maart.⁴ Ondanks het geringe aandeel van deze goederen in de invoer van de Verenigde Staten (2%), zullen Amerikaanse consumenten en industrieën die zich verderop in de toeleveringsketen bevinden (zoals de auto-industrie) naar verwachting negatieve gevolgen ondervinden. Bovendien gaf president Trump zijn adviseurs op 12 februari de opdracht om een uitgebreid plan voor wederzijdse tarieven op te stellen en kondigde hij op 18 februari wereldwijde tarieven aan voor auto's, farmaceutische producten en halfgeleiders. Op 21 februari pleitte hij voor een herziening van de tarieven van de handelspartners op digitale diensten uit de Verenigde Staten, op 26 februari kondigde hij een tarief van 25% aan op Europese invoer en op 27 februari een extra heffing van 10% op China.

De totale inflatie in alle OESO-landen is gestegen, terwijl ook de kerninflatie licht is toegenomen. In oktober steeg de inflatie van de consumentenprijsindex (CPI) op jaarbasis in alle OESO-landen (behalve Turkije) naar 3,0%, tegen 2,9% in de voorgaande maand (Grafiek 2). Deze stijging van de totale CPI-inflatie was deels het gevolg van hogere energieprijzen, waarbij de bijdrage van de voedselprijzen over het algemeen stabiel bleef. De CPI-kerninflatie, waarbij energie- en voedselprijzen buiten beschouwing worden gelaten, steeg licht naar 3,1%.

Grafiek 2

Consumentenprijsinflatie in de OESO-landen

(mutaties in procenten per jaar, bijdragen in procentpunten)



Bronnen: OESO en berekeningen van ECB-medewerkers.

Toelichting: Het OESO-aggregaat is exclusief Turkije en wordt berekend aan de hand van de jaarlijkse gewichten van de OESO-consumentenprijsindex. De meest recente waarnemingen betreffen januari 2025.

Ondanks de recente stijging in de OESO-landen zal de CPI-inflatie in een bredere groep ontwikkelde en opkomende landen gedurende de projectieperiode naar verwachting blijven dalen. Hoewel het desinflatieproces in de OESO-landen eind 2024 tot stilstand lijkt te zijn gekomen, zal de CPI-inflatie in

⁴ De twee nieuwe aankondigingen voorzien in de herinvoering van het volledige tarief van 25% op staal en een verhoging van de aluminiumtarieven van 10% naar 25%. Daartoe heeft de regering van de Verenigde Staten alle goedgekeurde vrijstellingen beëindigd die tijdens de eerste presidentiële termijn van Trump waren verleend. Dit betekent dat de landen die eerder vrijstellingen hadden bedongen, waarschijnlijk het zwaarst zullen worden getroffen door deze nieuwe Amerikaanse tarieven. Bovendien is het tarief van 25% uitgebreid naar afgeleide producten van staal en aluminium.

een bredere groep ontwikkelde en opkomende landen volgens de projecties van maart 2025 naar verwachting geleidelijk dalen van 4,2 % in 2024 tot 2,5 % in 2027.⁵ De afkoeling van de arbeidsmarkten in de OESO-landen zal naar verwachting de nominale looninflatie doen dalen, waardoor de totale CPI-inflatie geleidelijk naar de doelstellingen van de centrale banken kan convergeren. Vergeleken met de projecties van december 2024 zal de totale CPI-inflatie in een bredere groep ontwikkelde en opkomende landen in 2025 naar verwachting hoger zijn als gevolg van de doorwerking van de tarieven in de consumentenprijzen in de Verenigde Staten en, in mindere mate, in China. Voor 2026 en 2027 is de CPI-inflatie voor de economieën overal ter wereld neerwaarts bijgesteld, aangezien het opwaartse effect van de tarieven ruimschoots wordt gecompenseerd door andere factoren, voornamelijk neerwaartse bijstellingen van de CPI-inflatie in China, als gevolg van de verankerde deflatie van de producentenprijzen bij een aanhoudend overaanbod.

Gedurende de verslagperiode daalden de prijzen voor ruwe Brent-olie met 5%, terwijl de Europese gasprijzen met 12% daalden. De bezorgdheid over de invloed van handelsgeschillen op de mondiale bedrijvigheid oefende een neerwaartse druk uit op de olieprijs, die nog werd versterkt door een onverwachte toename van de Amerikaanse olievoorraden, wat wees op een tegenvallende vraag naar olie in de Verenigde Staten. De Europese gasprijzen waren zeer volatiel, aangezien lagere temperaturen en een lage productie van hernieuwbare energie aanvankelijk leidden tot hogere prijzen als gevolg van een toename van de hoeveelheid gas die werd verbruikt voor verwarming en het elektriciteitsopwekking. De spotprijzen voor gas daalden echter als gevolg van aankondigingen van vredesonderhandelingen in Oekraïne. De neerwaartse prijsdruk werd ook versterkt door het zachtere weer en doordat LNG-tankers naar Europa werden omgeleid. De metaalprijzen stegen met 2%, voornamelijk doordat in de Verenigde Staten gevestigde handelaren uit voorzorg aankopen hebben gedaan naar aanleiding van de aankondigingen op 10 februari met betrekking tot de tarieven voor staal en aluminium, samen met de dreigementen van 25 februari om heffingen op geïmporteerd koper op te leggen. Tot slot daalden de voedselprijzen met 2%, doordat de cacaoprijzen licht naar beneden corregeerden na een sterke stijging eind 2024 en begin 2025.

De door de medewerkers van de ECB samengestelde projecties van maart 2025 voorzien dat de bedrijvigheid in de Verenigde Staten op de korte termijn robuust blijft dankzij een sterke groei van de consumptie, hoewel de risico's van het Amerikaanse beleid zich opstapelen. De reële bbp-groei in het vierde kwartaal van 2024 (0,6% op kwartaalbasis) was vooral te danken aan de particuliere consumptie als gevolg van hogere reële beschikbare inkomens, terwijl de bedrijfsinvesteringen daalden. Voor het eerste kwartaal van 2025 wordt in de meest recente nowcast van ECB-medewerkers voor het Amerikaanse bbp uitgegaan van een robuust blijvende groei van 0,6% op kwartaalbasis. De financiële beperkingen voor consumenten in de Verenigde Staten lijken toe te nemen, hoewel het domino-effect op de consumptie beperkt lijkt. Hoewel het aantal wanbetalingen op creditcards is gestegen tot boven het gemiddelde van vóór de pandemie, blijft het

⁵ De door medewerkers van de ECB samengestelde projecties omvatten een bredere groep landen, met name grotere opkomende landen zoals China, India, Brazilië en Rusland, die niet zijn opgenomen in de CPI-inflatiecijfers van de OESO.

aantal gedwongen verkopen en faillissementen onder consumenten historisch laag en blijft de schuldendienstquote van huishoudens dicht bij het niveau van vóór de pandemie. Daarnaast is de grootste toename van wanbetalingen op creditcards te zien bij huishoudens met lagere inkomens, die slechts 12% van de totale consumptieve bestedingen voor hun rekening nemen. Aan de nominale kant was de CPI voor januari weliswaar hoger dan verwacht, maar dit duidt op een daling van zowel de totale als de kerninflatie van de persoonlijke consumptieve bestedingen (PCE) op de korte termijn, die ook wordt ondersteund door de recente vertraging van de producentenprijsindex (PPI). Over het algemeen koelen de belangrijkste bronnen van inflatie af in de Verenigde Staten, waar de indicatoren voor krapte op de arbeidsmarkt gestaag zijn afgenomen tot hun pre-pandemische niveaus. Toch blijven de inflatievooruitzichten omgeven door grote onzekerheid. Het Amerikaanse beleid zou de geleidelijke desinflatie bovendien verder kunnen vertragen, aangezien de tarieven op de Amerikaanse invoer naar verwachting zullen worden doorberekend in de consumentenprijzen, terwijl strengere immigratieregels en deportaties voor een hernieuwde verkrapping van de arbeidsmarkt zouden kunnen zorgen. Tegen deze achtergrond zijn de consumenten in de Verenigde Staten begonnen hun inflatieverwachtingen voor de korte en lange termijn te verhogen, wat op zijn beurt het desinflatieproces verder kan vertragen. Ten slotte besloot het Federal Open Market Committee (FOMC) tijdens de vergadering in januari om de beleidsrente ongewijzigd te laten, wat aangeeft dat het gezien de nog steeds robuuste economie geen redenen zag om op korte termijn te rente aan te passen.

De vooruitzichten voor China verslechteren, omdat de binnenlandse vraag zwak blijft en de export wordt getroffen door hogere Amerikaanse tarieven. Na het herstel van de reële bbp-groei in het vierde kwartaal van 2024 wijzen de meest recente indicatoren op een vertraging in zowel de verwerkende industrie als de dienstensector. Een hoogfrequente indicator voor de particuliere consumptie daalde in januari 2025, wat erop wijst dat de impuls van eerdere begrotingssteun van korte duur was. Het consumentenvertrouwen blijft aanhoudend negatief, wat een breder herstel van de bestedingen in de weg staat, terwijl ook de belangrijkste ontwikkelingen op de vastgoedmarkt zwak blijven. Hoewel de nieuwe tarieven van de Verenigde Staten naar verwachting een vrij bescheiden negatief effect zullen hebben op de bbp-groei, brengt een verdere escalatie van het conflict tussen de Verenigde Staten en China neerwaartse risico's met zich mee, hoewel extra budgettaire stimuleringsmaatregelen, die de Chinese autoriteiten in december 2024 al hadden aangekondigd, dit effect zouden kunnen verzachten. Ondertussen steeg de Chinese CPI-inflatie in januari naar 0,5%, terwijl de PPI-inflatie negatief bleef op -2,3%. De CPI-kerninflatie (uitgezonderd voedingsmiddelen en energie) steeg in januari licht naar 0,6%, ten opzichte van 0,4% in de voorgaande maand, voornamelijk als gevolg van een tijdelijke stijging van de dienstenprijzen na een opleving van de bedrijvigheid, die werd ondersteund door de toegenomen begrotingssteun voor consumptie. Al met al wakkeren de zwakke binnenlandse vraag en overproductie de sterke prijsconcurrentie tussen bedrijven aan, wat op de middellange termijn voor een gematigde inflatoire druk zorgt.

De bedrijvigheid in het Verenigd Koninkrijk blijft bescheiden door de aanhoudende inflatie. Het reële bbp groeide in het vierde kwartaal van 2024 licht

(0,1% op kwartaalbasis), doordat de particuliere vraag en het uitvoersaldo negatieve bijdragen leverden, die deels werden gecompenseerd door het positieve effect van voorraden en hogere overheidsuitgaven. Zwakke kortetermijnindicatoren voor de particuliere vraag wijzen erop dat de gematigde groei tot in 2025 zou kunnen aanhouden. De totale CPI-inflatie steeg van 2,5% in december 2024 naar 3,0% in januari 2025, voornamelijk als gevolg van de voedselinflatie. De algemene CPI-inflatie zal naar verwachting hoog blijven gedurende 2025, ondersteund door stijgingen van de energieprijzen en gereguleerde prijswijzigingen, en door de impact van overheidsbeleid dat is aangekondigd in de nvan 2024 (zoals een verhoging van de nationale verzekeringsbijdragen voor werkgevers). De Bank of England verlaagde de belangrijkste beleidsrente tijdens de vergadering van februari met 25 basispunten, omdat ze oordeelde dat de binnenlandse prijsdruk stabiel bleef en dat de recente stijging van de CPI-inflatie niet zal leiden tot extra tweede-ronde-effecten op de onderliggende binnenlandse inflatiedruk.

Volgens de informatie die op de afsluitingsdatum beschikbaar was, groeide de economie van het eurogebied in het vierde kwartaal van 2024 met 0,1%, nadat deze in het derde kwartaal met 0,4% was gegroeid, door een stijgende binnenlandse vraag en een afnemende uitvoer. De werkgelegenheid nam in het vierde kwartaal met 0,1% toe, in hetzelfde tempo als het bbp. Wat de verschillende bedrijfstakken betreft, nam de industriële activiteit in het vierde kwartaal naar verwachting verder af, als gevolg van de zwakke vraag naar goederen, het verlies aan concurrentievermogen en de toegenomen onzekerheid. De dienstensector groeide daarentegen verder, vooral onder impuls van de niet-marktdiensten. Enquête-indicatoren wijzen op een gematigde groei aan het begin van het jaar. De Purchasing Manager's Index (PMI) voor de dienstensector bleef over het algemeen stabiel ten opzichte van het vierde kwartaal en wijst nog steeds op groei. Tegelijkertijd is de index voor de verwerkende industrie recent verbeterd, hoewel deze nog steeds op een dalende productie duidt. Verdere tegenwind komt wellicht van toenemend protectionisme en handelsverstoringende 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 robuust. In de toekomst zullen de hoge mate van onzekerheid en het aanhoudende verlies aan concurrentievermogen naar verwachting de snelheid van het herstel van de economie van het eurogebied enigszins beperken. Toch zou het verwachte herstel worden ondersteund door hogere arbeidsinkomens en betaalbare kredieten.

Deze vooruitzichten worden grotendeels weerspiegeld in de in maart 2025 door medewerkers van de ECB opgestelde macro-economische projecties voor het eurogebied, waarin een reële bbp-groei op jaarbasis wordt verwacht van 0,9% in 2025, van 1,2% in 2026 en van 1,3% in 2027.⁶

Volgens de flashraming van Eurostat steeg het reële bbp in het vierde kwartaal van 2024 met 0,1% op kwartaalbasis (Grafiek 3).⁷ Dit betekent dat de productie steeg in elk kwartaal van het jaar. Bijgevolg steeg het bbp in 2024 naar schatting met 0,7%, wat een verbetering is ten opzichte van 2023, toen het met 0,4% toenam.⁸ De kortetermijnindicatoren en beschikbare landengegevens wijzen op positieve bijdragen van de particuliere consumptie en de investeringen, die werden gecompenseerd door een dalende netto-uitvoer, terwijl de bijdrage van de voorraadwijzigingen vrijwel neutraal was. Tegelijkertijd bleef de industriële sector waarschijnlijk zwak, terwijl de dienstensector veerkrachtiger was. Het resultaat van

⁶ Zie "de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van maart 2025", die op 6 maart 2025 werden gepubliceerd op de website van de ECB.

⁷ De reële bbp-groei op kwartaalbasis in het eurogebied werd opwaarts bijgesteld tot 0,2% in de publicatie van 7 maart, twee dagen na de afsluitingsdatum voor de gegevens in dit nummer van het Economisch Bulletin.

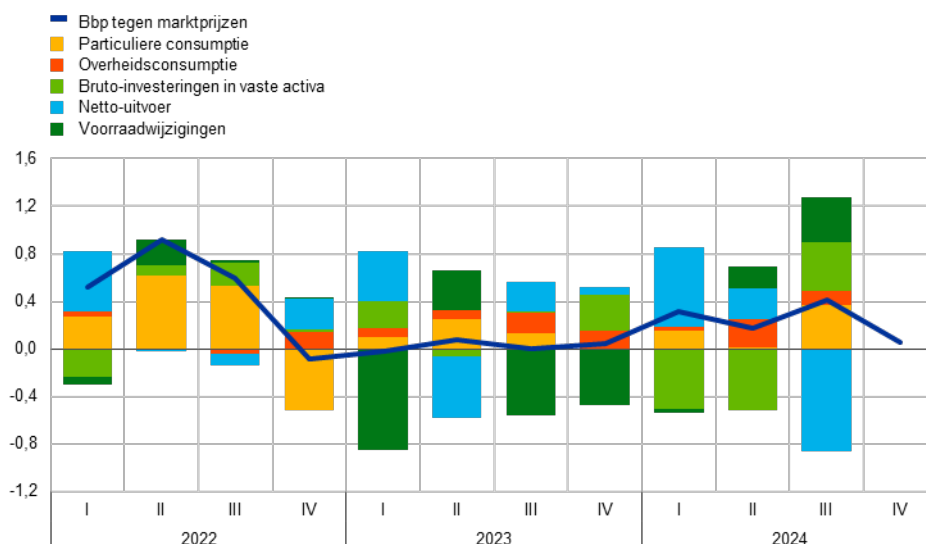
⁸ De groei op jaarbasis voor 2024 is gebaseerd op voor seizoen- en kalenderinvloeden gecorrigeerde cijfers. Ongecorrigeerde gegevens zijn niet beschikbaar voor alle lidstaten die in de flashramingen van het bbp zijn opgenomen.

het vierde kwartaal voor het eurogebied zorgt voor een positief overloopeffect op de groei op jaarbasis in 2025.⁹

Grafiek 3

Reëel bbp van het eurogebied en samenstelling

(mutaties in procenten op kwartaalbasis; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

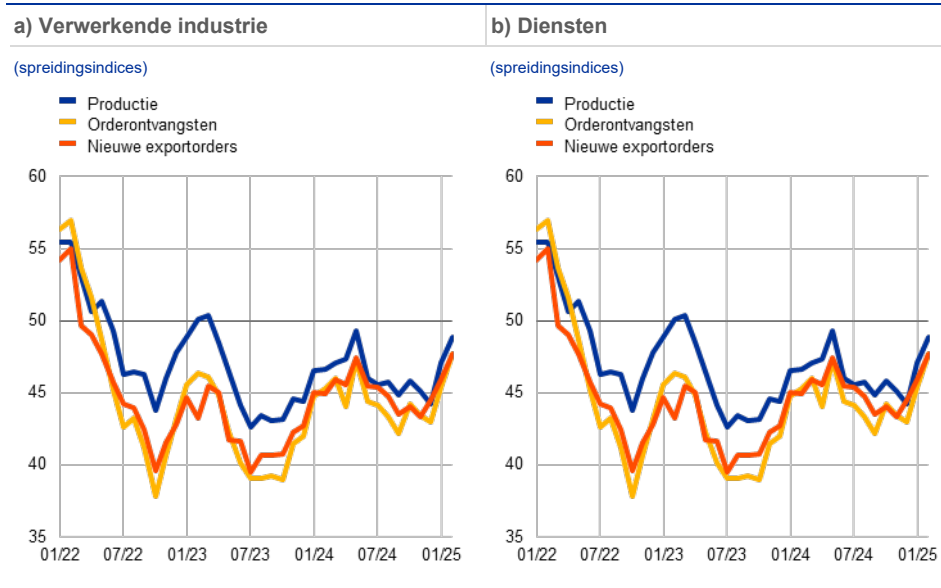
Toelichting: De recentste waarnemingen betreffen het vierde kwartaal van 2024 voor het bbp en het derde kwartaal van 2024 voor de uitsplitsing van de bestedingen.

Enquêtegegevens wijzen op een aanhoudend gematigde groei in het eerste kwartaal van 2025 onder impuls van de dienstensector, tegen de achtergrond van grote onzekerheid. De onzekerheid over het economische beleid – waaronder het handelsbeleid – drukt de vooruitzichten op korte termijn. De belangrijkste bron van onzekerheid op wereldvlak houdt verband met het beleid van de VS, vooral op het gebied van veiligheid en handel. Het toenemende protectionisme zou de verwerkende industrie onevenredig hard kunnen treffen in vergelijking met andere delen van de economie. De samengestelde Purchasing Managers' Index (PMI) steeg echter tot gemiddeld 50,2 in januari en februari (tegen 49,3 in het vierde kwartaal), hoofdzakelijk dankzij een stijging in de verwerkende industrie. Ondanks deze recente verbetering wijst de PMI voor de verwerkende industrie nog steeds op een krimpende bedrijvigheid, waarbij de index nu al bijna twee jaar lager dan 50 is (Grafiek 4). Ook de PMI voor de orderontvangst verbeterde recentelijk, maar ligt nog steeds lager dan 50, wat wijst op zwakke kortetermijnvooruitzichten voor de industrie. In de dienstensector blijft de PMI boven de nulgroeidrempel – hoewel de laatste cijfers onder het langetermijngemiddelde liggen. De indicatoren voor het ondernemersvertrouwen van de Europese Commissie geven een grotendeels vergelijkbaar beeld.

⁹ Dit impliceert dat het bbp in 2025 met 0,3% zou groeien als alle groeicijfers op kwartaalbasis dit jaar nul zouden zijn (d.w.z. als het bbp op kwartaalbasis hetzelfde blijft als in het vierde kwartaal van 2024).

Grafiek 4

PMI-indicatoren voor de verschillende bedrijfstakken van de economie



Bron: S&P Global Market Intelligence.

Toelichting: De recentste waarnemingen betreffen februari 2025.

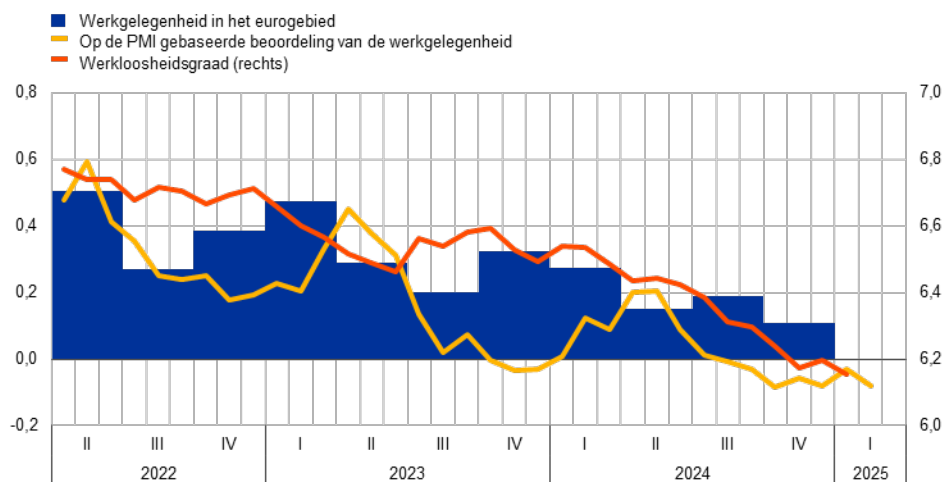
De werkgelegenheid steeg in het vierde kwartaal van 2024 met 0,1%. Dit was lager dan in de andere kwartalen van het jaar (Grafiek 5). Toch was de werkgelegenheidsgroei veerkrachtig in verhouding tot de bbp-groei, waardoor de productiviteit met 0,1% daalde. De werkloosheidsgraad bedroeg 6,3% in december, 0,1 procentpunt hoger dan in november, en bleef dicht bij het laagste niveau sinds de invoering van de euro. De vraag naar arbeid daalde enigszins ten opzichte van het hoge peil na de pandemie, waarbij de vacaturegraad onveranderd bleef op 2,5% in het vierde kwartaal, wat 0,8 procentpunt lager ligt dan de piek in het tweede kwartaal van 2022.¹⁰

¹⁰ Zie het kader “Using corporate earnings calls to forecast euro area labour demand” 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 vierde kwartaal van 2024 voor de werkgelegenheid, februari 2025 voor de op de PMI gebaseerde beoordeling van de werkgelegenheid en januari 2025 voor de werkloosheidsgraad.

De kortetermijnindicatoren voor de arbeidsmarkt wijzen op een stabiele werkgelegenheid in het eerste kwartaal van 2025. De samengestelde PMI-werkgelegenheidsindicator op maandbasis nam af van 49,7 in januari tot 49,3 in februari, wat erop wijst dat de werkgelegenheid in het eerste kwartaal waarschijnlijk vrijwel onveranderd bleef ten opzichte van het vierde kwartaal van 2024. De PMI-werkgelegenheidsindicator voor de dienstensector daalde van 50,9 in januari tot 50,8 in februari, terwijl de PMI-werkgelegenheidsindicatoren voor de verwerkende industrie en de bouwrijverheid een krimp bleven aangeven.

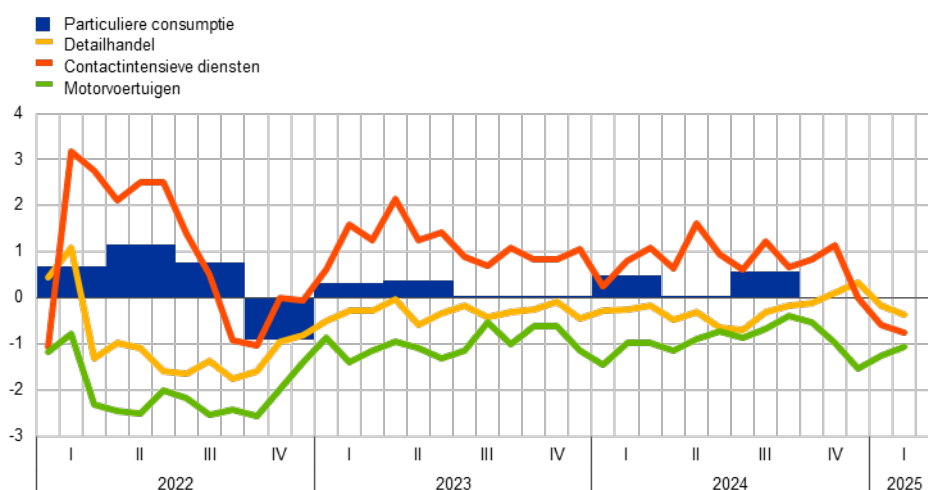
De groei van de particuliere consumptie nam naar verwachting af in het vierde kwartaal van 2024. Nadat de groei van de particuliere consumptie in het derde kwartaal met 0,7% op kwartaalbasis was gestegen (Grafiek 6), lijkt deze in het vierde kwartaal van 2024 te zijn gematigd – ook als gevolg van het wegebben van enkele tijdelijke factoren die de groei in het voorgaande kwartaal ondersteunden, bijvoorbeeld de Olympische en Paralympische Spelen van 2024 in Parijs. Dit wordt bevestigd door de stijging met 0,4% op kwartaalbasis van de detailhandelsverkoop en de toename met 0,5% op kwartaalbasis van de dienstenproductie. Recente gegevens wijzen ook op een afzwakkende dynamiek in de groei van de bestedingen van de huishoudens op korte termijn, zoals blijkt uit de recentste door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties. De indicator van het consumentenvertrouwen van de Europese Commissie steeg verder in februari, maar blijft in het algemeen gematigd door een nog steeds hoge onzekerheid. De indicatoren van de Europese Commissie over de bedrijfsverwachtingen voor de vraag naar contactintensieve diensten nam in februari verder af, terwijl uit de laatste Consumer Expectations Survey van de ECB blijkt dat de verwachte vakantieboekingen robuust blijven, ondanks enige recente verzwakking.

Tegelijkertijd stegen in februari de consumentenverwachtingen voor grote aankopen in de komende 12 maanden, nadat deze in de voorgaande maand waren verslechterd. In de toekomst zal de aanhoudende onzekerheid over het economische beleid, voornamelijk tegen de achtergrond van de wereldwijde economische ontwikkelingen, de bestedingsbeslissingen van huishoudens wellicht blijven drukken. Er wordt echter verwacht dat de hogere koopkracht – als gevolg van de vertraging van de inflatie – en de aanhoudende stijging van het reële arbeidsinkomen de consumptie in de komende kwartalen zal ondersteunen.

Grafiek 6

Particuliere consumptie en bedrijfsverwachtingen voor de detailhandel, de contactintensieve diensten en de motorvoertuigen

(mutaties in procenten op kwartaalbasis; gestandaardiseerde percentages)



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

Toelichting: De bedrijfsverwachtingen voor de detailhandel (ongerekend de motorvoertuigen), de verwachte vraag naar contactintensieve diensten en de verwachte verkoop van motorvoertuigen 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 januari 2005-2019, vanwege de beschikbaarheid van gegevens, terwijl de reeksen voor motorvoertuigen en detailhandel gestandaardiseerd zijn voor de periode 1999-2019. De recentste waarnemingen betreffen het derde kwartaal van 2024 voor de particuliere consumptie en februari 2025 voor de bedrijfsverwachtingen voor de detailhandel, de contactintensieve diensten en de motorvoertuigen.

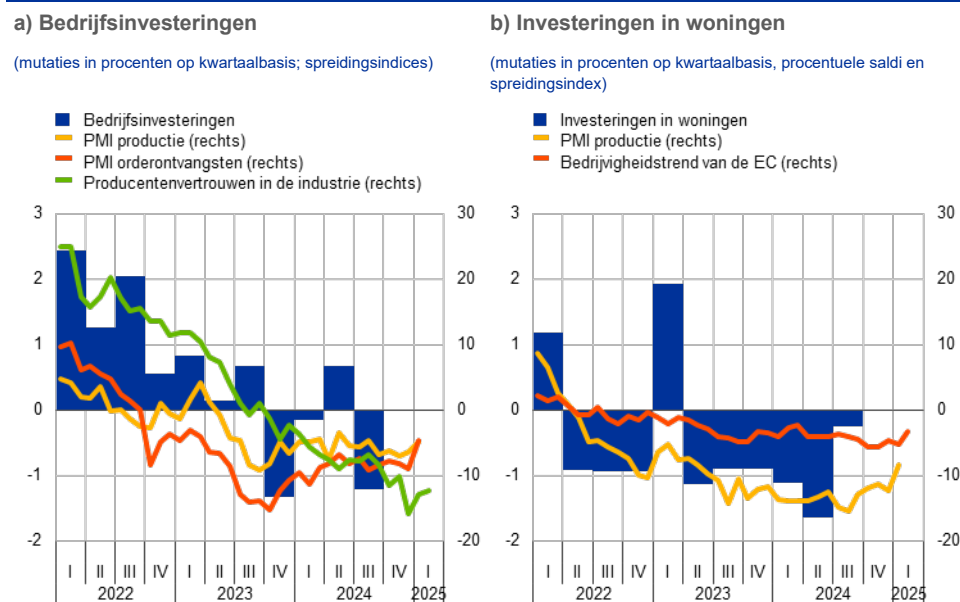
De bedrijfsinvesteringen bleven rond de jaarwisseling naar verwachting gematigd door de hoge onzekerheid.

Na de sterke inkrimping in het derde kwartaal van 2024 wordt verwacht dat de bedrijfsinvesteringen (die in de nationale rekeningen worden benaderd door de niet-bouwinvesteringen, exclusief de Ierse immateriële activa) in het vierde kwartaal licht zijn toegenomen. De investeringen in materiële activa waren de afgelopen kwartalen echter bijzonder zwak. In de kapitaalgoederensector daalde de industriële productie in het vierde kwartaal met 1,2% op kwartaalbasis, zoals verwacht door de PMI-outputindicatoren die in de loop van het afgelopen jaar sterk negatief werden en doordat de indicator van het producentenvertrouwen in de industrie zich op een niveau bevond dat voor het laatst werd opgetekend tijdens de lockdown in 2020 (Grafiek 7, paneel a). De investeringen in immateriële activa blijven stijgen, zij het veel minder dan in de Verenigde Staten (zie [Kader 1](#)). Recentste gegevens wijzen op zwakte aan het begin van 2025 tegen een achtergrond van verhoogde onzekerheid over het geopolitieke en economische beleid en het handelsbeleid. In de recentste telefonische enquête onder bedrijven, de enquête betreffende de toegang van ondernemingen tot

financiering in het eurogebied en de enquête naar de bancaire kredietverlening wordt uitgegaan van gematigde investeringen aan het begin van het jaar, waarbij in de laatstgenoemde enquête een verdere daling van de vraag naar langerlopende leningen wordt verwacht in het eerste kwartaal, die doorgaans verband houden met investeringen in vaste activa.¹¹ De combinatie van deze factoren drukt waarschijnlijk de investeringen aan het begin van het jaar. Behoudens sterke verstoringen van de handel zouden de geleidelijke opleving van de economie in het algemeen, de versoepeling van de financieringsvoorwaarden en het verdwijnen van bepaalde bronnen van onzekerheid de investeringen in de toekomst moeten ondersteunen. Daarnaast zal de lopende inzet van NextGenerationEU-middelen helpen om verdere bedrijfsinvesteringen aan te trekken.

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. Kortetermijnindicatoren verwijzen naar de kapitaalgoederensector. De recentste waarnemingen betreffen het derde kwartaal van 2024 voor de bedrijfsinvesteringen, januari 2025 voor de PMI's en februari 2025 voor het producentenvertrouwen in de industrie. 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-output verwijst naar de bedrijvigheid in de bouwnijverheid. De recentste waarnemingen betreffen het derde kwartaal van 2024 voor de investeringen in woningen, januari 2025 voor de PMI-output en februari 2025 voor de bedrijvigheidstrend van de Europese Commissie.

De investeringen in woningen bleven grotendeels stabiel in het vierde kwartaal van 2024. Nadat de investeringen in woningen vanaf 2022 aanzienlijk waren gedaald, lijken ze in het vierde kwartaal van 2024 over het dieptepunt heen, aangezien uit de beschikbare landengegevens blijkt dat de investeringen in woningen in het vierde kwartaal licht toenamen, terwijl de productie in de bouwnijverheid en de gespecialiseerde bouwnijverheid onveranderd bleef in

¹¹ Zie het kader "Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2025, de recentste [enquête van de ECB betreffende de toegang van ondernemingen tot financiering in het eurogebied](#) die in januari 2025 werd gepubliceerd en de [enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied van januari 2025](#).

vergelijking met het derde kwartaal. De op enquêtes gebaseerde indicatoren van de bedrijvigheid verbeterden begin dit jaar. Toch blijven deze over het algemeen duiden op een gematigde dynamiek van de investeringen in woningen in het eerste kwartaal van 2025, waarbij zowel de PMI-indicator voor woningbouw als de indicator van de Europese Commissie voor de bedrijvigheid in de bouwnijverheid en gespecialiseerde bouwnijverheid de afgelopen drie maanden op een krimp bleven wijzen (Grafiek 7, paneel b). De investeringen in woningen zouden in de loop van 2025 echter geleidelijk weer aantrekken. Volgens de enquête van de Europese Commissie namen de kortetermijnintenties van huishoudens om een huis te kopen of te bouwen verder toe in het eerste kwartaal. Deze verbetering van het sentiment wordt ondersteund door de dalende hypotheekrentes en weerspiegelt een geleidelijk herstel van de woningkredieten, wat erop wijst dat de vraag naar woningen langzaam toeneemt.

De uitvoer uit het eurogebied nam in het vierde kwartaal van 2024 langzamer af.

De totale uitvoer naar landen buiten het eurogebied nam in het vierde kwartaal met 0,1% op kwartaalbasis af. Deze daling bevestigt de aanhoudende uitdagingen voor het concurrentievermogen waarmee uitvoerders in het eurogebied te maken hebben (zie [Kader 2](#)), ondanks een herstel van de mondiale vraag. Vooruitblikkend wijzen de enquêtes erop dat de uitvoer op korte termijn matig zal blijven presteren. De recentste PMI's voor nieuwe exportorders bleven in februari ruim onder de groeirempel voor zowel de verwerkende industrie als de diensten. Tegelijkertijd blijkt uit de maandelijkse gegevens over de goederenhandel dat de invoergroei op kwartaalbasis in het vierde kwartaal vertraagde, wat duidt op een algemene negatieve bijdrage van de netto-uitvoer aan het bbp.

In de projecties van maart 2025 wordt er verwacht dat het economische herstel trager zal verlopen dan verwacht in de projecties van december 2024, terwijl de onzekerheid is toegenomen.

Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde projecties van maart 2025 zal de economie in 2025 met 0,9% groeien, in 2026 met 1,2% en in 2027 met 1,3%. De neerwaartse herzieningen voor 2025 en 2026 zijn toe te schrijven aan de geringere uitvoer en de nog altijd zwakke investeringen, deels als gevolg van grote onzekerheid over het handelsbeleid en ruimere beleidsonzekerheid. Stijgende reële inkomens en de geleidelijk wegebbende effecten van de eerdere renteverhogingen blijven de belangrijkste aanjagers van het verwachte herstel van de vraag in de loop van de tijd.

De totale inflatie in het eurogebied liep terug van 2,5% in januari 2025 tot 2,4% in februari, voornamelijk als gevolg van een daling van de energie-inflatie. De voedingsmiddeleninflatie steeg, terwijl de HICP-inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen (HICPX) daalde in februari – wat een lagere diensteninflatie en een hogere inflatie van industriële goederen met uitzondering van energie (non-energy industrial goods – NEIG) verhulde. De meeste maatstaven van de onderliggende inflatie wijzen erop dat ze duurzaam zal stabiliseren in de buurt van de middellangetermijndoelstelling van 2%. In sommige bedrijfstakken passen de lonen en prijzen zich nog steeds, met grote vertraging, aan de eerdere inflatiestijging aan, maar de loongroei neemt zoals verwacht af en de winst per eenheid product blijft de gevolgen van de nog steeds hoge arbeidskostendruk op de inflatie gedeeltelijk opvangen. De meeste indicatoren van de inflatieverwachtingen op langere termijn blijven op ongeveer 2% staan. Het verloop van de inflatie bleef grotendeels in lijn met de verwachtingen van de medewerkers en de meest recente projecties sluiten nauw aan bij de eerdere inflatievooruitzichten. Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van maart 2025 zal de totale inflatie een gemiddelde belopen van 2,3% in 2025, 1,9% in 2026 en 2,0% in 2027. De opwaartse herziening van de totale inflatie voor 2025 is toe te schrijven aan een sterkere dynamiek van de energieprijzen.¹²

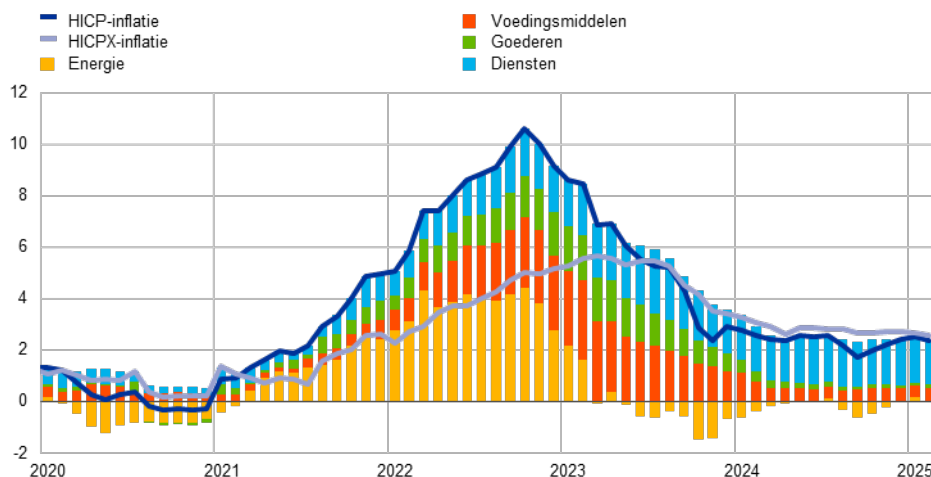
De totale inflatie in het eurogebied, gemeten aan de hand van de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP), daalde tot 2,4% in februari, tegen 2,5% in januari (Grafiek 8). Dat was voornamelijk toe te schrijven aan een verwachte afname van de energie-inflatie, die daalde van 1,9% in januari tot 0,2% in februari, hoofdzakelijk door een neerwaarts basiseffect en een daling op maandbasis van de energieprijzen. Daarentegen bedroeg de voedselinflatie 2,7% in februari, tegen 2,3% in januari, wat een hogere jaar-op-jaar prijsstijging van onbewerkte voedingsmiddelen weerspiegelde, terwijl de prijsstijging van bewerkte voedingsmiddelen onveranderd bleef. De HICPX daalde van 2,7% in januari tot 2,6% in februari – de eerste daling sinds september 2024. Dat was het gevolg van een lagere diensteninflatie (3,7% in februari, tegen 3,9% in januari) en verhulde een kleine toename van de NEIG-inflatie van 0,5% in januari tot 0,6% in februari. De daling van de diensteninflatie in februari strookt met de eerdere verwachtingen van een beginnende daling door de geleidelijk afnemende loongroei en kleinere gevolgen van de herprijzing begin 2025 in vergelijking met 2024.

¹² Zie "de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van maart 2025", die op 6 maart 2025 werden gepubliceerd op de website van de ECB.

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 industriële goederen met uitzondering van energie. De meest recente gegevens betreffen februari 2025 (flashraming van Eurostat).

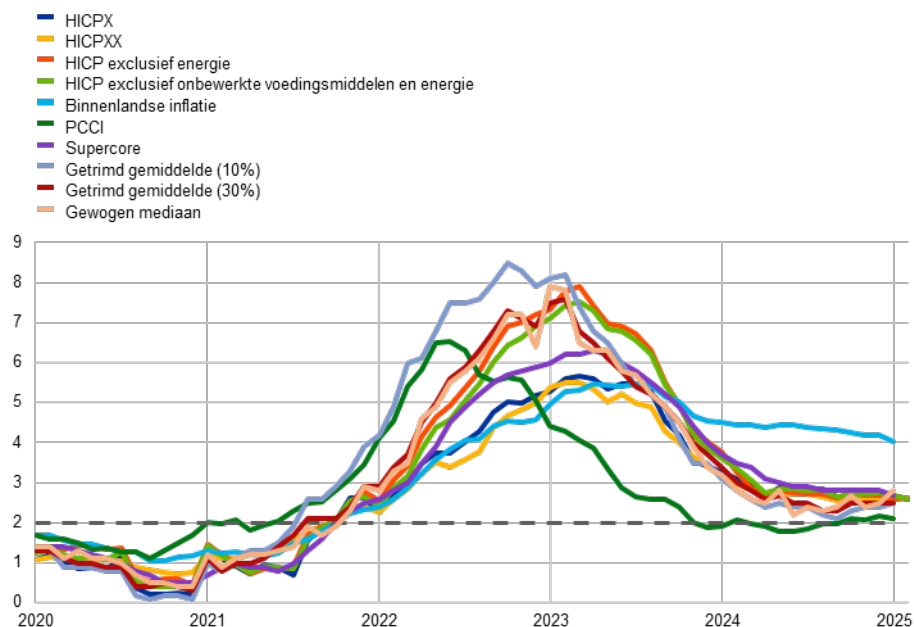
De meeste maatstaven van de onderliggende inflatie liggen in lijn met de verwachtingen dat de inflatie zich duurzaam zal stabiliseren rond de doelstelling van 2% op middellange termijn (Grafiek 9). In januari 2025 – de

laatste maand waarvoor gegevens beschikbaar zijn – varieerden de meeste indicatorwaarden tussen 2,1% en 2,8%. De persistente en gemeenschappelijke inflatiecomponent (Persistent and Common Component of Inflation - PCCI), doorgaans een goede voorspeller van de toekomstige totale inflatie, lag nog altijd aan de onderzijde van deze waarden, terwijl de indicator op basis van de gewogen mediaan toenam tot 2,8%. De HICPX-inflatie exclusief reisartikelen, kleding en schoeisel (HICPXX) bleef onveranderd op 2,6%, terwijl de Supercore-indicator, die conjunctuurgevoelige HICP-componenten omvat, daalde tot 2,7%. Hoewel de indicator voor de binnenlandse inflatie op een aanhoudend hoog niveau lag, daalde hij van 4,2% in december 2024 tot 4,0% in januari 2025. Dat was zijn eerste daling sinds oktober 2024. Deze verandering had vooral te maken met lagere bijdragen van de restaurant- en caféprijzen, evenals van de verzekeringskosten in de bedrijfstakken gezondheidszorg en vervoer.

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 meest recente gegevens betreffen februari 2025 (flashraming van Eurostat) voor HICPX, HICP exclusief energie en HICP exclusief onbewerkte voedingsmiddelen en energie, en januari 2025 voor alle andere indicatoren.

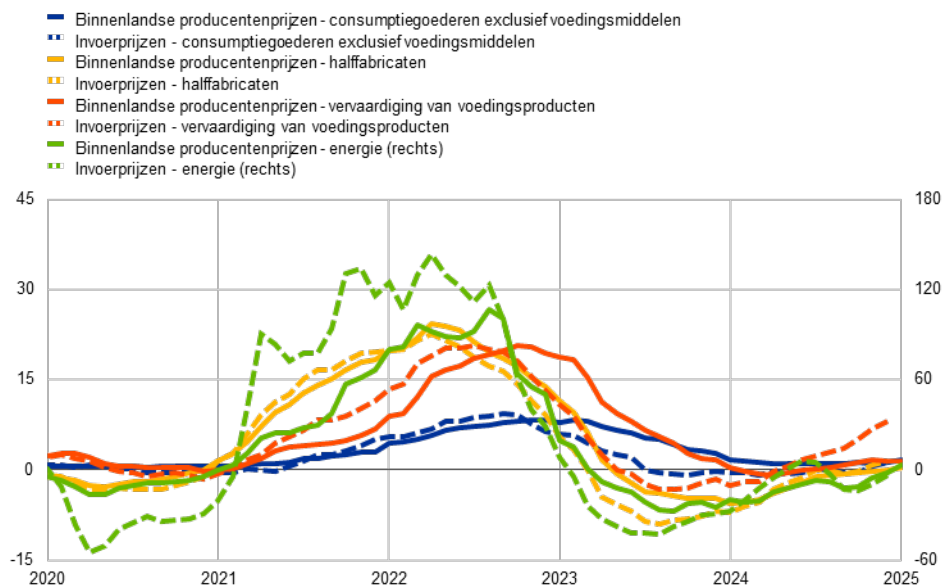
De meeste indicatoren van de druk op het productieproces voor goederen namen toe, maar bleven op een gematigd peil (Grafiek 10).

In de vroege stadia van de prijsketen werd de producentenprijsinflatie voor energie, die sinds april 2023 negatief was, opnieuw positief, van -1,6% in december 2024 tot 3,5% in januari 2025. Het groeitempo op jaarbasis van de producentenprijzen voor binnenlandse verkopen van halffabricaten nam toe (tot 0,5% in januari, tegenover 0,0% in december). In de latere stadia van de prijsketen nam de binnenlandse producentenprijsinflatie voor consumptiegoederen exclusief voedingsmiddelen toe van 1,2% in december tot 1,6% in januari, terwijl het groeitempo van de producentenprijzen voor de vervaardiging van voedingsmiddelen licht daalde van 1,5% in december tot 1,4% in januari. De meest recente gegevens over de invoerprijzen die beschikbaar waren op de afsluitingsdatum van dit verslag hebben betrekking op december 2024. Voor halffabricaten was de groei op jaarbasis van de invoerprijzen blijven toenemen (tot 1,5% in december tegen 0,9% in november). Tegelijkertijd was de invoerprijsinflatie voor de vervaardiging van voedingsmiddelen toegenomen tot 8,2% in december, mogelijk onder impuls van de groei met dubbele cijfers van de internationale prijzen van voedingsgrondstoffen. De groei van de invoerprijsinflatie houdt ook verband met de depreciatie van de euro. Al met al bevestigen de meest recente gegevens over de producenten- en invoerprijzen dat de geleidelijke afname van de geaccumuleerde druk in het productieproces op de consumptiegoederen wegebde, maar geen noemenswaardige nieuwe versnelling teweegbracht.

Grafiek 10

Indicatoren van de druk op het productieproces

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

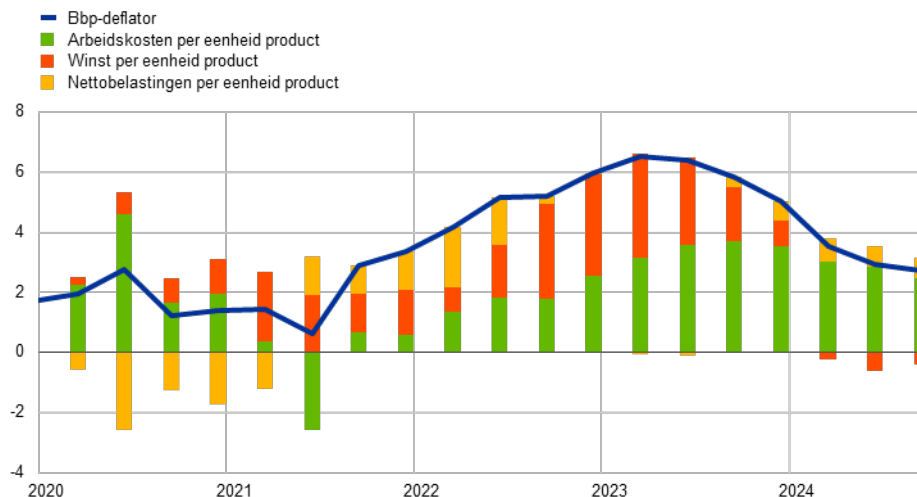
Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen januari 2025 voor de binnenlandse producentenprijs en december 2024 voor de invoerprijs.

De binnenlandse kostendruk, zoals afgemeten aan de groei van de bbp-deflator, nam tijdens het derde kwartaal van 2024 verder af, maar bleef hoog (Grafiek 11). De meest recente gegevens uit de nationale rekeningen voor de binnenlandse kostendruk voor het eurogebied betreffen nog altijd het derde kwartaal van 2024. De groei op jaarbasis van de bbp-deflator daalde tot 2,7%, tegen 2,9% in het voorgaande kwartaal, wegens een geringere bijdrage van de lonen en de arbeidskosten per eenheid product. De groei van de winst per eenheid product bleef negatief, wat erop wijst dat hij de nog altijd hoge arbeidskostendruk blijft opvangen. De beschikbare gegevens uit de nationale rekeningen voor de meeste landen in het eurogebied wezen erop dat de groei van de arbeidskosten verder afnam en de buffervorming van de winst werd voortgezet in het vierde kwartaal. Bovendien bevestigen de andere beschikbare indicatoren voor het eurogebied voor het vierde kwartaal, zoals de arbeidskostenindex en de contractloonindicator, de verdere afname van de arbeidskostendruk. Volgens de flashraming van Eurostat daalden de groei van de uurlonen en de looncomponent van de arbeidskostenindex van 4,4% in het derde kwartaal tot 4,1%. De groei van de contractloonindicator bedroeg in het vierde kwartaal 4,1%, tegen 5,4% in het derde kwartaal. De vooruitkijkende loontracker van de ECB, die gegevens tot half februari bevat over contractloonaakkoorden, blijft bovendien wijzen op een afnemende druk op de loongroei begin dit jaar. De door medewerkers van de ECB opgestelde macro-economische projecties van maart 2025 verwachten dat de groei van de loonsom per werknemer gemiddeld 3,4% bedraagt in 2025 en in 2027 verder afneemt tot 2,6%.

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, en de arbeidsproductiviteit levert een negatieve bijdrage. De meest recente waarnemingen betreffen het derde kwartaal van 2024.

De op enquêtes gebaseerde indicatoren van de inflatieverwachtingen op langere termijn bleven grotendeels onveranderd, terwijl de marktgebaseerde maatstaven van de inflatiecompensatie voor de middellange tot langere termijn licht toenamen; de meeste ervan bedroegen ongeveer 2% (Grafiek 12). Zowel in

de Survey of Professional Forecasters van de ECB voor het eerste kwartaal van 2025 als in de Survey of Monetary Analysts van de ECB van maart 2025 beliepen de gemiddelde en de mediane inflatieverwachtingen op langere termijn nog altijd 2%. De enquêteverwachtingen voor de kortere termijn voor 2025 beliepen ook ongeveer 2%, maar lieten kleine veranderingen optekenen, afhankelijk van de verwerking van de meest recente gegevensresultaten en van het prijsverloop van de energiegroestoffen. De marktgebaseerde maatstaven van de inflatiecompensatie voor de korte termijn, zoals afgemeten aan de eenjaars toekomstige inflatieswaprente één jaar vooruit, namen recent toe en belopen ongeveer 1,8%. Op middellange en langere termijn namen de marktgebaseerde maatstaven van de inflatiecompensatie ook toe. Met name de vijfjaars toekomstige inflatieswaprente vijf jaar vooruit bedraagt ongeveer 2,2%, na een toename met ongeveer 20 basispunten sinds de vergadering van de Raad van Bestuur van december, onder invloed van de recent aangekondigde plannen voor de begrotingsexpansie in Europa. Die toename kan vooral worden toegeschreven aan hogere inflatierisicopremies. Bijgevolg wijzen de aan modellen ontleende schattingen van echte inflatieverwachtingen, exclusief inflatierisicopremies, uit dat de marktdeelnemers nog steeds verwachten dat de inflatie op langere termijn rond 2% zal liggen. Wat de consumenten betreft, zetten de inflatieverwachtingen hun neerwaartse trend grotendeels voort. Volgens de Consumer Expectations Survey van de ECB van januari 2025 daalden de mediane verwachtingen voor de totale inflatie in de komende 12 maanden van 2,8% in december 2024 tot 2,6%, terwijl de verwachtingen voor de komende drie jaar

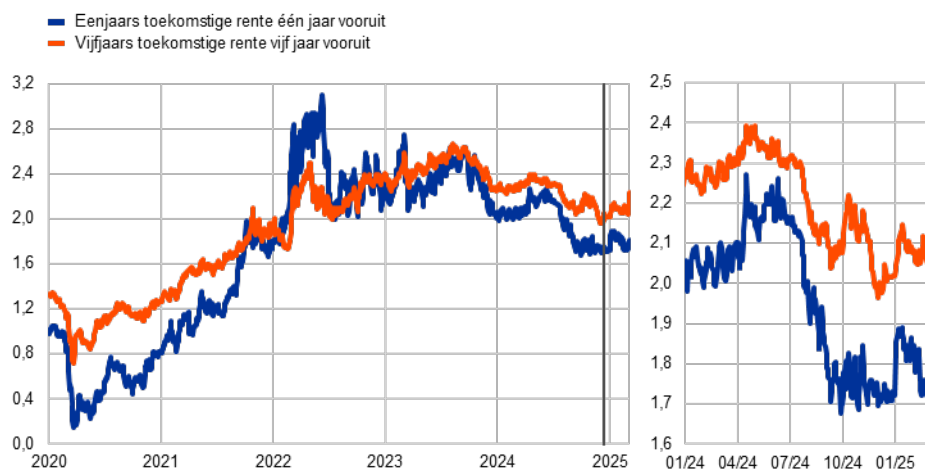
ongewijzigd bleven op 2,4%. De mediane inflatiepercepties voor de voorgaande 12 maanden daalden licht tot 3,4% in januari.

Grafiek 12

Marktgebaseerde maatstaven van inflatiecompensatie en inflatieverwachtingen van de consumenten

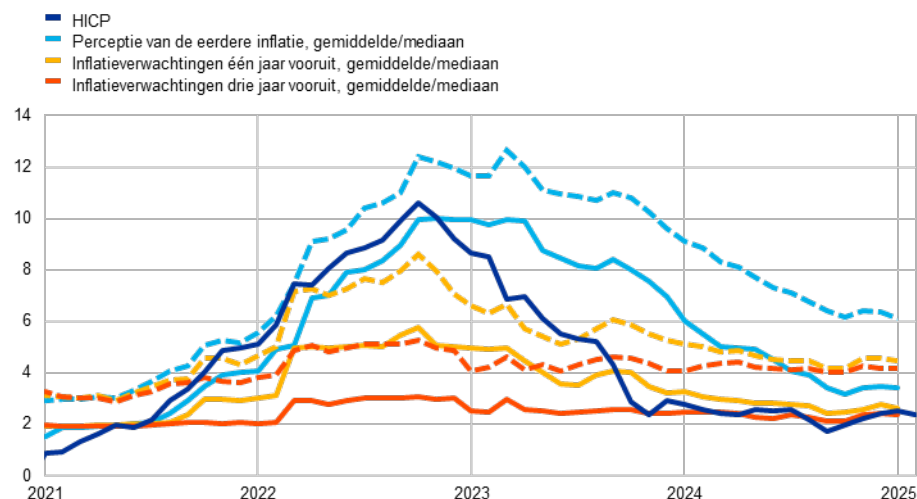
a) Marktgebaseerde maatstaven van inflatiecompensatie

(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 12 december 2024 aan. In paneel b) geven de onderbroken lijnen het gemiddelde en de volle lijnen de mediaan weer. De meest recente waarnemingen betreffen 6 maart 2025 voor de toekomstige rentes, februari 2025 (flashraming van Eurostat) voor de HICP en januari 2025 voor de overige maatstaven.

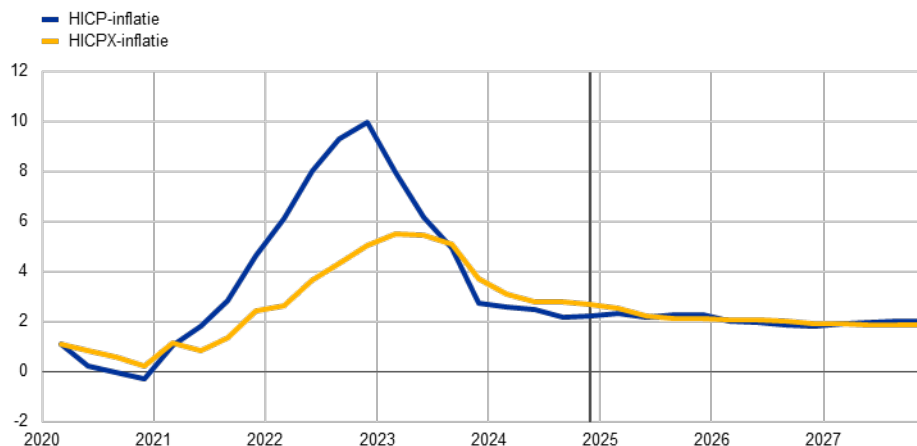
De door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2025 verwachten dat de totale inflatie gemiddeld 2,3% zal belopen in 2025 en zal dalen tot 1,9% in 2026 en 2,0% in 2027 (Grafiek 13). De totale inflatie zal naar verwachting relatief stabiel blijven in 2025, voornamelijk door de hogere voedselinflatie en basiseffecten in de energieprijzen, die de lagere kerninflatie grotendeels compenseren. Begin 2026 zal ze wellicht geleidelijk verder

afnemen, aangezien de basiseffecten in de energie-inflatie wegebden. De verwachte toename van de totale inflatie in 2027 is vooral het gevolg van een tijdelijk opwaarts effect van de energie-inflatie door begrotingsmaatregelen in verband met het transitiebeleid inzake de klimaatverandering, in het bijzonder de invoering van een nieuw handelssysteem voor broeikasgasemissies (ETS2). In vergelijking met de verwachtingen van december 2024 werden de vooruitzichten voor de totale inflatie voor 2025 met 0,2 procentpunt naar boven toe bijgesteld, bleven ze voor 2026 onveranderd en werden ze voor 2027 met 0,1 procentpunt neerwaarts herzien. De opwaartse bijstelling voor 2025 is vooral toe te schrijven aan onverwacht hogere cijfers voor de energie-inflatie en hogere aannames voor de olie- en elektriciteitsprijzen. De HICPX-inflatie zal naar verwachting afnemen van 2,8% in 2024 naar 2,2% in 2025, 2,0% in 2026 en 1,9% in 2027, voornamelijk onder invloed van een teruglopende diensteninflatie. Vergeleken met de projecties van december 2024 werd de HICPX-inflatie voor 2025 met 0,1 procentpunt naar beneden bijgesteld en voor 2026 met 0,1 procentpunt naar boven bijgesteld.

Grafiek 13

HICP- en HICPX-inflatie van het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied (maart 2025).

Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het laatste kwartaal vóór de aanvang van de projectieperiode weer. De laatste waarnemingen betreffen het vierde kwartaal van 2024 voor de observaties en het vierde kwartaal van 2027 voor de projecties. De door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van maart 2025 werden op 19 februari 2025 afgerond, en de afsluitingsdatum voor de technische aannames was 6 februari 2025. Zowel de historische als de verwachte gegevens voor de HICP- en de HICPX-inflatie worden elk kwartaal gerapporteerd.

Tijdens de verslagperiode van 12 december 2024 tot 5 maart 2025 is de risicovrije kortetermijnrente voor de euro (€STR) gestegen, met van tijd tot tijd aanzienlijke schommelingen. Na de vergadering van de Raad van Bestuur in december steeg de kortetermijnrente in de belangrijkste ontwikkelde economieën onder invloed van bezorgdheid dat de desinflatie in de Verenigde Staten langzamer verloopt dan verwacht. Na een piek medio januari liep de curve van het eurogebied weer terug toen de markten vooruitliepen op een aanhoudende desinflatie en zwakkere groeivoorzichten. Daarna herstelde deze zich echter, tegen de achtergrond van de plannen voor defensie- en infrastructuuruitgaven in Europese landen. Aan het einde van de verslagperiode had de termijncurve van het eurogebied ongeveer 65 basispunten aan cumulatieve renteverlagingen tot het eind van 2025 ingeprijsd. De ontwikkelingen op de markten voor overheidsobligaties in het eurogebied volgden in grote lijnen die van de risicovrije rente, waarbij de rendementsspreads ten opzichte van de rente op daggeldrenteswaps (OIS) enigszins toenamen. Ondanks de zwakke macro-economische vooruitzichten en de bekendmaking van tarieven door de Amerikaanse regering werden de aandelenkoersen in het eurogebied ondersteund door een goed winstseizoen en deden ze het beter dan hun Amerikaanse tegenhangers. Intussen zijn de spreads op de markten voor bedrijfsobligaties in het eurogebied afgenomen, zowel in het kredietwaardige als in het hoogrenderende segment. Op de valutamarkt steeg de euro op handelsbasis en werd deze nog sterker ten opzichte van de Amerikaanse dollar.

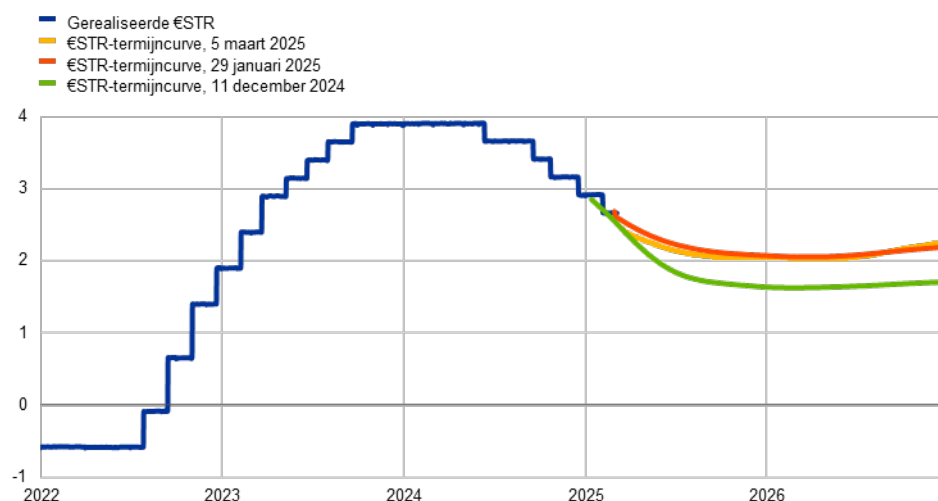
Sinds de vergadering van de Raad van Bestuur in december is de OIS-termijncurve gestegen, met van tijd tot tijd aanzienlijke schommelingen (Grafiek 14).

Het benchmarktarief €STR bedroeg tijdens de verslagperiode gemiddeld 2,8%, nadat de Raad van Bestuur tijdens de vergaderingen van december en januari zoals alom verwacht had besloten de beleidsrentetarieven van de ECB met 25 basispunten te verlagen. De overliquiditeit daalde met ongeveer € 75 miljard tot € 2.826 miljard. Dit was grotendeels het gevolg van de aflossingen in december van in het kader van de derde reeks gerichte langerlopende herfinancieringstransacties geleende middelen en van de afname van de voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effectenportefeuilles, gezien het feit dat het Eurosysteem de hoofdsommen van effecten die de vervaldatum hebben bereikt, niet langer herinvesteerde. Het korte einde van de op de €STR gebaseerde OIS-termijncurve is tijdens de verslagperiode opwaarts verschoven, wat wijst op een hoger pad voor de beleidstarieven, met van tijd tot tijd aanzienlijke schommelingen. Na de vergadering van de Raad van Bestuur in december steeg de korte rente in de belangrijkste ontwikkelde economieën tegen de achtergrond van bezorgdheid over het trager dan verwachte verloop van de Amerikaanse desinflatie. Na een piek medio januari liep de curve van het eurogebied terug, toen de marktdeelnemers verdergaande binnenlandse desinflatie en zwakkere groeivoorzichten verwachtten, waarbij die laatste deels te wijten waren aan de toenemende handelonzekerheid. Vervolgens herstelde de curve van het eurogebied zich voorafgaand aan de vergadering van de Raad van Bestuur van maart, tegen de achtergrond van de plannen voor defensie- en infrastructuuruitgaven in Europese landen. Aan het einde van de verslagperiode had de termijncurve een renteverlaging

van 25 basispunten tijdens de vergadering van de Raad van Bestuur van maart en circa 65 basispunten aan cumulatieve renteverlagingen tot het eind van 2025 volledig ingeprijsd.

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).

De risicovrije lange rente in het eurogebied schommelde tijdens de verslagperiode en steeg over het geheel genomen (Grafiek 15). Aan het einde van de verslagperiode was de tienjaars OIS-rente in het eurogebied met ongeveer 45 basispunten gestegen tot circa 2,5%, ondanks aanzienlijke schommelingen gedurende de verslagperiode. De tienjaars OIS-rente steeg vanaf het begin van de verslagperiode tot medio januari met circa 40 basispunten als gevolg van de sterke opwaartse druk vanuit de Verenigde Staten. Vervolgens daalde het weer, toen de marktdeelnemers hun aandacht verlegden naar de vooruitzichten voor de inflatie en de reële economie in het eurogebied. Ten slotte hebben de plannen voor extra begrotingsuitgaven in Europa aan het einde van de verslagperiode geleid tot een stijging van de risicovrije lange rente met ongeveer 25 basispunten. In de Verenigde Staten steeg de risicovrije lange rente aanvankelijk met ongeveer 45 basispunten om medio januari een piek te bereiken, alvorens vanaf medio februari weer te dalen. Deze terugval, die onlangs werd versterkt door signalen dat de economische groei in de Verenigde Staten zou kunnen vertragen, duwde de tarieven in de Verenigde Staten terug tot circa 4,3%, iets onder het niveau van het begin van de verslagperiode. Als gevolg daarvan is het verschil tussen de tienjaars risicovrije rente in het eurogebied en de Verenigde Staten met ongeveer 49 basispunten afgenomen. Het rendement op tienjaars Britse overheidsobligaties steeg met 31 basispunten, tot circa 4,7% aan het einde van de verslagperiode.

Grafiek 15

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

(procenten op jaarbasis)



Bronnen: LSEG en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De verticale grijze lijnen geven het begin van de verslagperiode op 12 december 2024 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 5 maart 2025.

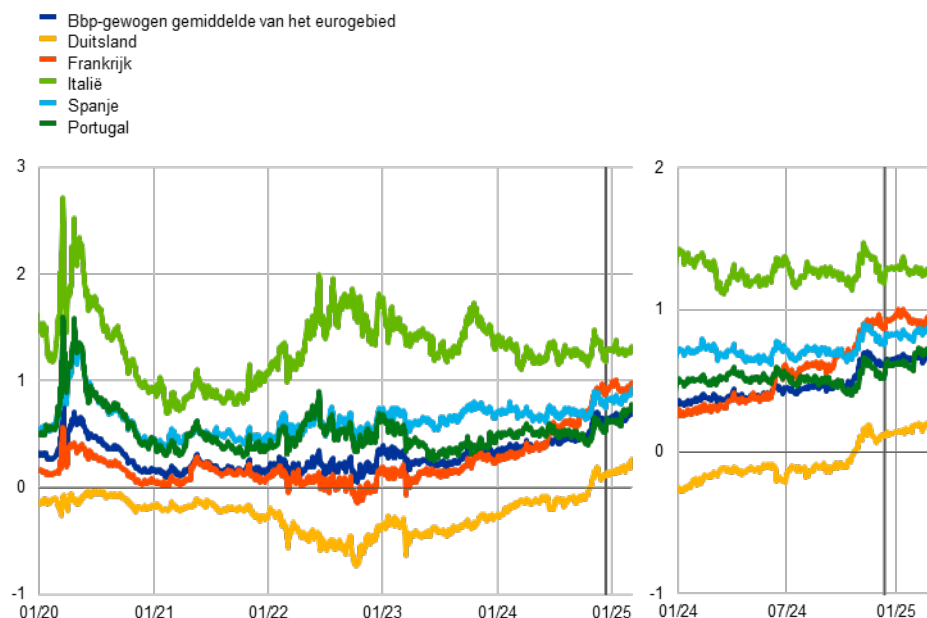
De rendementen op langlopende overheidsobligaties in het eurogebied volgden doorgaans de bewegingen in de risicovrije rente, waarbij sommige rendementsspreads groter werden (Grafiek 16). Aan het einde van de

verslagperiode was het bbp-gewogen rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied circa 55 basispunten hoger (ongeveer 3,2%). Deze stijging leidde tot een toename van de spread met ongeveer 10 basispunten ten opzichte van de op de €STR gebaseerde OIS-rente. De rendementen op Franse overheidsobligaties presteerden vergelijkbaar met het bbp-gewogen rendement op overheidsobligaties in het eurogebied, ondanks een recente waargenomen verbetering van de politieke situatie van het land na de goedkeuring van de begroting voor 2025 door het Franse parlement. De spread op Duitse overheidsobligaties nam toe met 16 basispunten en bleef daarmee duidelijk positief. Ook in andere landen van het eurogebied zijn de spreads op overheidsobligaties toegenomen. De spreads op Spaanse en Portugese overheidsobligaties stegen met respectievelijk 16 en 24 basispunten.

Grafiek 16

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

(in procentpunten)



Bronnen: LSEG en berekeningen van de ECB.

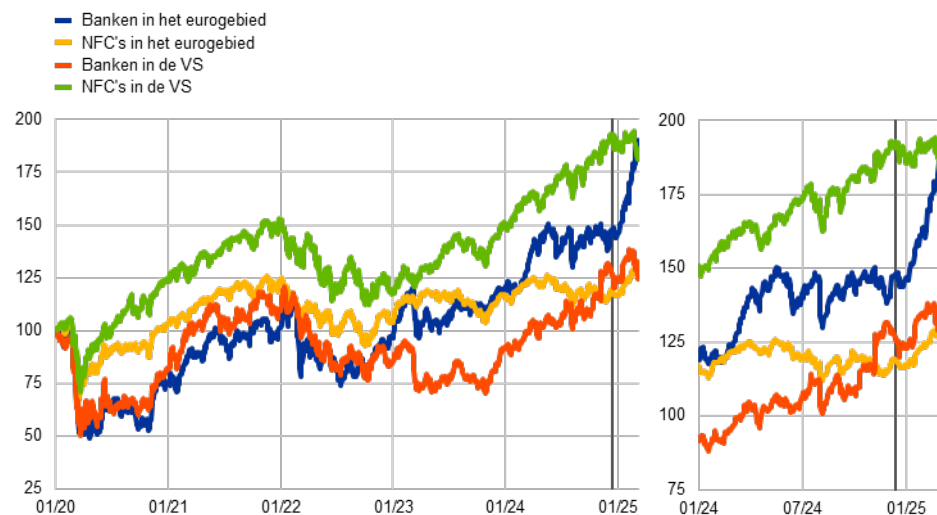
Toelichting: De verticale grijze lijnen geven het begin van de verslagperiode op 12 december 2024 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 5 maart 2025.

De aandelenkoersen in het eurogebied stegen, aangedreven door een goed winstseizoen ondanks de zwakke macro-economische vooruitzichten en toenemende handelonzekerheid (Grafiek 17). De aandelenkoersen in het eurogebied stegen tijdens de verslagperiode over het geheel genomen met 10,1%. Die van banken overtroffen die van de niet-financiële ondernemingen (non-financial corporations – NFC's), met stijgingen van respectievelijk 28,8% en 7,5%. De aandelenkoersen in het eurogebied werden ondersteund door een blijvend goed winstseizoen en door onlangs aangekondigde plannen voor een budgettaire verruiming in Europa. Bedrijven in de financiële en industriële sector boekten bijzonder hoge winsten in vergelijking met de verwachtingen en noteerden dan ook enkele van de grootste aandelenkoerswinsten. In de Verenigde Staten daalde de brede aandelenkoersindex met 3,8% als gevolg van recente bezorgdheid rond de economische vooruitzichten in de Verenigde Staten en een daling van de aandelenkoersen in de IT-sector als gevolg van de waargenomen aanzienlijke vorderingen op het gebied van kunstmatige intelligentie in China. Met name de aandelenkoersen van NFC's in de Verenigde Staten daalden met 4,4%, terwijl die van banken met 1,2% daalden.

Grafiek 17

Aandelenkoersindices eurogebied en Verenigde Staten

(index: 1 januari 2020 = 100)



Bronnen: LSEG en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De verticale grijze lijnen geven het begin van de verslagperiode op 12 december 2024 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 5 maart 2025.

De spreads op bedrijfsobligaties verkrapten zowel in het kredietwaardige als in het hoogrentende segment, in navolging van bewegingen op de aandelenmarkten.

Het goede winstseizoen kwam ook tot uiting in de rendementsspreads op bedrijfsobligaties, die bij enige volatiliteit zowel in het kredietwaardige als in het hoogrentende segment afnamen. De spreads van bedrijfsobligaties met een hoge kredietwaardigheid namen met circa 15 basispunten af, waarbij die op obligaties van financiële instellingen minder sterk afnamen dan die op obligaties van niet-financiële ondernemingen. In het hoogrentende segment was er een meer uitgesproken verkrapting van rond de 30 basispunten, als gevolg van een daling van de rendementsspreads op obligaties van niet-financiële en financiële ondernemingen met respectievelijk circa 35 en 20 basispunten.

Op de valutamarkt steeg de euro op handelsbasis en nog sterker ten opzichte van de Amerikaanse dollar (Grafiek 18).

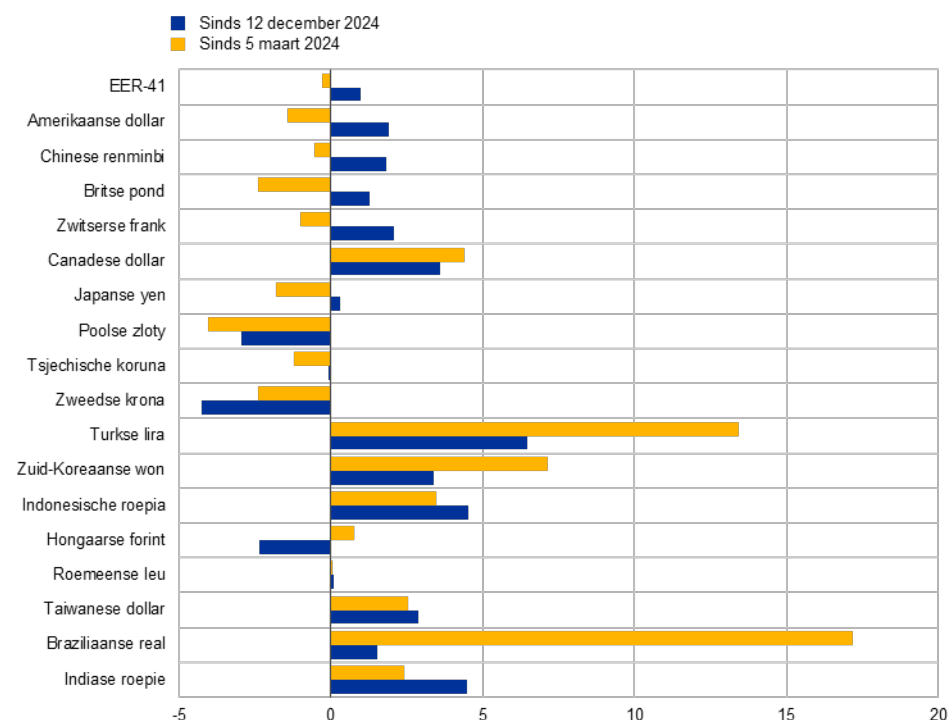
De nominaal-effectieve wisselkoers van de euro is tijdens de verslagperiode ten opzichte van de valuta's van 41 van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied met 1% gestegen. De euro steeg aanzienlijk in waarde ten opzichte van de Amerikaanse dollar (met 1,9%) na nieuws over de begrotingskoers van Europa tegen het einde van de verslagperiode. De euro werd ook – zij het in bescheidener mate – ondersteund door een algehele toename van de wereldwijde risicobereidheid ondanks aankondigingen van tarieven en enige bezorgdheid over de macro-economische vooruitzichten in de Verenigde Staten, wat tot uiting kwam in een afname van de rentespread tussen de Verenigde Staten en het eurogebied. De waardestijging van de euro deed zich tamelijk breed voor ten opzichte van alle valuta's, ondanks aanzienlijke schommelingen. Van de grootste handelspartners van het eurogebied steeg de euro in waarde ten opzichte van het Britse pond, de Indiase roepie en de Turkse lira (met respectievelijk 1,3%, 4,5% en 6,5%). De euro daalde in waarde ten opzichte van de Poolse zloty (met 2,9%), als

gevolg van de verwachtingen van marktdeelnemers van een relatief krappere monetairbeleidskoers in Polen, en ten opzichte van de Zweedse kroon (met 4,2%), deels als gevolg van afnemende verwachte rentespreads. De euro bleef min of meer stabiel ten opzichte van de Japanse yen (+ 0,3%), aangezien het effect van de verkrapping van het monetaire beleid van de Bank of Japan tijdens de verslagperiode werd gecompenseerd door het effect van de stijging van de obligatierendementen in het eurogebied.

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 12 december 2024.

Financieringsvoorwaarden en ontwikkelingen in de kredietverlening

Door de verlagingen van de rentetarieven van de ECB worden kredieten voor bedrijven en huishoudens geleidelijk minder duur en trekt de groei van de kredietverlening aan. Tegelijkertijd zorgt de doorwerking van de eerdere renteverhogingen in de uitstaande kredieten voor extra ruime financieringsvoorwaarden en blijft de kredietverlening over het algemeen gematigd. In januari 2025 bleven de financieringskosten van banken min of meer onveranderd op een hoog niveau, terwijl de bancaire kredietrente geleidelijk verder daalde ten opzichte van de eerdere piekniveaus. De gemiddelde rentetarieven op nieuwe bedrijfsleningen en nieuwe hypotheekleningen daalden in januari naar respectievelijk 4,2% en 3,3%. De groei van de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens nam in januari toe, maar bleef zwak en ruim onder het historische gemiddelde, als gevolg van de nog steeds gematigde vraag en de strenge acceptatiecriteria. In de periode van 12 december 2024 tot en met 5 maart 2025 namen de kosten van zowel aandelenfinanciering als schuldfinanciering via de markt voor bedrijven toe als gevolg van de hogere risicovrije lange rente. De groei op jaarbasis van het ruime monetaire aggregaat (M3) is in januari licht aangetrokken tot 3,6%.

De financieringskosten van banken in het eurogebied bleven in januari 2025 grotendeels ongewijzigd, ondanks eerdere verlagingen van de beleidsrentetarieven.

De samengestelde kosten van schuldfinanciering voor de banken van het eurogebied vertoonden in januari relatief weinig verandering (Grafiek 19, paneel a). De opwaartse druk op de financieringskosten voor de banken was voornamelijk het gevolg van hogere rendementen op bankobligaties (Grafiek 19, paneel b), als gevolg van verschuivingen in de risicovrije lange rente, zoals blijkt uit tot 5 maart beschikbare gegevens. De gemiddelde depositorente bleef tamelijk stabiel, waarbij de samengestelde depositorente in januari op 1,2% stond. Terwijl de rente op termijndeposito's voor bedrijven en huishoudens verder daalde, is de rente op girale deposito's en deposito's met een opzegtermijn over het geheel genomen onveranderd.

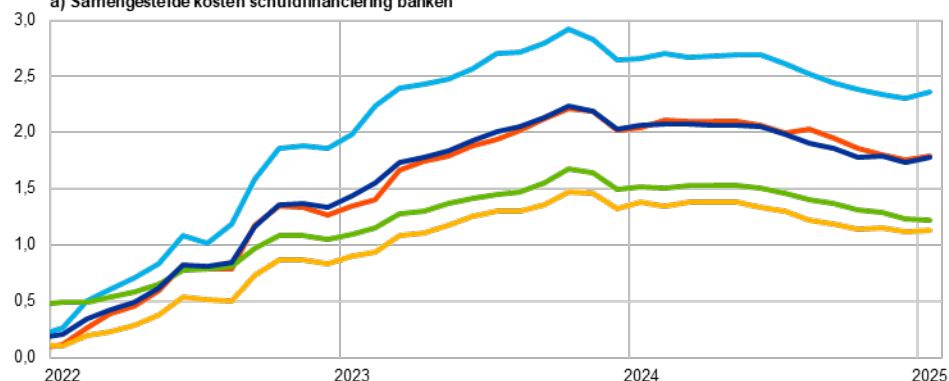
Grafiek 19

Samengestelde bankfinancieringskosten in specifieke eurolanden

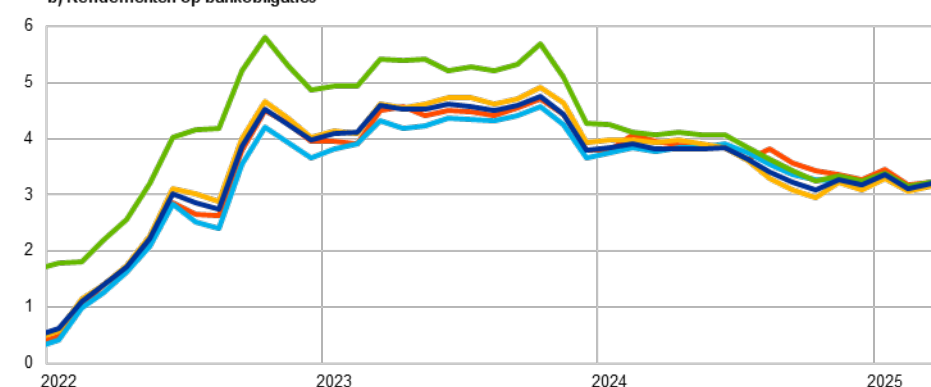
(in procenten op jaarbasis)

■ Eurogebied
■ Duitsland
■ Frankrijk
■ Italië
■ Spanje

a) Samengestelde kosten schuldfinanciering banken



b) Rendementen op bankobligaties



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

Toelichting: De samengestelde financieringskosten voor banken zijn een gewogen gemiddelde van de samengestelde kosten van deposito's en ongedekte schuldfinanciering via de markt. De samengestelde kosten van deposito's worden berekend als het gemiddelde van de rentetarieven op nieuwe contracten van girale deposito's, deposito's met een vaste looptijd en deposito's met een opzegtermijn, gewogen naar de respectieve uitstaande bedragen. De rendementen op bankobligaties zijn maandelijkse gemiddelden voor obligaties in senior tranches. De meest recente waarnemingen betreffen januari 2025 voor de samengestelde kosten van schuldfinanciering voor banken (paneel a) en 5 maart 2025 voor de rendementen op bankobligaties (paneel b).

De rentetarieven voor bankleningen aan bedrijven en huishoudens zijn verder gedaald. De rentetarieven voor leningen aan bedrijven en huishoudens zijn sinds de zomer van 2024 gedaald als gevolg van de lagere beleidsrentes (Grafiek 20). In januari 2025 daalden de rentetarieven voor nieuwe leningen aan niet-financiële ondernemingen (non-financial corporations – NFC's) met 12 basispunten naar 4,24%, ongeveer 1 basispunt onder de piek van oktober 2023 (Grafiek 20, paneel a). Deze daling gold algemeen voor de grootste eurolanden, met name voor leningen met looptijden tot vijf jaar. Daarentegen steeg de rente op leningen met een looptijd van meer dan vijf jaar met 11 basispunten als gevolg van de stijging van de risicovrije langere rentes. De kosten van schuldfinanciering via de markt voor bedrijven nam toe tot 3,7% in januari, 0,2 procentpunt hoger dan in december. Het verschil tussen de rente op kleine en grote leningen aan bedrijven nam in januari af tot 0,31 procentpunt, dicht bij het historische laagterecord, waarbij sprake was van heterogeniteit tussen landen. De rente op nieuwe leningen aan huishoudens voor de

aankoop van een woning daalde licht met 14 basispunten, tot 3,25% in november, ongeveer 80 basispunten onder de piek van november 2023 (Grafiek 20, paneel b), zij het met enige verschillen tussen de landen. De daling was uitsluitend toe te schrijven aan de lagere rente op overgesloten leningen, terwijl de rentetarieven op nieuwe leningen zonder oversluitingen globaal onveranderd bleven.

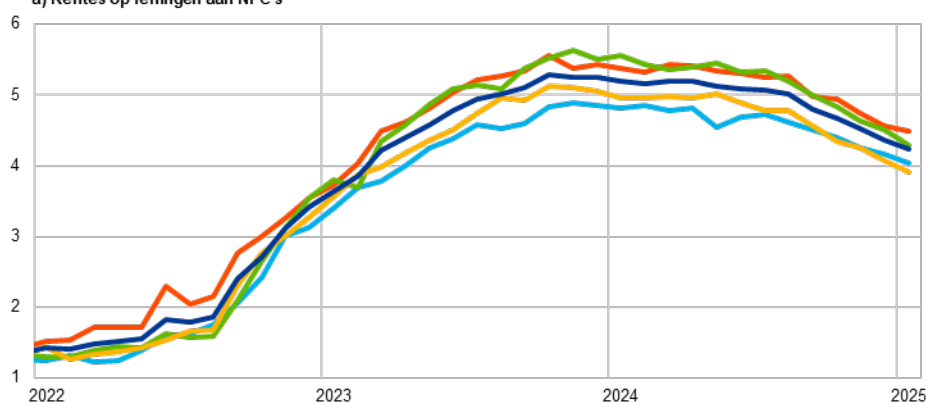
Grafiek 20

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

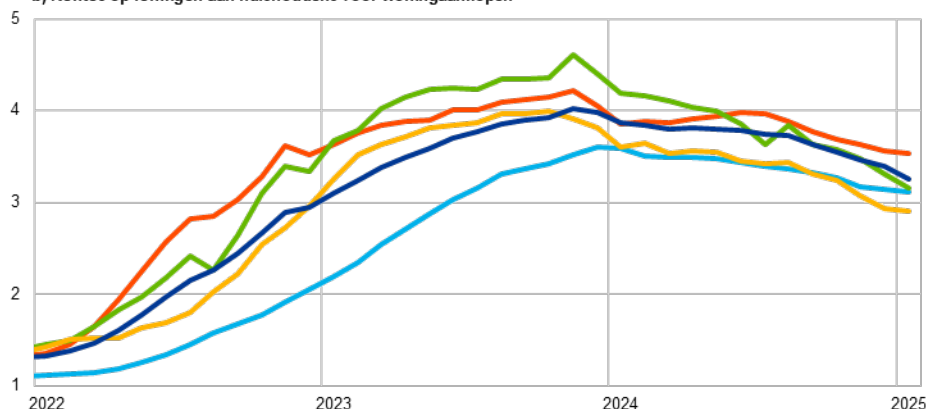
(in procenten op jaarbasis)

- Eurogebied
- Duitsland
- Frankrijk
- Italië
- Spanje

a) Rentes op leningen aan NFC's



b) Rentes op leningen aan huishoudens voor woningaankopen



Bronnen: ECB en berekeningen van de ECB.

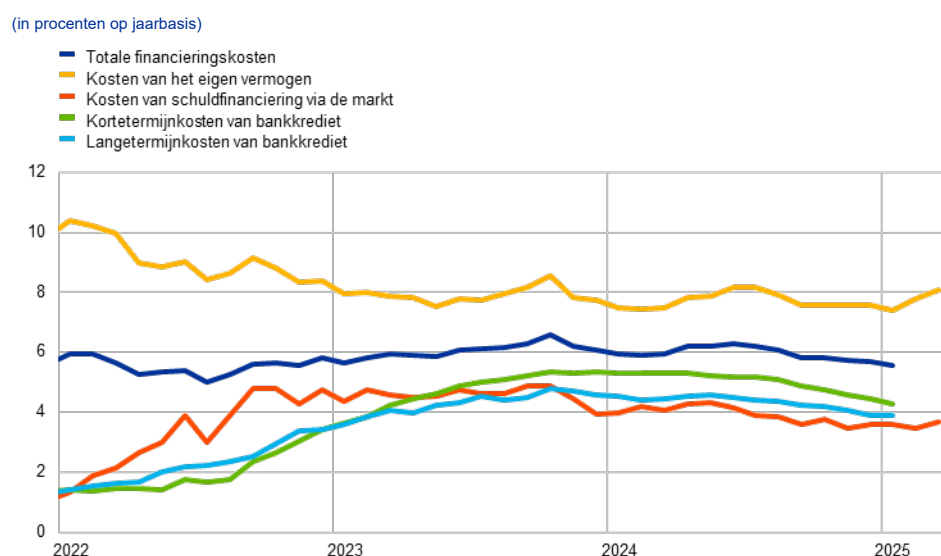
Toelichting: NFC's staat voor non-financial corporations (niet-financiële ondernemingen). De samengestelde rentetarieven voor bankkredieten worden berekend door de korte- en langetermijnrentes te aggregeren aan de hand van een 24-maands voortschrijdend gemiddelde van het totale aantal nieuwe contracten.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

In de periode van 12 december 2024 tot en met 5 maart 2025 namen de kosten van zowel aandelenfinanciering als schuldfinanciering via de markt voor bedrijven toe. Op basis van de maandgegevens, die beschikbaar zijn tot en met januari 2025, namen de totale financieringskosten voor NFC's – d.w.z. de samengestelde kosten van bankkrediet, schuldfinanciering via de markt en aandelen – in januari af ten opzichte van de voorgaande maand en bedroegen ze 5,6%, nog

steeds minder dan het meerjarenrecord van oktober 2023 (Grafiek 21).¹³ Uit dagelijkse gegevens over de periode van 12 december tot en met 5 maart 2025 blijkt dat de kosten van zowel schuldfinanciering via de markt zijn gestegen, als gevolg van een opwaartse verschuiving van de curve van de daggeldrenteswaps (overnight index swap – OIS) voor de middellange en lange looptijden, die slechts gedeeltelijk werd gecompenseerd door een afname van de spreads op bedrijfsobligaties in verband met een goed winstseizoen (zie Paragraaf 4) die in het hoogrentende segment sterker was. De kosten van aandelenfinanciering stegen als gevolg van de verhoging van de risicopremie op aandelen en, meer bepaald, de hogere 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 5 maart 2025 voor de kosten van schuldfinanciering via de markt en van aandelenfinanciering (daggegevens) en januari 2025 voor de totale financieringskosten en de kosten van bankkrediet (maandgegevens).

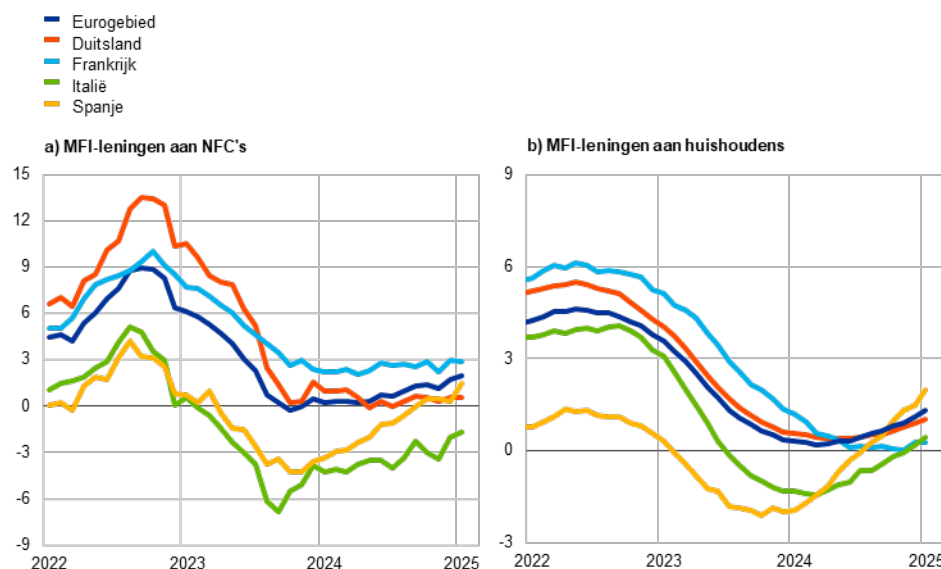
De groei van de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens nam in januari toe, maar bleef zwak en ruim onder het historische gemiddelde, als gevolg van de nog steeds gematigde vraag en de strenge kredietacceptatiecriteria. Het groeitempo op jaarbasis van de bancaire kredietverlening aan bedrijven steeg (bij wisselende maandvolumes) van 1,7% in december 2024 tot 2,0% in januari 2025, maar bleef daarmee ruim onder het historisch gemiddelde van 4,8% (Grafiek 22, paneel a). De stijging deed zich voor ondanks een relatief zwak maandvolume in januari en was voornamelijk toe te schrijven aan basiseffecten, nu het negatieve maandvolume van januari 2024 niet langer in het jaarcijfer was opgenomen. De groei van de uitgifte van schuldbewijzen door bedrijven nam toe tot 3,4% op jaarbasis. Het groeitempo op jaarbasis van leningen aan huishoudens zette zijn

¹³ 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 januari 2025.

gestage herstel voort. Het steeg licht, van 1,1% in december tot 1,3% in januari, maar bleef ruim onder het historische gemiddelde van 4,1% (Grafiek 22, paneel b). Hypothecaire kredietverlening bleef de voornaamste drijvende kracht achter deze opwaartse trend, hoewel ook de consumptieve kredietverlening bleef toenemen, waarbij de groei op jaarbasis in januari toenam tot 4,0%. De overige kredietverlening aan huishoudens, waaronder leningen aan eenmanszaken, was daarentegen wederom zwak. Uit de [Consumer Expectations Survey](#) van de ECB van januari bleek dat het percentage huishoudens dat aangeeft minder gemakkelijk toegang tot krediet te hebben nog steeds groter was dan het percentage huishoudens dat aangeeft gemakkelijker toegang tot krediet te hebben.

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 januari 2025.

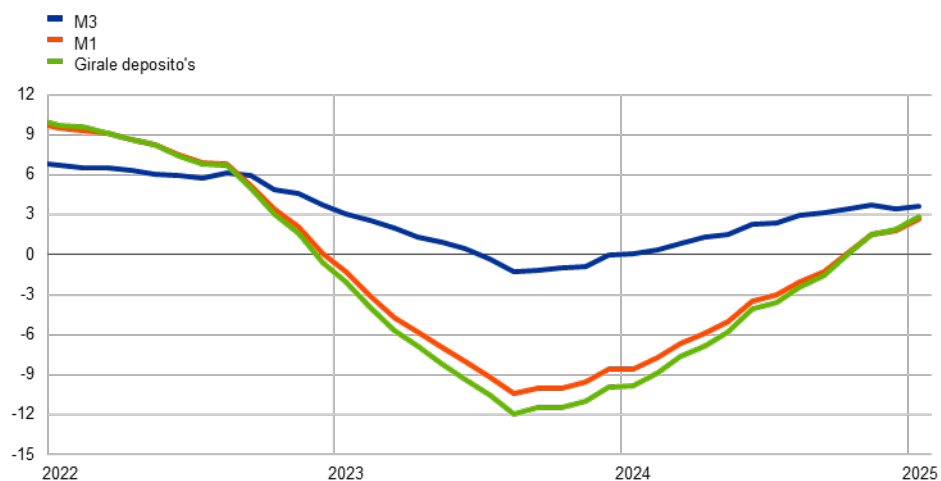
De groei van het ruime monetaire aggregaat (M3) bleef in januari relatief stabiel, gesteund door aankopen van overheidspapier door banken, terwijl de netto buitenlandse instroom verder verzwakte. De groei van M3 op jaarbasis bedroeg 3,6% in januari 2025, tegen 3,4% in december 2024, maar nam af ten opzichte van de 3,8% in november (Grafiek 23). De groei op jaarbasis van het eng gedefinieerde monetaire aggregaat (M1), dat de meest liquide activa van M3 omvat, nam in januari toe tot 2,7%, vergeleken met 1,8% in december. De toename werd veroorzaakt door de sterke stijging van de twaalfmaands groei van girale deposito's, die in januari steeg tot 2,9%, ten opzichte van 1,8% in december, als gevolg van de toegenomen voorkeur van beleggers voor liquiditeit. De samenstelling van de geldschepping bleef verschuiven. Terwijl de bijdrage van de netto buitenlandse stromen verder afnam, trokken de netto aankopen van overheidseffecten door banken in januari aan en won de bijdrage van de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens aan belang, hoewel deze gematigd bleef. Tegelijkertijd bleven de verdere verkorting van de balans van het Eurosysteem en de toename van de

uitgifte van langlopende bankobligaties (die niet in M3 zijn opgenomen) negatief bijdroegen aan de M3-groei.

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 januari 2025.

Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2025 is het begrotingstekort van de totale overheid in het eurogebied in 2024 naar schatting gedaald tot 3,2% van het bbp en blijft het naar verwachting tot het einde van de projectieperiode in 2027 min of meer ongewijzigd. De begrotingskoers van het eurogebied is in 2024 naar schatting aanzienlijk verkrapt en voor 2025 wordt een geringere verkrapping verwacht, voornamelijk als gevolg van belastingverhogingen. Hoewel de begrotingskoers naar verwachting in 2026 neutraal zal zijn, wordt voor 2027, wanneer het Next Generation EU-programma (NGEU) afloopt, een relatief sterke verkrapping verwacht. De schuldquote in het eurogebied zal naar verwachting geleidelijk stijgen vanaf een reeds hoog niveau en in 2027 in de buurt van de 90% uitkomen. Overheden moeten zorgen voor houdbare overheidsfinanciën in overeenstemming met het EU-raamwerk voor economische governance, en prioriteit geven aan essentiële groeibevorderende structurele hervormingen en strategische investeringen. Op 4 maart 2025 heeft de Europese Commissie het "ReArm Europe"-plan aangekondigd, een reeks voorstellen om de beschikbare financiële mogelijkheden te benutten om de EU-lidstaten te helpen hun defensie-uitgaven snel en fors te verhogen.¹⁴ Het plan houdt ook in dat gebruik wordt gemaakt van de flexibiliteit in het herziene raamwerk voor economische governance, waardoor de lidstaten snel kunnen handelen, zoals in de huidige situatie vereist is.¹⁵

Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2025 blijft het begrotingstekort van de totale overheid in het eurogebied ongewijzigd op 3,2% van het bbp in 2025 en blijft het tot 2027 eveneens min of meer gelijk (Grafiek 24).¹⁶ Het

begrotingstekort van het eurogebied is naar schatting gedaald van 3,6% in 2023 tot 3,2% van het bbp in 2024, als gevolg van een combinatie van aanzienlijke niet-discretionaire factoren en de intrekking van de meeste eerder ingevoerde energie- en inflatiesteunmaatregelen. Het tekort blijft naar verwachting in 2025 ongewijzigd op 3,2% en ook in de twee daaropvolgende jaren ruwweg gelijk, uitkomend op 3,3% in zowel 2026 als 2027. De betrekkelijk stabiele vooruitzichten weerspiegelen een geleidelijke verbetering van het conjunctuurgezuiverd primair saldo, die grotendeels wordt tenietgedaan door een geleidelijke stijging van de rentelasten. Deze stijging is het gevolg van de doorwerking van eerdere rentestijgingen, hoewel deze in een traag tempo verlopen gezien de lange resterende looptijden van de uitstaande staatsschuld. In vergelijking met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van december 2023 is het begrotingssaldo voor 2025 zeer marginaal neerwaarts herzien, maar substantiëler tegen het einde van de projectieperiode (met 0,4 procentpunt voor 2027). In deze

¹⁴ Zie "Press statement by President von der Leyen on the defence package", Europese Commissie, Brussel, 4 maart 2025.

¹⁵ Na de vergadering van de Raad van Bestuur op 6 maart 2025 heeft de Duitse wetgever op 18 maart wijzigingen op de grondwettelijk vastgelegde schuldenrem aangenomen, voornamelijk met het oog op hogere defensie-uitgaven. Daarnaast is de oprichting goedgekeurd van een speciaal fonds voor extra investeringen tot €500 miljoen in infrastructuur en klimaatgerelateerde projecten.

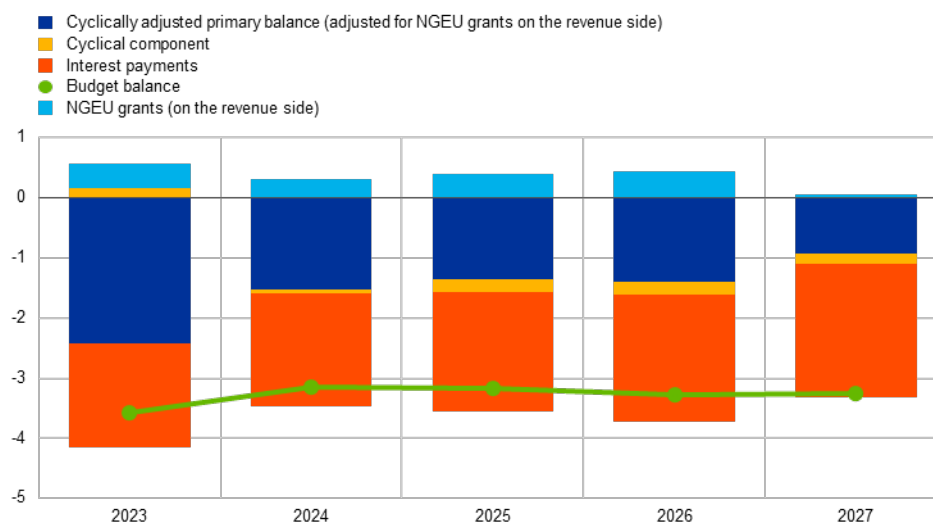
¹⁶ Zie de [door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van maart 2025](#).

herzieningen komt voornamelijk een verslechtering van de macro-economische vooruitzichten tot uitdrukking, maar ook enige verruiming van discretionaire begrotingsmaatregelen.

Grafiek 24

Begrotingssaldo en componenten

(in procenten bbp)



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

Toelichting: De gegevens betreffen het aggregaat van de totale overheid van alle 20 landen in het eurogebied.

Het begrotingsbeleid van het eurogebied is in 2024 aanzienlijk verkrapt, zal naar verwachting in 2025 licht verkrappen en in 2027 opnieuw aanzienlijk.¹⁷ De mutatie op jaarbasis van het conjunctuurgezuiverd primair saldo, gecorrigeerd voor subsidies aan landen in het kader van het NGEU-programma, laat een aanzienlijke verkrapping zien van het begrotingsbeleid in het eurogebied in 2024 (met 0,9 procentpunt bbp). Dit is vooral het gevolg van de uitfasering van een groot deel van de energie- en inflatiegerelateerde steunmaatregelen van de overheid, en van aanzienlijke niet-discretionaire factoren die verband houden met de krachtige ontwikkeling van de inkomsten in sommige landen. Voor 2025 wordt een verkrapping van 0,2 procentpunt verwacht, voornamelijk als gevolg van hogere belastingen, die deels worden gecompenseerd door een negatieve bijdrage van niet-discretionaire factoren. Hoewel de begrotingskoers naar verwachting in 2026 min of meer neutraal zal blijven, wordt in 2027, wanneer het NGEU-programma afloopt, een aanzienlijke verkrapping met 0,5 procentpunt bbp voorzien. De totale verkrapping van de begrotingskoers in de periode 2024-2027 komt hierdoor uit op 1,6 procentpunt van het bbp.

¹⁷ 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.

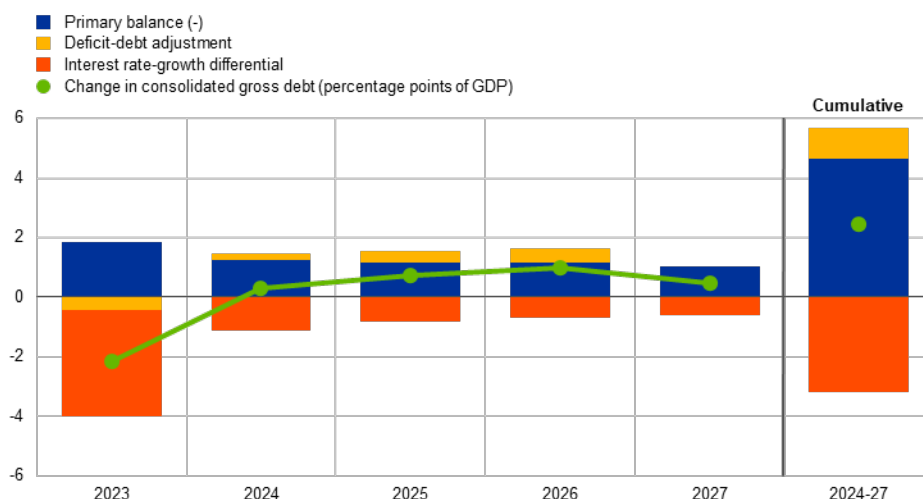
De schuldquote in het eurogebied zal naar verwachting gedurende de gehele projectieperiode geleidelijk stijgen vanaf een reeds hoog niveau (Grafiek 25).

De schuldratio steeg aanzienlijk tijdens de pandemie, tot ongeveer 97% in 2020, om daarna vanaf 2021 weer geleidelijk te dalen. Volgens de projecties van maart 2025 is deze verbetering echter omgeslagen en zal de schuldquote naar verwachting geleidelijk stijgen, van ongeveer 87% van het bbp in 2023 naar zo'n 90% van het bbp in 2027. De stijging gedurende de projectieperiode is het gevolg van aanhoudende primaire tekorten en verwachte positieve tekort-schuldaanpassingen, die slechts ten dele worden gecompenseerd door gunstige (negatieve) rente/groei-ecarts.

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 de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van maart 2025.

Toelichting: De gegevens betreffen het aggregaat van de totale overheid van alle 20 landen in het eurogebied.

Op 21 januari 2025 heeft de Raad voor Economische en Financiële Zaken (Ecofin-raad) van de EU zijn goedkeuring gehecht aan aanbevelingen over de eerste reeks nationale structurele begrotingsplannen voor de middellange termijn. Vier eurolanden (België, Duitsland, Litouwen en Oostenrijk) hebben hun plannen nog niet ingediend. Met betrekking tot de buitensporigtekortprocedures heeft de Ecofin-Raad aanbevelingen vastgesteld krachtens artikel 126, lid 7, van het [Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie](#) (VWEU) waarin de richtingen en termijnen voor het redresseren van buitensporige tekorten worden uitgewerkt.¹⁸ Italië en Hongarije is verzocht hun overheidstekorten uiterlijk 2026 terug te brengen tot minder dan 3% van het bbp, België, Malta en Slowakije uiterlijk 2027, Polen uiterlijk 2028, Frankrijk uiterlijk 2029 en Roemenië uiterlijk 2030. In de aanbevelingen is 30 april 2025 vastgesteld als uiterste datum voor elk van de landen om doeltreffende actie te ondernemen en de benodigde maatregelen te presenteren om een einde te maken aan de buitensporigtekortsituatie.

¹⁸ Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (PB C, 202, 7 6 2016, blz. 13).

Op 4 maart heeft de Europese Commissie het “ReArm Europe”-plan aangekondigd, een reeks voorstellen om beschikbare financiële mogelijkheden te benutten om de lidstaten te helpen hun defensie-uitgaven snel en fors te verhogen. Het eerste voorstel behelst het vrijmaken van overheidsfinanciering voor defensie op nationaal niveau door de nationale ontsnappingsclausule van het stabiliteits- en groeipact te activeren, mits de houdbaarheid van het begrotingsbeleid wordt gehandhaafd. Dit stelt de lidstaten in staat hun defensie-uitgaven te verhogen, bijvoorbeeld met 1,5% van het bbp, zonder een buitensporigtekortprocedure in werking te stellen en zodoende snel te handelen, zoals in de huidige situatie vereist is. Naar de beoordeling van de Commissie komt dit neer op extra uitgaven tot € 650 miljard in de periode 2025-2028. Het tweede voorstel betreft een nieuw instrument dat voorziet in € 150 miljard aan leningen aan lidstaten voor defensie-investeringen om de pan-Europese defensiecapaciteiten te versterken. Het derde voorstel is gebaseerd op het gebruik van de EU-begroting om middelen te richten op defensiegerelateerde investeringen. Tot slot zijn de laatste twee actiepunten erop gericht privaat kapitaal aan te trekken door versnelling van de spaar- en investeringsunie en via de Europese Investeringsbank.

Kaders

1 Business investment: why is the euro area lagging behind the United States?

Prepared by Malin Andersson, Valerie Jarvis and Michel Soudan

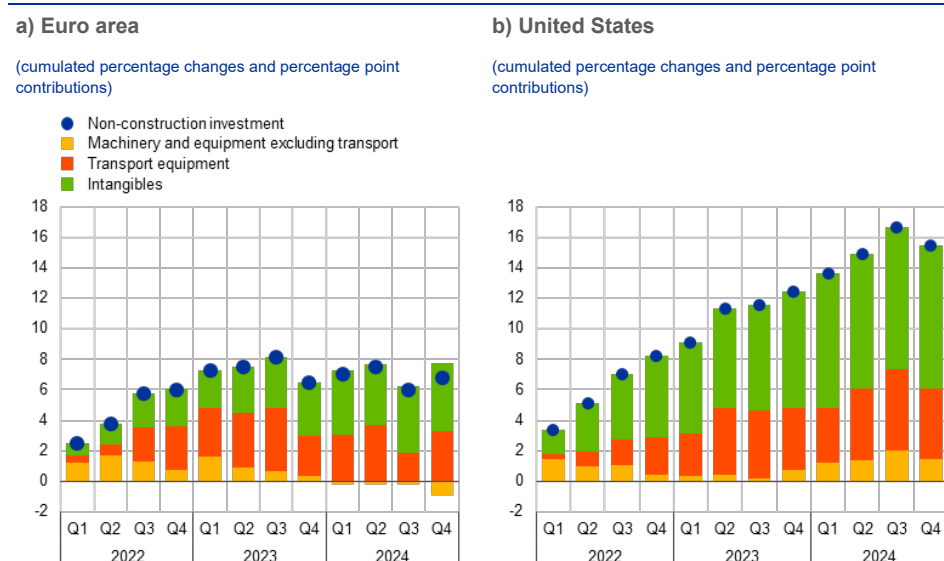
Business investment in the euro area has grown less dynamically – and its outlook remains less favourable – than in the United States.¹ In the post-pandemic period between the fourth quarter of 2021 and the fourth quarter of 2024, business investment grew by 15.4% in the United States – more than double the 6.8% cumulative increase over this period in the euro area (Chart A).² Across components, intangible investment – i.e. intellectual property products (IPP) – has contributed most to the differential, with euro area growth in intangibles (excluding volatile Irish IPP) only half that in the United States. In terms of the other main asset classes, transport equipment contributed only slightly less to investment in the euro area than in the United States. At the same time machinery and equipment investment declined in the euro area, while remaining slightly positive in the United States.

¹ For earlier analysis, see the box entitled “[The post-pandemic recovery – why is the euro area growing more slowly than the United States?](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2024.

² The detailed national accounts data became available shortly after the cut-off date for this issue of the Economic Bulletin. Business investment is proxied by whole-economy non-construction investment in the euro area (excluding the volatile Irish IPP) and private fixed non-residential non-structural investment in the United States. For the euro area, see “[Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area activity](#)”, *Occasional Paper Series*, No 350, ECB, 2024.

Chart A

Business investment and breakdown by asset



Sources: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, and ECB staff calculations.

Notes: Euro area non-construction investment and intangibles exclude intellectual property products (IPP) in Ireland. Non-construction investment in the United States refers to private fixed non-residential investment excluding structures. Intangibles refers to IPP. The latest observations are for the fourth quarter of 2024.

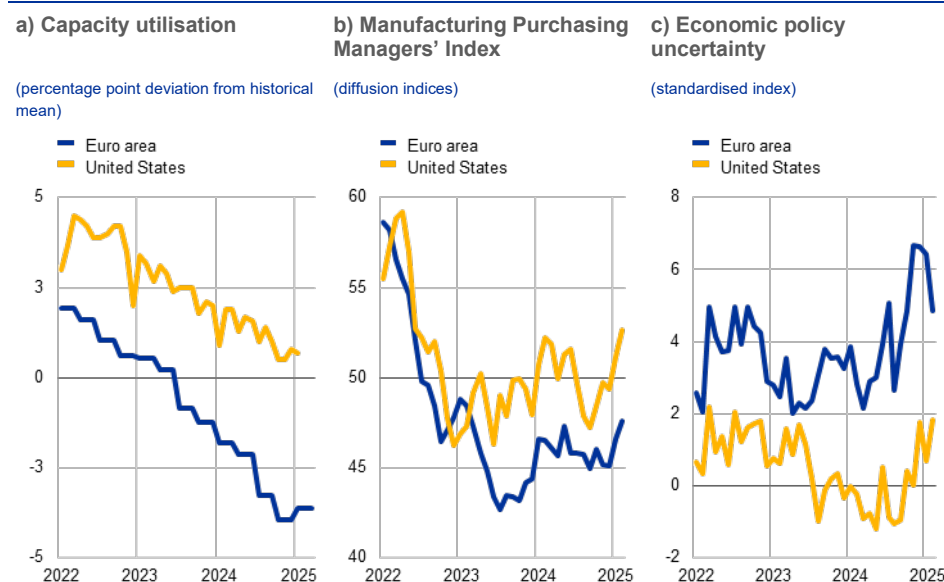
Weaker tangible investment in the euro area can be partly explained by lower demand. Since early 2022 domestic demand for goods – which is a key driver of tangible investment in machinery and equipment, including transport – has been considerably more subdued in the euro area. This has resulted in capacity utilisation falling markedly below its historical average since mid-2023 (Chart B, panel a). Stronger aggregate demand in the United States, supported by a swift deployment of investment-boosting policy measures, kept manufacturing capacity utilisation above its pre-pandemic average. In addition, sharper rises in energy prices in the euro area, coupled with heightened geopolitical uncertainty following Russia's invasion of Ukraine, are likely to have dampened euro area demand for investment to a greater degree than in the United States, given the EU's greater reliance on Russian gas as an energy source and proximity to the war zone. They would have had an impact both directly, through higher production costs and lower confidence, and indirectly, through competitiveness losses in export markets.³ Confidence in the euro area has shown a particularly strong and extended decline since 2022 (Chart B, panel b). The fact that economic policy uncertainty was higher in the euro area than in the United States over this period also acted as a stronger drag on demand for investment in the euro area compared with the United States (Chart B, panel c).⁴

³ See the article entitled "[Past and future challenges for the external competitiveness of the euro area](#)", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2024.

⁴ See, for instance, the box entitled "[What are the economic signals from uncertainty measures?](#)", *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2024 and Chen et al., "[Economic policy uncertainty and firm investment: evidence from the U.S. market](#)" *Applied Economics*, Vol. 51, No 31, 2019, pp. 3423-3435, for an assessment the adverse impact of policy uncertainty on investment.

Chart B

Capacity utilisation, manufacturing Purchasing Managers' Index and economic policy uncertainty



Sources: The European Commission's Directorate General for Economic and Financial Affairs; S&P Global Market Intelligence; Baker et al. "Measuring Economic Policy Uncertainty", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131, No 4, November 2016, pp. 1593-1636; and ECB staff calculations.

Notes: Capacity utilisation is shown as the deviation from the 1999-2019 mean and euro area economic policy uncertainty is the GDP-weighted average for the four largest euro area economies (standardised over 1999-2019). The latest observations are for January 2025 for capacity utilisation in the United States, for February 2025 for both the Purchasing Managers' Index (PMI) and economic policy uncertainty, and for the first quarter of 2025 for capacity utilisation in the euro area.

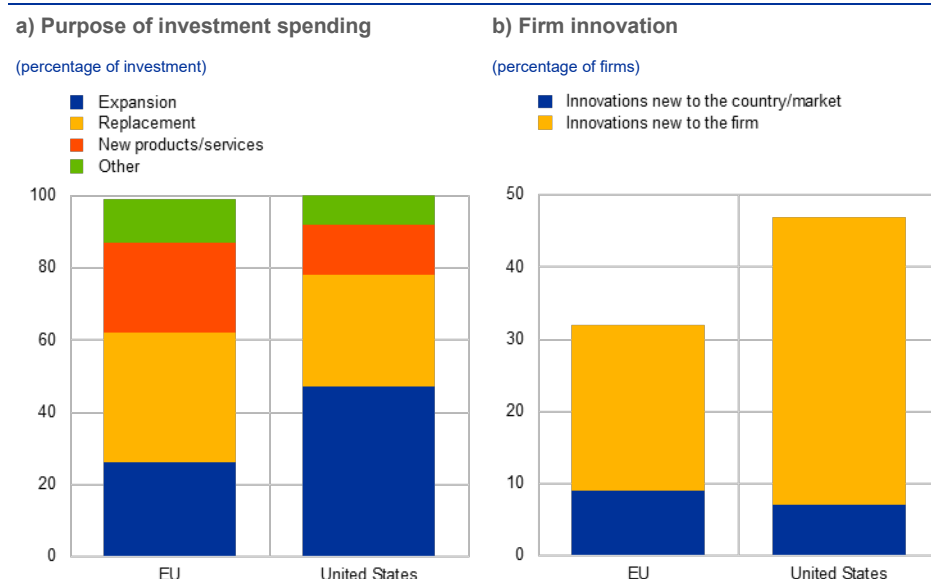
There is also a significant intangible investment differential, related to innovation and research and development (R&D) spending, contributing to a widening productivity gap between the EU and the United States. According to the European Investment Bank's [Investment Survey 2024](#), which provides comparative data from a large survey of firms in the United States and the EU, expansion of capacity has been a greater driver of investment in the United States than in the EU. By contrast in the EU the primary purpose of investment has been replacement (Chart C, panel a).⁵ US firms' investment also tends to focus more on innovation than that of firms in the EU (Chart C, panel b). The [2024 EU Industrial R&D Scoreboard](#) shows that euro area R&D investment is focused on mature industries such as cars and equipment, while in the United States it is increasingly concentrated in ICT-based activities, including data centres and artificial intelligence-related facilities. Intangible investment is key for longer-term growth and is likely contributing to the rising productivity gap between the two economies.⁶

⁵ The euro area breakdown is not yet available.

⁶ See McKinsey & Company, "Getting tangible about intangibles: The future of growth and productivity?", 2021; the box entitled "Labour productivity growth in the euro area and the United States: short and long-term developments", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2024; and Herzog, Stein and Horn, "The Productivity Puzzle: It's the Lack of Investment, Stupid!", *Intereconomics*, No 2, 2018.

Chart C

Investment and innovation



Source: European Investment Bank (EIB) Investment Survey 2024.

Notes: In panel a), the figures may not add up to 100 due to rounding. In panel b), the data are based on replies to two questions on the proportion of total investment devoted to developing or introducing new products, processes or services, with a breakdown into innovations new to the company, to the country or to the global market. The latest observations are for 2024.

Firms point to higher obstacles to investment in the EU than in the United States.

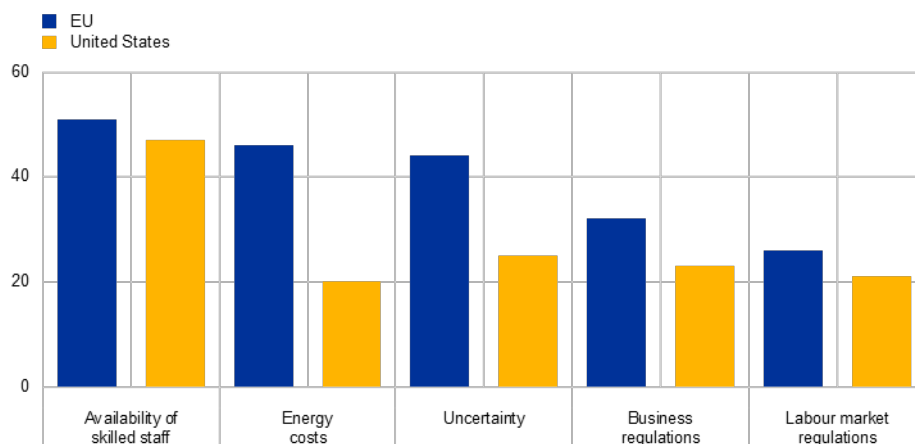
In the EU the main obstacles reported by corporates relate to a lack of skilled staff, high energy costs, elevated uncertainty and onerous regulation, according to the EIB Investment Survey 2024 (Chart D). Both energy costs and uncertainty appear to be somewhat more important in the EU than in the United States, in part reflecting the greater exposure of EU firms to the impact of Russia's war in Ukraine. While uncertainty could be seen as a temporary factor, large and long-standing differences in energy costs, regulations in product and labour markets, and aspects related to productivity differentials are likely to be more persistent.⁷ Heavier regulation is also contributing to a less dynamic corporate landscape in the euro area, with fewer firm entries and exits, and typically weaker firm growth. This is likely to hold back investment, notably in intangibles.⁸

⁷ See the article entitled "[European competitiveness: the role of institutions and the case for structural reforms](#)", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2025.

⁸ See Thum-Thysen et al., "[Investment dynamics in Europe: Distinct drivers and barriers for investing in intangible versus tangible assets?](#)", Vol. 51, December 2019, pp. 77-88.

Chart D**Perceived major obstacles to investment**

(percentage point contributions)



Source: EIB Investment Survey 2024.

Note: The latest observations are for 2024.

A faster implementation of investment-boosting policies also helped shape the swifter and stronger rebound in US investment. While the Next Generation EU (NGEU) funds, amounting to €750 billion, are expected to boost EU business investment in digitalisation and the green transition, their deployment has been very gradual and delayed. The size of the associated fiscal multipliers is also uncertain.⁹ In the United States, the Inflation Reduction Act (IRA) combined with the CHIPS and Science Act amount to about USD 835 billion of spending on clean energy and chip manufacturing. This is slightly larger than the NGEU programme in the EU in absolute terms, but represents a smaller share of GDP. These programmes have already given a major boost to US private non-residential investment in structures, which is not included in Chart A. The impact is particularly visible in manufacturing investment – especially investment in factories, which increased by more than in the EU.¹⁰ The faster deployment of IRA funding compared with the NGEU may in part reflect the greater maturity of the single market in the United States. In addition, the IRA focuses on federal direct tax credits to firms and households, while in the EU tax policies remain national.¹¹

Recent EU policy initiatives to improve the investment environment in the euro area should help to close the gap with the United States. The European Commission's newly-announced Competitiveness Compass is a welcome step forward. Notably, the Compass aims to boost competitiveness and innovation

⁹ See the article entitled "[Four years into the Next Generation EU programme: an updated preliminary evaluation of its economic impact](#)", *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2024 on the economic impact and "[The real effects of Next Generation EU](#)", *Recovery Watch*, 2024, on the fiscal multipliers.

¹⁰ The IRA spurred investment in factories and other production facilities, notably the construction of data centres – a development which has been much less pronounced in the EU except in Ireland. As President Trump halted all IRA-related disbursements as of 20 January 2025, its potential long-term benefits are in doubt. Investment in non-residential manufacturing structures in the United States grew by 112% between the end of 2021 and the third quarter of 2024, although it only amounted to 0.5% of GDP and less than 4% of private non-residential fixed investment.

¹¹ See Cahen et al., "[Is Next Generation EU a game changer? A Comparison with IRA and ways to respond](#)", *Eurofi Regulatory Update*, February 2024.

through the following measures: simplifying and reducing the regulatory burden, removing barriers to fully benefiting from the Single Market, better coordinating policies at EU and national level, and improving access to – and affordability of – financing. It is thus vital to advance the capital markets union agenda, particularly as more sophisticated venture capital markets would make it easier for innovative EU firms to access risk capital and to grow. The swift implementation of these measures is of the utmost importance.

Have euro area exports missed the tech train?

Prepared by Mattia Banin, Virginia Di Nino, Laura Lebastard, Noémie Lecourt and Stefan Schaefer

Euro area export market shares have declined since the pandemic. The share of euro area firms in global goods exports has fallen by about 2 percentage points since 2019.¹ The weakness of euro area export growth is a sign of lower productivity gains of European firms compared to other major economies. While there are a number of factors behind the euro area's competitiveness challenges, the Draghi report pointed to Europe's lack of competitiveness in high-tech sectors as one key factor in the euro area's subdued economic performance.² This box assesses the sectoral composition of the euro area's recent performance in global markets by categorising exports according to the intensity of their technological content, as reflected in the level of research and development expenditure relative to value added. This helps in identifying the sectoral drivers of the losses in market share. Specifically, the box examines whether aggregate euro area export market share losses reflect a limited presence in fast-growing high-tech sectors or a deteriorating performance in established sectors.

Understanding the role of the sectoral composition of export dynamics is important when analysing the impact of policy tools that have been deployed to boost production in particular sectors in recent years. Since 2019 both the United States and China have introduced new policies, including with a view to strengthening their export market dynamics in specific sectors. In the United States, the Inflation Reduction Act and the CHIPS and Science Act are aimed at increasing investment in high-tech sectors and onshoring production back to the United States. In China, government policies aimed at developing national champions employ a long-standing strategy of boosting technological advancement through substantial subsidies for high-tech industries.³ These subsidies have resulted in overcapacities, enabling Chinese producers to adopt aggressive pricing strategies in foreign markets. This is aligned with China's concept of "new productive forces", which prioritises innovation and technological development as key drivers of economic growth, with a focus on sectors such as electric vehicles, microchip technology, artificial intelligence and new materials.⁴ With authorities in other major economies using such tools to boost both investment and production in particular sectors, it is important to understand how sectoral dynamics are shaping the euro area's overall export performance.

¹ See the article entitled "[Past and future challenges for the external competitiveness of the euro area](#)", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2024.

² See Draghi, M., "[The future of European competitiveness](#)", European Commission, September 2024.

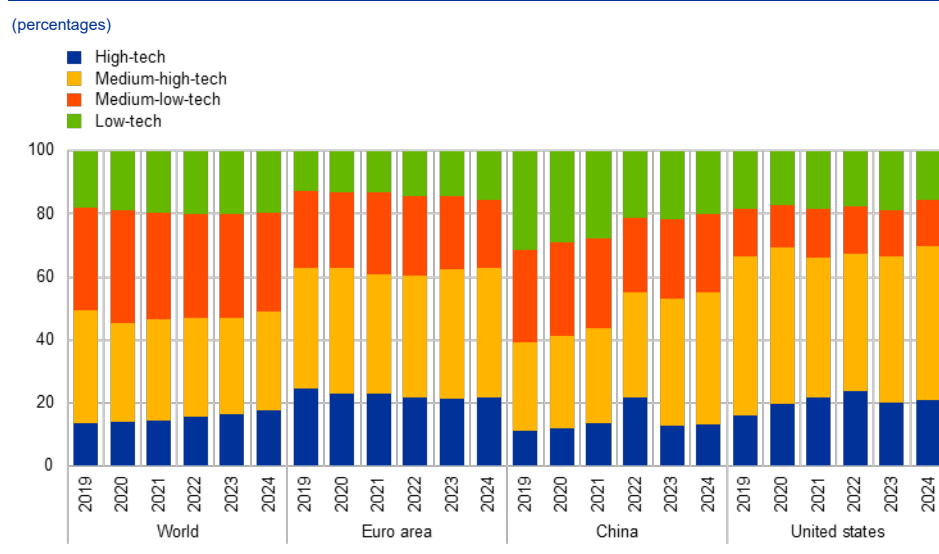
³ For more information, see Institute for Security & Development Policy, "[Made in China 2025](#)", *Backgrounder*, June 2018.

⁴ See the article entitled "[The evolution of China's growth model: challenges and long-term growth prospects](#)", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2024.

Eurostat divides manufacturing sectors into four categories according to the technological content of the goods produced. High-tech sectors include pharmaceuticals, telecommunications equipment and aerospace, while medium-high-tech sectors include motor vehicles, chemicals and electrical equipment.⁵ Medium-high-tech represents the largest global export market (32% in 2024), well ahead of high-tech (18% in 2024) (Chart A). However, while medium-high-tech sectors have been shrinking since 2019, high-tech sectors have grown by 6 percentage points.

Chart A

Manufacturing exports by technology intensity



Sources: Trade Data Monitor (TDM), Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: Exports are in nominal value. 2024 data are incomplete. The latest observations are for November 2024.

The technological composition of euro area, Chinese and US exports has converged in recent years.

The sectoral composition of euro area exports has been relatively stable since 2019, with medium-high-tech sectors making up 41% of total manufacturing exports in 2024 (Chart A). In the same period, China's medium-high-tech exports increased significantly from 28% to 42%. This shift indicates that China's exports have moved up the value chain, making its export structure increasingly similar to that of the euro area.⁶ Meanwhile, the United States has seen the most significant growth in high-tech exports.

A shift-share analysis highlights that the euro area has lost ground in all manufacturing export sectors, although market share losses in medium-high-tech sectors have been particularly significant.

Chart B decomposes developments in aggregate export market shares by sector. For each economy, it distinguishes between two aspects of sector contributions: (i) a "performance" component, which measures changes in the economy's market share for each sector

⁵ For a detailed description of the sectors within the "high-tech", "medium-high-tech", "medium-low-tech" and "low-tech" categories, see "[High-tech classification of manufacturing industries](#)" on Eurostat's website.

⁶ See Al-Haschimi, A., Emter, L., Gunnella, V., Ordoñez Martínez, I., Schuler, T. and Spital, T., "[Why competition with China is getting tougher than ever](#)", *The ECB Blog*, ECB, 3 September 2024.

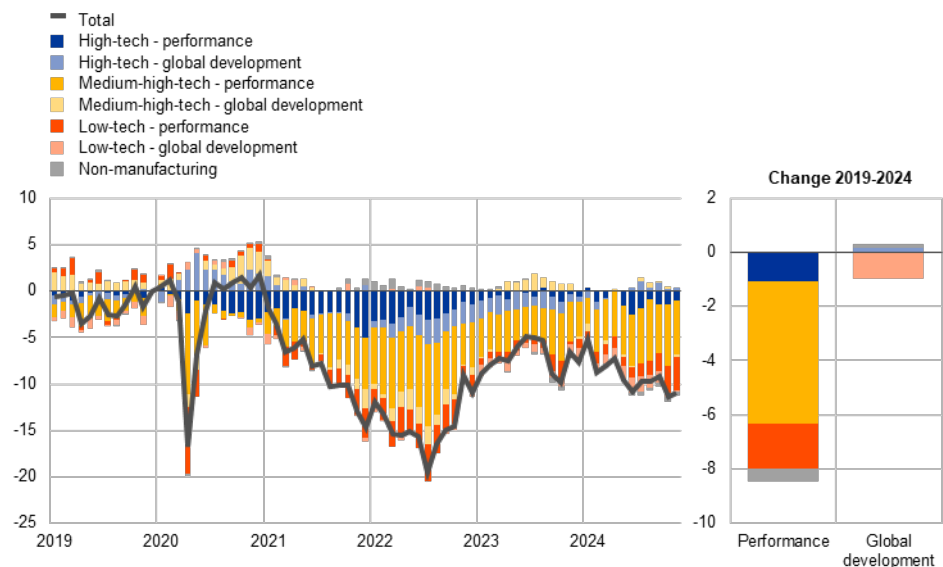
(the ratio of the economy's export growth to global import growth in each sector); and (ii) a "global development" component, which measures the global growth of each sector (measured as the ratio of global imports in the sector to total global imports). In other words, this analysis identifies whether changes in an economy's aggregate share of global export markets reflect gains in market share within particular sectors or the overall global growth of those sectors. While the euro area has lost export market shares in all segments, medium-high-tech sectors have been the main drivers of this trend, being responsible for 55% of the cumulated losses since 2019 (Chart B, panel a). The performance of high-tech sectors has also been relatively weak. In spite of benefiting from strong global demand in high-tech sectors, the euro area has still lost ground relative to other major economies.

Chart B

Sector contributions to developments in export market shares

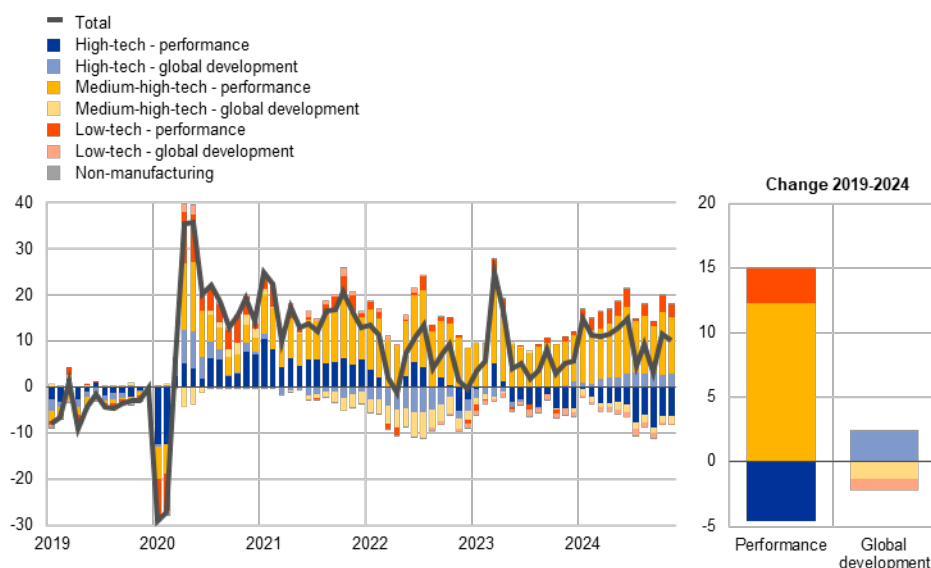
a) Euro area

(index: December 2019 = 0)



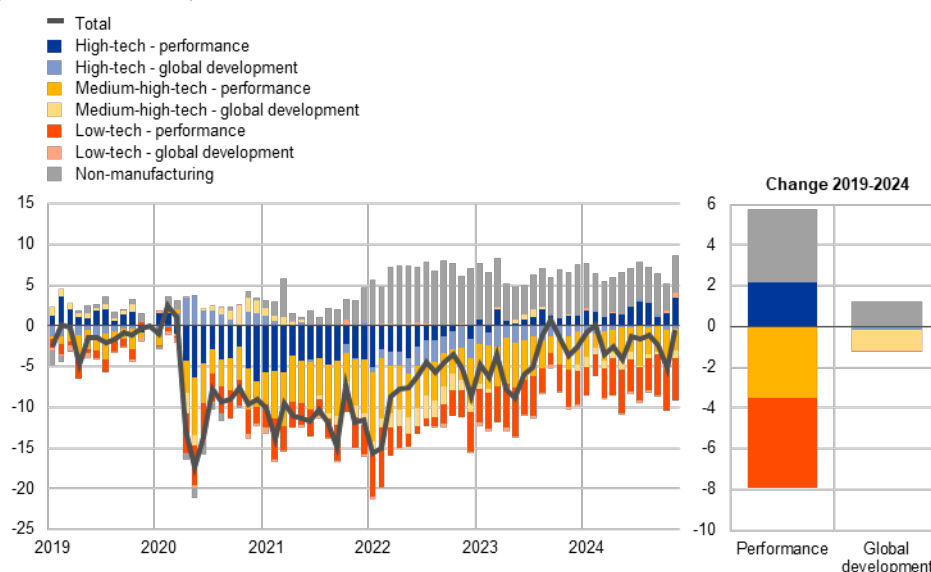
b) China

(index: December 2019 = 0)



c) United States

(index: December 2019 = 0)



Sources: TDM, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Eurostat and ECB staff calculations.
 Notes: Seasonally adjusted data. Export market shares are in value terms and for goods only. CPB data are used to calculate aggregate market shares. TDM data are used to calculate sector weights. The latest observations are for November 2024.

China has gained significant export market shares in medium-high-tech sectors, while the United States has expanded its share in high-tech sectors.

China's export performance seems to be almost the inverse of that of the euro area, with strong gains in market share primarily in medium-high-tech sectors (Chart B, panel b). Meanwhile, the United States achieved an almost complete recovery of its export market shares in 2024 compared to 2019, outperforming others in high-tech sectors and non-manufacturing sectors – mainly oil and gas extraction (Chart B, panel c).

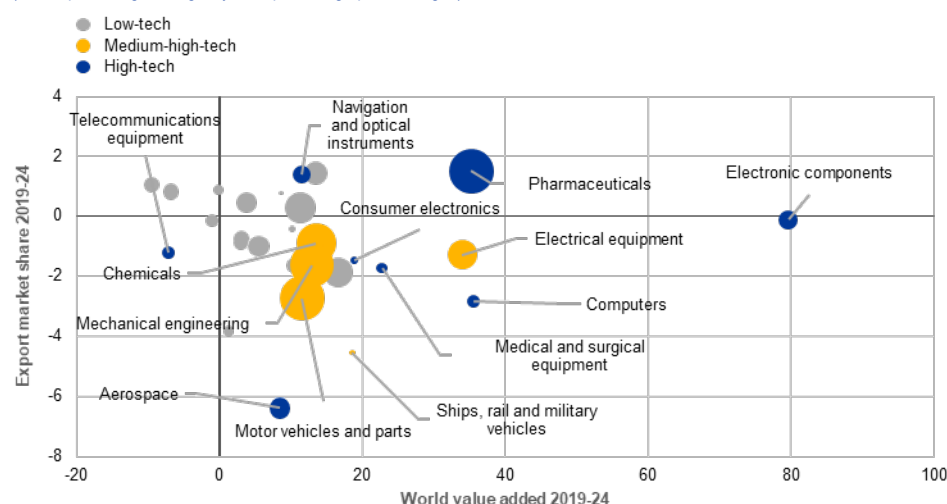
The export performance of the euro area in high-tech sectors is mixed, with notable strengths in pharmaceuticals but significant weaknesses in electronics and computers. On aggregate, high-tech industries have experienced the strongest growth in global value added since 2019 (Chart C). The euro area is a global leader in the pharmaceutical sector, with 36% of global exports, and continued to gain market shares.⁷ “Navigation and optical instruments” is another high-tech sector in which the euro area performed well. However, exports in other high-tech sectors were weak, with market shares steadily declining. In the fastest-growing sectors, the euro area lost ground to other major economies, e.g. to China in electronics and to the United States in computers.

Chart C

Market share growth and world value added growth by sector

a) Euro area

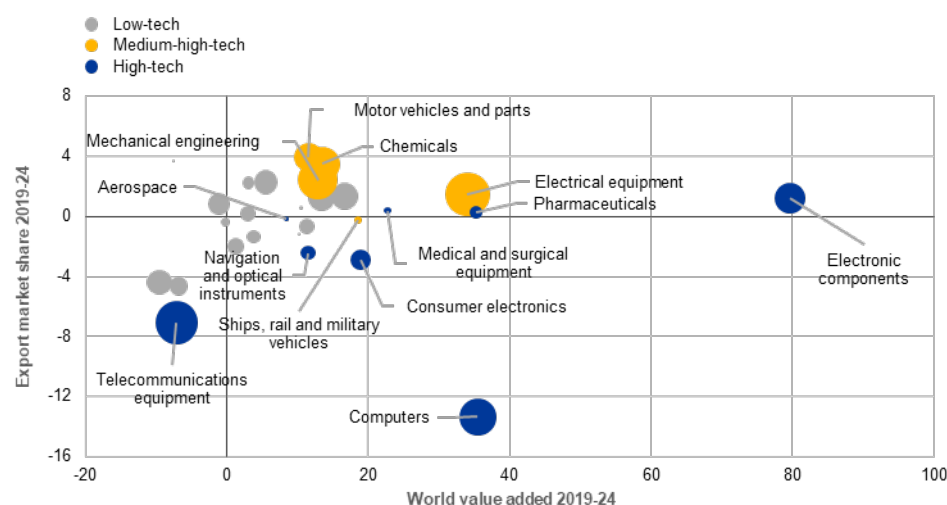
(x-axis: percentage changes; y-axis: percentage point changes)



⁷ US firms account for 42% of the value added in Irish pharmaceutical exports (which represented 17% of euro area pharmaceutical exports in 2024). Half of this value added is exported back to the United States.

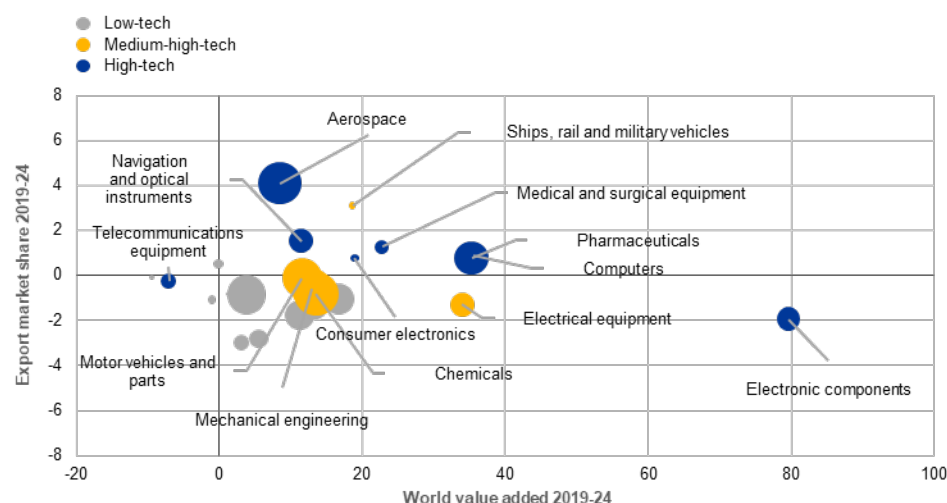
b) China

(x-axis: percentage changes; y-axis: percentage point changes)



c) United States

(x-axis: percentage changes; y-axis: percentage point changes)



Sources: TDM, Oxford Economics, Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: Sector classification follows NACE Rev. 2. The following high-tech and medium-high-tech sectors are included (NACE Rev. 2 divisions/groups in parenthesis): chemicals (20), pharmaceuticals (21), electronic components (26.1), computers (26.2), telecommunications equipment (26.3), consumer electronics (26.4), medical and surgical equipment (26.6), navigation and optical instruments (26.5, 26.7, 26.8), electrical equipment (27), mechanical engineering (28), motor vehicles and parts (29), aerospace (30.3), ships, rail and military vehicles (30 minus 30.3). Technology intensity of sectors follows Eurostat's "High-tech classification of manufacturing industries". Bubble sizes reflect the share in the economy's total nominal exports in 2024. Growth in world value added for the fourth quarter of 2024 is forecast. 2024 data are incomplete for exports and export market shares. The latest observations are for November 2024.

The euro area has lost the most ground to China in medium-high-tech sectors.

For the euro area, medium-high-tech exports constitute a large portion of total exports, far exceeding those for high-tech industries. The United States has also lost market shares in this segment, albeit to a smaller extent. China is gaining market shares at the expense of market leaders such as the euro area, especially in the field of electric vehicles, which is strongly benefiting from China's industrial policies.

3 The increasing energy demand of artificial intelligence and its impact on commodity prices

Prepared by Vlad Burian and Arthur Stalla-Bourdillon

The adoption of artificial intelligence (AI) models has surged across the globe, requiring substantial computing power. AI-related energy consumption in data centres is currently limited, estimated at around 20 terawatt-hours (TWh) or 0.02% of global energy consumption.¹ However, AI models are increasingly being used to develop intelligent applications, ranging from AI assistants to self-driving vehicles. Generative AI models, particularly those used for creating text and image-based content, require large amounts of power in terms of both training and operation. For example, a single query on ChatGPT3 uses roughly ten times more energy than a typical Google search.² With the development of newer and more computationally intensive large language models (LLMs), the related energy demand is expected to grow further.³

There is already a clear link between increased use of AI and energy consumption. Energy consumption among the “Magnificent Seven” – the seven largest US tech companies, including Alphabet and Microsoft – and data centre firms has grown much faster than that of S&P 500 companies, a development potentially linked to the rising use of AI. Changes in annual energy consumption in 2023 reveal that, while the median energy consumption of S&P 500 companies remained flat, it rose significantly for the Magnificent Seven and data centre firms, by 19% and 7% respectively.

Looking ahead, the surge in AI-related energy demand is projected to persist, with an uneven distribution across countries. Although there is much uncertainty about future AI adoption, the International Energy Agency (IEA) projects that data centres, both AI-driven and non-AI-driven, could use 80% more energy in 2026 than in 2022, even taking into account efficiency gains (Chart A).⁴ More specifically, the electricity consumption of AI-driven data centres is expected to rise by 90 TWh, contributing 20 percentage points to the overall growth in data centre energy consumption. This is equivalent to around 4% of the EU’s current electricity consumption. According to the IEA, data centre energy consumption, covering both AI and non-AI applications, is projected to grow most rapidly in China and the United States, rising by 70 TWh and 60 TWh respectively.

¹ See “[World Energy Outlook 2023](#)”, International Energy Agency, October 2023.

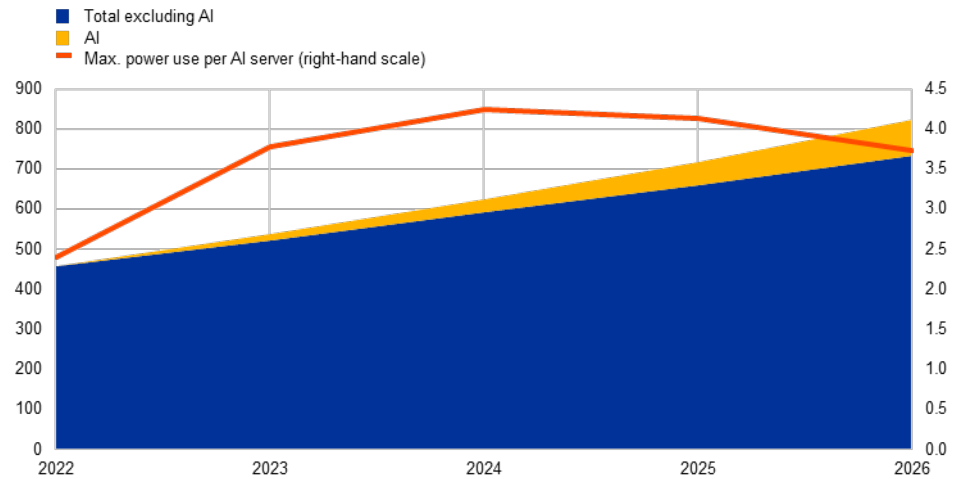
² De Vries, A., “[The growing energy footprint of artificial intelligence](#)”, *Joule*, Vol. 7, No 10, October 2023, pp. 2191-2194.

³ AI-related energy demand is expected to increase even though the licence fees for some LLMs are charged per query, which could result in lower usage relative to free-of-charge models.

⁴ See “[Electricity 2024](#)”, International Energy Agency, January 2024. The IEA expects not only AI, but also cloud computing and cryptocurrencies to be major drivers of data centre electricity consumption.

Chart A**Projected growth in the electricity demand of data centres**

(left-hand scale: terawatt-hours; right-hand scale: kilowatts)



Sources: IEA, Goldman Sachs and ECB staff calculations.

Notes: AI electricity demand between 2022 and 2026 is linearly interpolated with values for 2026 taken from IEA forecasts. The orange line shows the projected maximum power use of an AI server, highlighting expected efficiency gains.

The rise in AI-related energy demand is expected to be met by natural gas power plants or renewables.

Regulatory efforts to reduce carbon footprints are driving companies to prioritise carbon-neutral energy options, particularly renewables. Tech giants are also exploring alternatives such as new nuclear power plants, but neither solutions involving partnerships with new large facilities nor those involving acquisition of dedicated small modular reactors are likely to be up and running before 2026. In the event of electricity shortfalls, natural gas is expected to supplement renewables, as it is less polluting than coal. Two polar and extreme scenarios could therefore be considered: one in which all energy demand is met by natural gas, and another in which it is covered entirely by renewables.

Even under the first scenario assuming that the electricity demand of AI-driven data centres is fully met with natural gas, the impact on gas prices is limited.

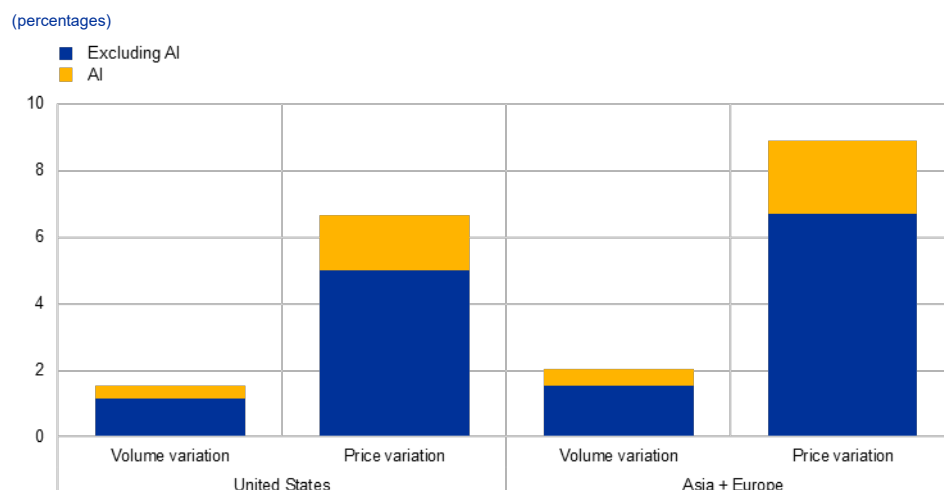
By scaling the IEA's estimated data centre energy demand to the size of the US gas market and the size of the Asian and European gas markets combined, and then applying elasticities from the literature, it is found that gas prices could rise by around 9% in Asia and Europe, and by 7% in the United States (Chart B).⁵

Moreover, AI-driven data centres would account for around 2 percentage points of the increase in both the Asian-European market and the US market. AI adoption is therefore expected to put only limited upward pressure on gas prices. This is because the AI-related energy demand shock – even under this extreme scenario – is minimal relative to the overall size of the US and Asian-European gas markets, despite being large in absolute terms.

⁵ The elasticities used are taken from Albrizio, S. et al., "Sectoral Shocks and the Role of Market Integration: The Case of Natural Gas", *AEA Papers and Proceedings*, Vol. 113, May 2023, pp. 43-46.

Chart B

Estimated gas demand and gas price variation when all data centre energy demand is met with natural gas by 2026



Sources: IEA and ECB staff calculations.

Notes: The figures are based on IEA projections for future data centre energy demand, assuming that all additional energy needs during the period from 2022 to 2026 are met by gas power plants. Data centre energy demand is converted to gas demand using a conversion rate of 45% (see "More than 60% of energy used for electricity generation is lost in conversion", *Today in Energy*, U.S. Energy Information Administration, 21 July 2020). AI-related energy demand for each region is estimated by assuming a constant share of AI-related electricity consumption in the total data centre electricity consumption across both regions.

Under the second scenario, in which the additional energy demand is covered by renewables, demand for critical minerals increases, but their prices are unlikely to be affected significantly as a result. Critical materials, such as lithium and nickel, are essential for wind farms and solar panels. They are already in high demand due to the energy transition, and their mining is highly concentrated in specific countries, which makes them particularly vulnerable to supply chain disruptions and geopolitical tensions.⁶ However, like natural gas, and unlike electricity, these minerals are relatively easy to transport across regions. As a result, the AI-related growth in demand is expected to be modest relative to the overall size of the market, so that upward price pressures specifically attributable to AI will be contained.

The surge in AI-related electricity demand could, however, create price pressures in national electricity markets. Owing to limited interconnection capacities and energy loss during transmission, electricity markets consist of multiple submarkets that are relatively isolated. As a result, countries such as Ireland, which are big players in the data centre sector, may find it particularly challenging to meet the growing AI-related demand locally. The overall potential impact on national electricity markets is more difficult to estimate, however, as it will depend on the concentration of AI-driven data centres in each country, the specific characteristics of their markets and the regulatory requirements for data centres to contribute to the power supply.

⁶ Adolfsen, J.F., Kedan, D. and Lappe, M-S., "The geopolitics of green minerals", *The ECB Blog*, ECB, 10 July 2024.

4 Using corporate earnings calls to forecast euro area labour demand

Prepared by Claudia Foroni and Christofer Schroeder

Evidence from earnings calls of euro area companies suggests that labour demand is continuing to decline. An earnings call is a conference call that takes place between the management of a publicly listed company and its investors, financial analysts and the press. Earnings calls offer a rich and timely source of economic data which are available at a high frequency.¹

In this box, we apply textual analysis to a large database of transcripts of corporate earnings calls to construct an indicator of euro area labour demand.

We then use our indicator to produce nowcasts and forecasts of the euro area job vacancy rate – a traditional measure of labour demand and a key labour market metric.² The database of earnings calls we access contains information on the exact date and time of each earnings call and is updated every two weeks. This allows us to extract information from earnings calls well in advance of official data releases, including those of the job vacancy rate, which are only available with a significant lag.³

Our measure of labour demand from earnings calls closely tracks the job vacancy rate (Chart A). To construct our indicator, we first restrict our sample of earnings calls to those by companies which were headquartered in the euro area at the time the earnings call took place. This leaves us with a sample of roughly 600 calls per quarter. Next, we add up the number of sentences from earnings calls containing at least one word from a list of keywords that reference the pressures firms face from unmet labour demand following Dueholm, Kalyani and Ozkan.⁴ Although it is somewhat more volatile, our indicator closely tracks the euro area job vacancy rate, with a correlation coefficient of around 0.9. In particular, it captures the steady increase in the job vacancy rate between 2016 and 2020 and its sharp rise in 2021. Both our indicator of labour demand and the job vacancy rate peaked in the first half of 2022 and have been trending downwards ever since, suggesting that labour demand is cooling.

¹ For a further use of earnings calls to inform macroeconomic indicators, see the box entitled “[Earnings calls: new evidence on corporate profits, investment and financing conditions](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2023.

² The job vacancy rate is defined as the number of job vacancies divided by the sum of the number of occupied posts and the number of job vacancies.

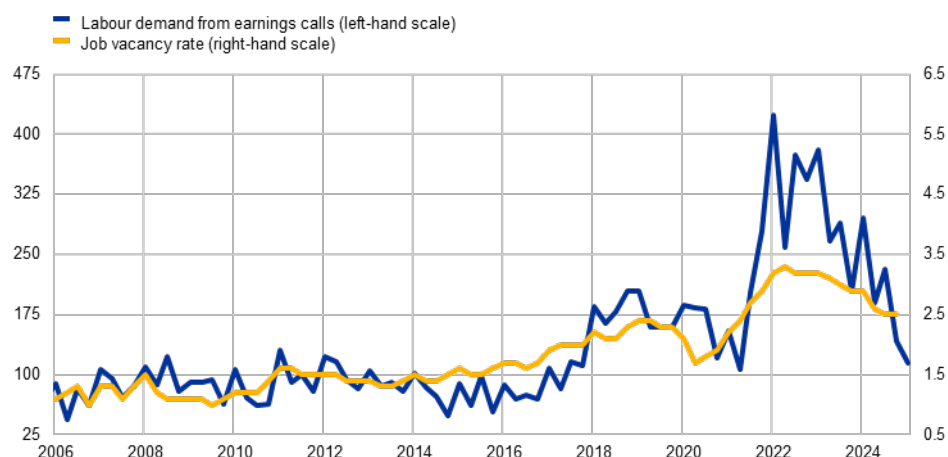
³ The flash estimate of the job vacancy rate in the euro area is typically released around one and a half months after the end of the quarter to which it refers, while the first release is published around three months after the end of the quarter.

⁴ See Dueholm, M., Kalyani, A. and Ozkan, S., “[Can Earnings Calls Be Used to Gauge Labor Market Tightness?](#)”, *On the Economy Blog*, Federal Reserve Bank of St. Louis, 18 June 2024.

Chart A

Indicator of labour demand from earnings calls and the euro area job vacancy rate

(left-hand scale: number of sentences; right-hand scale: percentages)



Sources: Eurostat, NL Analytics and ECB staff calculations.

Notes: The blue line plots the indicator of labour demand derived from earnings calls as described in the text. The yellow line plots the job vacancy rate for the euro area. The latest observations are for the first quarter of 2025 for the indicator of labour demand from earnings calls and the fourth quarter of 2024 for the job vacancy rate.

Data obtained from recent earnings calls suggest that the job vacancy rate will continue to decline modestly (Chart B).

To produce an early measure of the job vacancy rate ahead of official data releases, we employ a mixed data sampling (MIDAS) regression approach to generate nowcasts as well as forecasts up to two quarters ahead.⁵ MIDAS regressions offer the key advantage of enabling us to predict a low-frequency variable (the job vacancy rate) using high-frequency data (our indicator of labour demand derived from earnings calls). To reduce the potential for model misspecification, we estimate a series of MIDAS regressions over several specifications, including different polynomial lag structures and restrictions on the model's parameters.⁶ We then consider the range and mean forecast from the various specifications. These point to a sustained cooling in labour demand for the current and coming quarters. The job vacancy rate is projected to have hovered at around 2.5% in the first quarter of 2025 and to remain the same in the second quarter – 0.8 percentage points lower than its peak in the second quarter of 2022 but still above its pre-pandemic average of 1.9%. For the third quarter of 2025, our forecasts suggest a marginal decline towards 2.4% with risks broadly balanced, as the range of predicted outcomes is fairly equally distributed around the mean. The profile of our forecasts is broadly in line with projections of economic activity from the

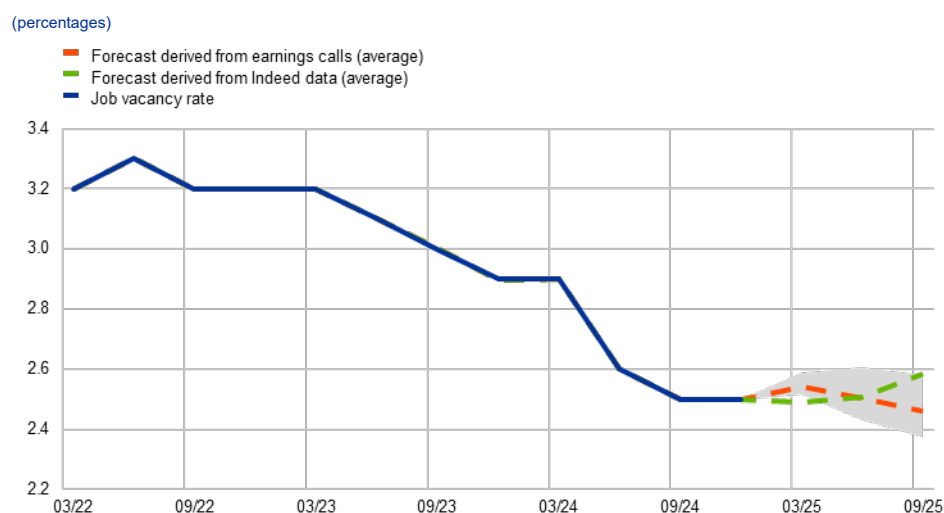
⁵ MIDAS regressions are often used to produce short-term forecasts, as the informational benefits extracted from timely, high-frequency data fade the further the projection horizon stretches into the future (see Foroni, F. and Marcellino, M., “A survey of econometric methods for mixed-frequency data”, *Working Papers*, Norges Bank Research, No 06, 2013).

⁶ In particular, we estimate two different polynomial specifications. First, we include an exponential Almon lag polynomial (see Ghysels, E., Sinko, A. and Valkanov, R., “MIDAS Regressions: Further Results and New Directions”, *Econometric Reviews*, Vol. 26, Issue 1, 2007, pp. 53-90). Second, we estimate an unrestricted MIDAS as set out in Foroni, C., Marcellino, M. and Schumacher, C., “Unrestricted mixed data sampling (MIDAS): MIDAS regressions with unrestricted lag polynomials”, *Journal of the Royal Statistical Society Series A*, Vol. 178, No 1, pp. 57-82, January 2015. Furthermore, for each model specification we consider various windows for smoothing the indicator of labour demand from earnings calls using a moving average.

December 2024 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, suggesting lower momentum in growth in the first half of 2025.

Chart B

Forecasting the euro area job vacancy rate



Sources: Eurostat, NL Analytics, Indeed and ECB calculations.

Notes: The solid blue line plots the euro area job vacancy rate up to the fourth quarter of 2024. The grey area indicates the min-max range of forecasts obtained with several MIDAS and unrestricted MIDAS specifications and different variants of the indicator of labour demand from earnings calls. The red dashed line plots the average forecast. The green dashed line plots the average forecast of the job vacancy rate using data on job postings from Indeed in our MIDAS regression forecasting framework. The latest observations are for January 2025 for the underlying indicators of labour demand derived from earnings calls and Indeed job postings. The forecasts cover the period up to the third quarter of 2025.

The short-term forecasts of the job vacancy rate using earnings calls are broadly in line with those derived from alternative indicators of labour demand.

Data on vacancies from the online job portal Indeed are another novel and useful source of information on the euro area labour market. Both the number of open vacancies listed on the site and the number of new vacancies posted can help gauge labour demand. As with our indicator of labour demand derived from earnings calls, data from Indeed are timely and available at a high frequency, albeit over a much shorter time horizon.⁷ The stock of job vacancies listed on Indeed has steadily declined since late 2023. By the end of 2024, it was around 10% lower than at the start of the year. At the same time, the flow of new job vacancies, considered a more responsive measure of labour demand, has also trended downwards, also indicating a moderation of labour demand. Incorporating these data into our MIDAS regression approach produces forecasts of the euro area job vacancy rate which are broadly aligned with those obtained using information from earnings calls, especially in the short term (Chart B). The forecasts point to a relatively stable job vacancy rate of around 2.5% until mid-2025, with a slight increase expected towards the end of the forecast period.⁸

⁷ The database on earnings calls that we access stretches back to the beginning of 2002, while the time series of job postings data from Indeed only start at the beginning of 2018.

⁸ The Indeed-based forecast points to a mild increase in the third quarter of 2025 but still within the range of the earnings calls-based forecasts in mid-2025. This might be driven by the higher seasonality of the Indeed data series or the shorter sample available, which helps to push the forecast towards its recent historical highs.

In summary, transcripts of corporate earnings calls provide timely and useful information on the euro area labour market. Our findings suggest that labour demand will moderate very gradually in the euro area over the coming quarters as the labour market continues to cool overall.

t.

Prepared by Colm Bates, Christian Höynck, Omiros Kouvavas, Desislava Rusinova and Larissa Zimmermann

This box analyses recent developments in the euro area rental market using data from the ECB Consumer Expectations Survey (CES). Rents are a large component of household spending, but their analysis has been somewhat challenging as harmonised data on households' rent expenditure are not readily available across the euro area. The CES can contribute to filling this data gap as it collects timely information about household spending.¹ It also allows for the analysis of heterogeneity across the countries covered by the CES, as well as individual households.²

The share of renter households and the level of nominal rents vary considerably across countries. In the euro area, the average share of renters stands at around 28% and nominal rental expenditure amounts to around one-third of households' monthly income. However, the share of renters varies widely across countries, currently ranging from 15% in Italy to almost 50% in Germany and Austria (Chart A, panel a, left-hand side).³ The share of renters is highest in the lowest income group (Chart A, panel a, right-hand side). A closer look at the level of nominal rents also reveals a great deal of cross-country and within-country dispersion (Chart A, panel b).⁴ Rent dispersion is very high in Ireland, where there are large location-dependent differences (i.e. between urban and rural areas; as also visible in the stark difference between the mean and the median), while it is much lower in Greece and the Netherlands. Overall, the highest nominal rents are observed in Ireland, Austria and Belgium. When looking at rent expenditure relative to household income (Chart A, panel c), the country ranking changes: Ireland still has the highest average rent to income ratio, followed by Greece and Finland, while Germany has the lowest. Countries where renters make up a larger share of the population also tend to have more high-income households as renters, which pushes down the average rent to income ratio.

¹ Housing-related expenditure, including rent, house maintenance and insurance (excluding mortgage payments) is collected quarterly as part of a broader question on household consumption in 12 expenditure categories.

² As of 2022 the countries covered by the CES are Belgium, Germany, Ireland, Greece, Spain, France, Italy, Netherlands, Austria, Portugal and Finland.

³ This is broadly in line with findings from EU statistics on income and living conditions and the Eurosystem Household Finance and Consumption Survey in terms of both country ranking and percentages.

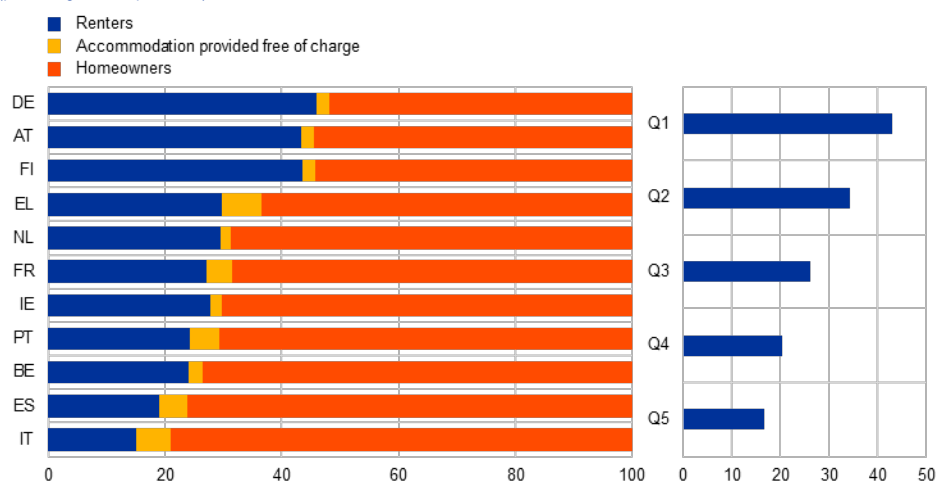
⁴ The main rent growth indicator presented in this box does not account for systematic differences in quality and age across countries. However, these are controlled for in the non-mover series that considers only non-movers shown in Chart C, panel a), where growth rates are calculated for the rent of the same individuals in the same dwelling, 12 months apart.

Chart A

Share of renters and rent levels by country

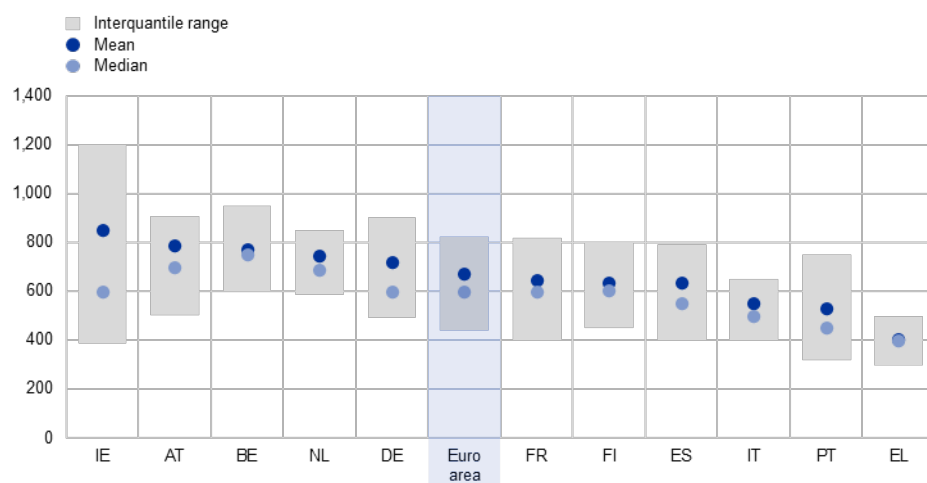
a) Share of renters by country and income quintile

(percentages of respondents)



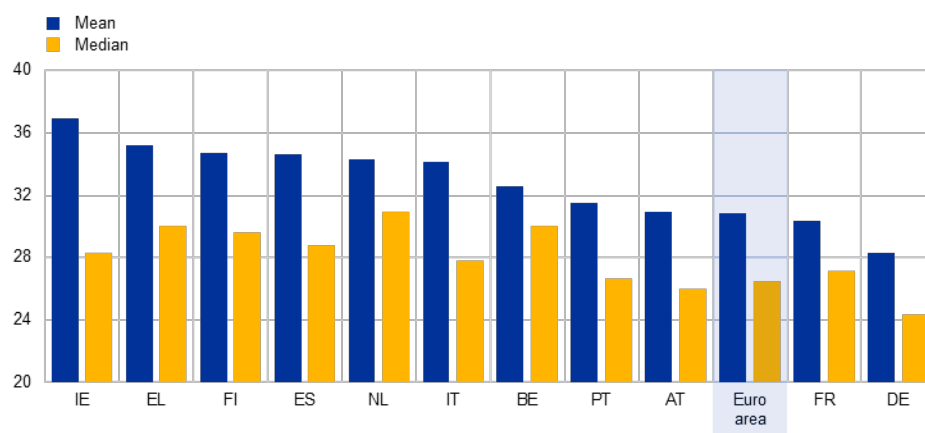
b) Rent levels and dispersion

(EUR per month)



c) Rent levels relative to monthly household income

(percentages of income)



Sources: ECB Consumer Expectations Survey (CES) and ECB calculations.

Notes: The calculations are based on weighted estimates. Panel a) comprises a full sample of respondents for 2024 and January 2025. Percentages of housing types are by country and income quintile (Q). Income quintiles are calculated for a full sample of respondents for all waves in 2024 and January 2025. Panel b) comprises a full sample of renters for January 2025 and panel c) comprises a full sample of renters from January 2024 to January 2025. The analysis of the rents does not control for dwelling size. Values are winsorised at the country level (at the second and 98th percentiles).

The CES-based rent expenditure growth indicator suggests that rent growth eased after peaking in the third quarter of 2023 but remained above 3% in the third quarter of 2024. The indicator is constructed as the weighted average of the individual household growth rates, once the data have been cleaned to ensure that they are not influenced by strong outliers or by composition effects from respondents entering or leaving the panel.⁵ The average year-on-year rent growth rate in the euro area increased from the beginning of 2022, reaching a peak of above 5% in 2023 (Chart B, panel a) and declined gradually afterwards, remaining close to 3% for most of 2024. The CES-based rent indicator uses a more harmonised approach than the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP), which follows rental changes over time for the same households, regardless of whether they remain in the same dwelling or move. The resulting indicator is more responsive to inflation and the business cycle than HICP rents, especially for certain countries (e.g. Germany). This may be related to different practices, as the HICP regulation allows countries to choose which methodology they apply as reflected in the HICP methodological manual.⁶

There have been substantial cross-country differences in reported rent growth.

The average year-on-year rent growth reported in the CES over the last 12 months has been above 7% in Ireland and Portugal, but below 3% in the Netherlands, Germany and Italy (Chart B, panel b). In the third quarter of 2024 (the most recent values), households in Portugal reported the highest rent growth (this was also much

⁵ The mean of individual growth rates is heavily trimmed to avoid the effects of outliers stemming from reporting errors. To do this, unrealistically large year-on-year changes (negative growth of less than 50% or positive growth of more than 200% within a year) are trimmed (removed from the sample). Additionally, rent increases and decreases of more than 50% are winsorised (observations exceeding the limits are replaced with the limit). To contain the impact of compositional changes, which could lead to mechanical effects unrelated to actual rental growth, a household's rent only enters the growth indicator if the household is a renter both at the beginning and at the end of the 12-month period.

⁶ In the HICP, rentals can be calculated by following households, dwellings or landlords. This flexibility could potentially lead to different practices across national statistical offices that, in turn, could have a differential effect on the observed outcomes. For more details, see Section 12.4.4 of the [HICP methodological guide](#).

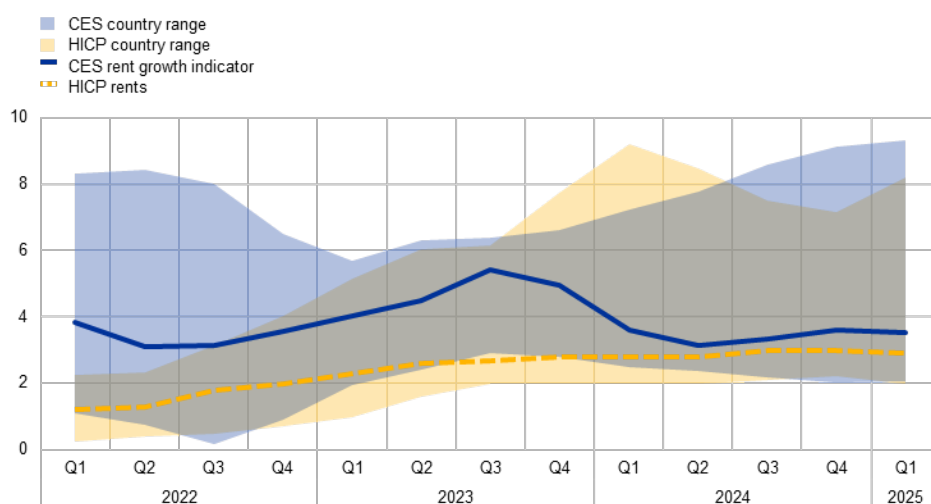
higher than past averages), while the values for Italy and Finland were lower than their past averages. In Ireland and Austria, rent growth has remained consistently high.

Chart B

Rent growth in the euro area and by country

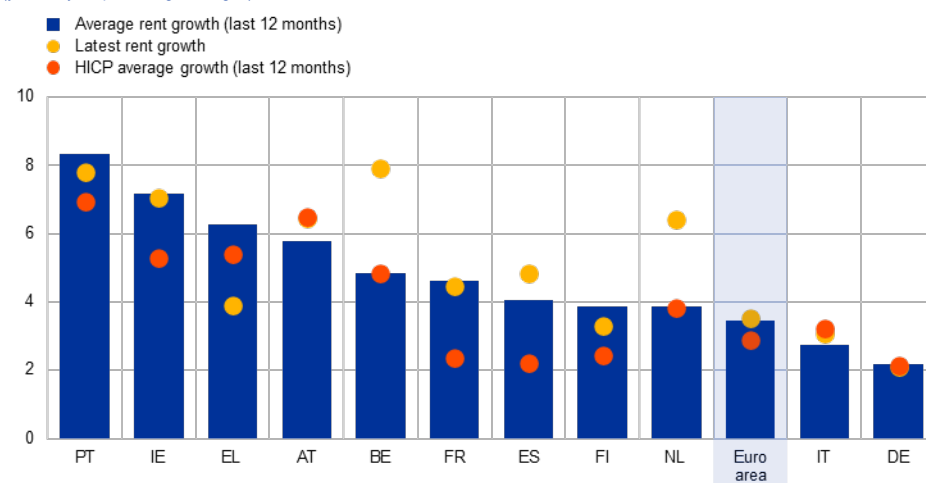
a) Rent growth in the euro area

(year-on-year percentage changes)



b) Rent growth by country

(year-on-year percentage changes)



Sources: ECB Consumer Expectations Survey (CES) and ECB calculations.

Notes: Panel b) comprises a full sample of renters. Calculations are based on weighted estimates. The latest two-quarter moving average for the year-on-year growth rate (yellow dots) refers to January 2025. The blue columns show the average rent growth for the sample period (January 2024 to January 2025). The red dots refer to average HICP rent growth over the past 12 months.

Recent CES-based rent growth per square metre has been more than proportionally driven by new rental contracts.

The average rate of rent growth per square metre for households that have moved in the previous year has been consistently higher than the rent growth for households that have not moved; and it has increased steadily over the past three years (Chart C, panel a, left-hand side). General rent increases in the economy usually start with higher rents for new leases, as tenant protections on existing contracts encourage landlords to raise rents when

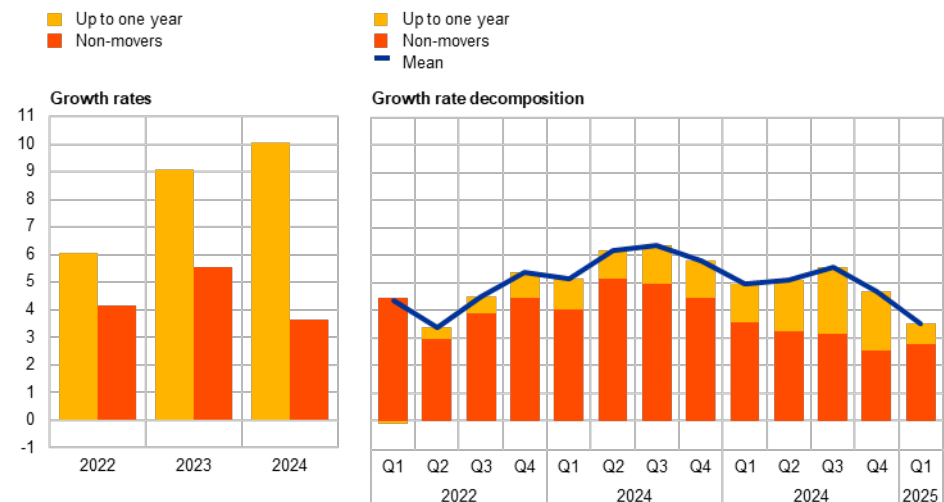
there is a change of tenant. Over time, rents for existing contracts gradually rise as well. The higher rent growth for new contracts may have also been partly driven by households moving to higher-quality accommodation or to better areas. Indeed, the predominant reason indicated by households for changing accommodation was the desire to improve their living conditions. Decomposing the overall rent growth rate into contributions from recent movers (i.e. renters who have moved up to one year earlier) and non-movers shows that the latter play a bigger role in the overall growth rate as they account for a larger share. Nevertheless, given the higher rent growth in this segment, movers – who represent about 15% of renters – make a more than proportional contribution, accounting for around one-third of the overall growth rate (Chart C, panel a, right-hand side).

Chart C

Breakdown of rent growth

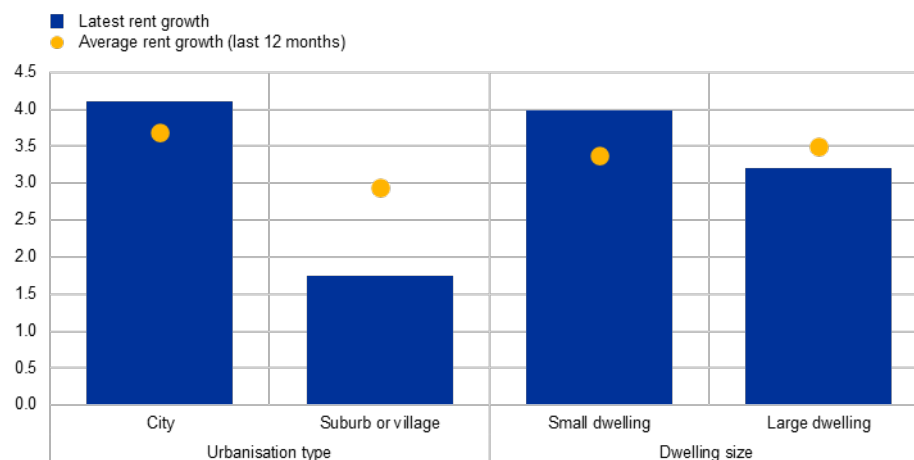
a) Rent growth per square metre – contributions by duration of residence

(year-on-year percentage changes, percentage change contributions)



b) Rent growth by urbanisation type and dwelling size

(year-on-year percentage changes)



Sources: ECB Consumer Expectations Survey (CES) and ECB calculations.

Notes: Calculations are based on weighted estimates. Panel a) comprises a subsample of renters with a known duration of residence. The blue line depicts the combined two-quarter moving average of the year-on-year growth rate of the rents divided by square metres. "Up to one year" refers to the contribution of respondents who have lived in their current residence for one year or less. Panel b) comprises a full sample of renters. The latest two-quarter moving average of the year-on-year growth rate refers to January 2025. "Average rent growth" is the average of the year-on-year growth rates in the sample period (January 2024 to January 2025).

Recent rent growth reported in the CES has been higher in cities and for smaller dwellings. Chart C, panel b) shows that rent growth in cities has remained higher than rent growth in suburbs and rural areas and that the difference seems to have widened in the recent past. CES data also point to somewhat higher rent growth for smaller dwellings compared with larger ones, whereas growth rates were broadly equal in the past.

The CES-based rent tracker allows for timely in-depth monitoring of the rental market. These individual-level CES data can expand the possibilities of monitoring rental developments also with respect to heterogeneity across households. Future work will seek to further validate this indicator – including cross-validating the CES data with external sources. Furthermore, the role of quality adjustments in rent growth could be explored more thoroughly by considering factors such as dwelling age, location and renovation, to gauge the extent to which the growth rate reflects changes in housing quality.

6 Understanding the relative development of goods and services inflation

Prepared by Catalina Martínez Hernández, Mario Porqueddu, Blanca Prat I Bayarri and Lourdes Maria Zulli Gandur

The gap between services and non-energy industrial goods (NEIG) inflation varies over time, but it had remained positive for a long period until the 2021-2022 inflation surge (Chart A).¹ Historically, services prices have increased at faster rates than NEIG prices, implying a persistent positive gap between the two inflation rates. The gap in annual inflation rates changed from an average of 1.5 percentage points in the period from 1999 to 2008 to an average of 1.0 percentage points between 2008 and 2019. This narrowing was mainly due to a decrease in services inflation, probably reflecting subdued demand and low wage growth after the financial and sovereign debt crises.² During the COVID-19 pandemic, restrictions such as social distancing and widespread lockdown measures affected the relative consumption of goods and services and associated price pressures. By 2022, the rapid and strong increase in NEIG inflation, which outpaced the increase in services inflation, led to a negative gap of more than 1 percentage point, which only reverted to positive territory when goods inflation normalised in 2023 and 2024 in a way that was almost symmetrical to the previous surge. However, while NEIG inflation came down, services inflation remained elevated and has since hovered around 4%. The positive gap has thus widened to an average of 2.5 percentage points in recent quarters.

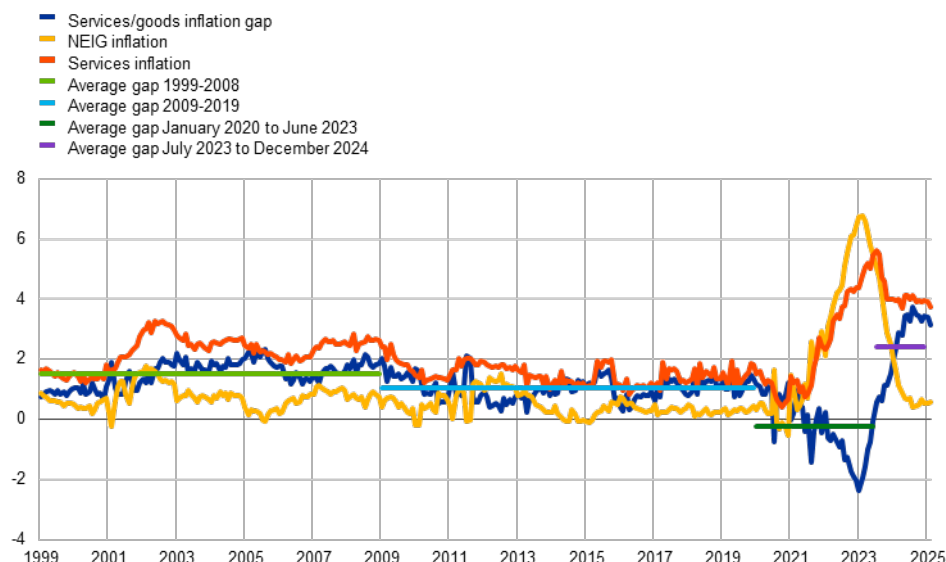
¹ For a discussion of relative price developments and their theoretical underpinning by Baumol's cost disease hypothesis and the Balassa-Samuelson hypothesis, see Lane, P., "[Inflation Diagnostics](#)", *The ECB Blog*, 25 November 2022.

² See the box entitled "[What is behind the change in the gap between services price inflation and goods price inflation?](#)", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2019.

Chart A

Services and goods inflation and the gap between the two

(annual percentage changes and percentage points)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: The services/goods inflation gap is the difference between the annual rates of change in the HICP components for services and NEIG. The latest observations are for February 2025.

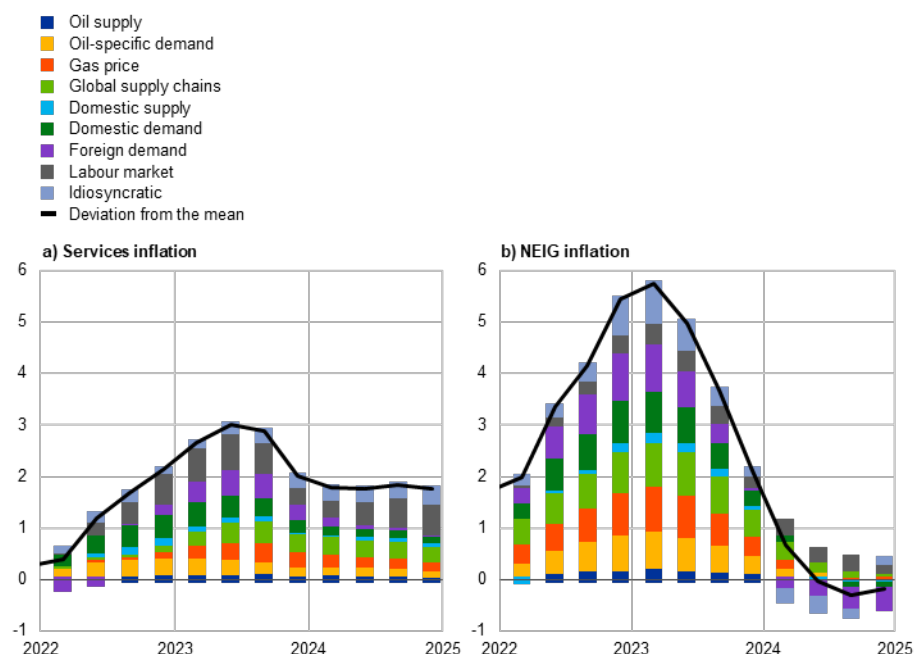
The sizeable movements in the inflation gap over recent years largely reflect the stronger impact of energy costs and global supply chains on goods inflation and the dynamics of wages and labour costs. Evidence from a structural Bayesian vector autoregression (BVAR) indicates that supply-side shocks, particularly those related to energy and global supply chains, had a larger and quicker but less persistent effect on NEIG inflation than on services inflation (Chart B).³ In the latest data, the effects of these shocks have essentially faded away in NEIG inflation, which is currently being held down mainly by weak foreign demand. In contrast, in services inflation the impact of supply shocks has been more persistent and there is continued upward pressure from labour market shocks associated with still strong wage pressures. Looking forward, the moderation in energy prices, the gradual unwinding of supply shocks and lower wage growth are expected to contribute to a slowdown in services inflation.

³ We estimate a quarterly version of the structural BVAR in Bańbura, M., Bobeica E. and Martínez Hernández, C., “[What drives core inflation? The role of supply shocks](#)”, *Working Paper Series*, No 2875, ECB, 2023. The model includes HICP, HICPX, HICP services, real GDP, world GDP, PMI output, PMI supplier delivery times and the Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI) from Benigno, G., di Giovanni, J., Groen, J.J.J. and Noble, A.I., “[The GSCPI: A New Barometer of Global Supply Chain Pressures](#)”, *Staff Reports*, No 1017, Federal Reserve Bank of New York, May 2022, as well as oil prices, oil production, gas prices, farm gate prices, total producer prices, producer prices in the energy and intermediate goods sectors, the EUR/USD exchange rate, and compensation per employee. The historical decomposition of NEIG inflation is constructed using the decompositions of HICPX inflation and services inflation and the corresponding HICP weights.

Chart B

Historical decomposition of services inflation and NEIG inflation

(percentage points and percentage point contributions in deviations from the mean implied by the model and initial conditions)



Sources: Eurostat, Haver and ECB calculations.

Notes: The panels show the pointwise mean contribution of structural shocks to services inflation and NEIG inflation in deviation from the impact of initial conditions and the mean. The model is based on a quarterly version of the structural BVAR in Bańbura, M., Bobeica, E. and Martínez Hernández, C., "What drives core inflation? The role of supply shocks", *Working Paper Series*, No 2875, ECB, 2023. The estimation sample is from the fourth quarter of 1996 to the fourth quarter of 2024.

The recently strongly positive inflation gap implies that the relative price level of services over goods is converging to the pre-pandemic trend (Chart C).

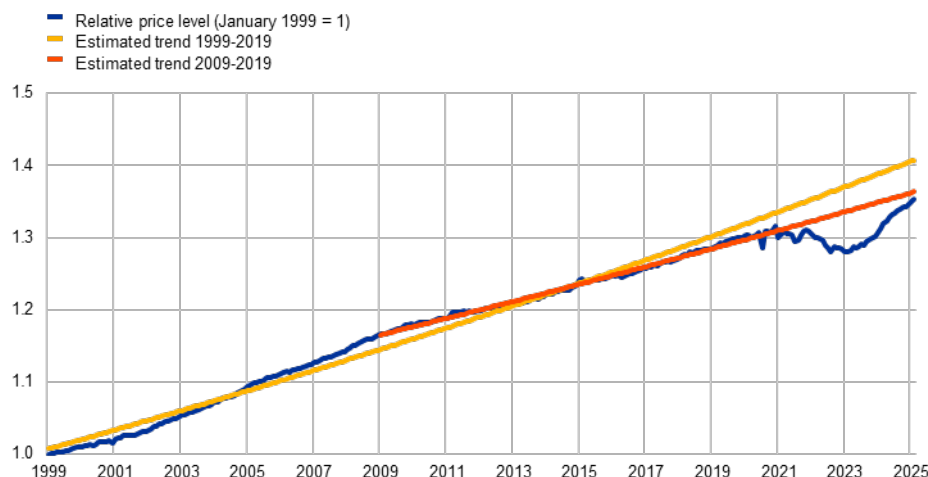
Between 2021 and mid-2023, the relative price level of services over NEIG moved to well below long-term trends. By February 2025 this deviation had grown to around 3.9% below the trend estimated over the period 1999-2019. Relative prices vis-à-vis the trend provide an additional perspective to assessing inflation rates vis-à-vis longer-term inflation averages, as the latter may not be a reliable benchmark for future developments. For instance, the below-target "low inflation" period led to a pre-pandemic longer-term average for core inflation of just 1.6%, while currently available projections see core inflation settling at around 2.0% over the years ahead. Looking at the convergence of the relative price level to trend has the advantage that, in principle, it does not depend on a specific assumption for the core inflation rate. Unless the shocks of past years have led to a permanent shift in preferences and productivity, the relative price level can be expected to converge to its pre-pandemic trend, at least over the medium term. The recent evolution of the gap points to an almost symmetrical unwinding of the build-up to mid-2023.⁴

⁴ Amatyakul, P., Igan, D. and Lombardi, M.J., "Sectoral price dynamics in the last mile of post-Covid-19 disinflation", *BIS Quarterly Review*, Bank for International Settlements, March 2024, provide econometric estimates of such "error correction" for advanced economies (euro area, United States and United Kingdom), suggesting convergence to trend within around two years.

Chart C

Relative price of services over NEIG

(ratio of price level indices: January 1999 = 1)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: The chart shows price developments in services relative to those for NEIG. The data are seasonally adjusted. The latest observation is for February 2025. Trends are estimated by regressing the logarithm of the relative price level on a constant and a linear trend.

Future trends in relative prices are surrounded by a large degree of uncertainty as these depend on structural factors related to global trends, digitalisation, demographics and climate change. For instance, deglobalisation due to geopolitical and trade fragmentation could push up prices of tradable goods.⁵ Digitalisation and developments in artificial intelligence (AI) could affect services and goods prices differently.⁶ The size of the overall effect remains uncertain and depends on how quickly these technologies are adopted in the production process. Demographic trends, such as ageing, could lead to stronger demand for services and push up prices by affecting wage costs in the comparatively labour-intensive services sector. Climate change and related mitigation measures could affect goods and services prices to different extents, both via exposure to sector-specific consequences of climate change and via exposure to sector-specific mitigation policies, such as higher carbon taxes as part of the energy transition.⁷

⁵ For an overview, see Attinasi, M.G. et al., “[Navigating a fragmenting global trading system: insights for central banks](#)”, *Occasional Paper Series*, No 365, ECB, 2024.

⁶ For the United States, Gazzani, A.G. and Natoli, F., “[The Macroeconomic Effects of AI-based Innovation](#)”, SSRN, December 2024, find a negative effect of AI innovation on goods prices and a positive but non-significant effect on services prices. The downward effect on goods prices is driven by a decline in prices of durable and high-tech goods.

⁷ For an analysis of physical risks to euro area inflation rates, see Ciccarelli, M., Kuik, F. and Martínez Hernández, C., “The asymmetric effects of temperature shocks on inflation in the largest euro area countries”, *European Economic Review*, Vol. 168, September 2024.

Insights from banks and firms on euro area credit conditions: a comparison based on ECB surveys

Prepared by Maria Dimou, Annalisa Ferrando, Petra Köhler-Ulbrich and Judit Rariga

This box provides a comprehensive assessment of survey data on bank lending to euro area firms from the perspective of banks and firms. The [euro area bank lending survey](#) (BLS) and the [survey on the access to finance of enterprises](#) (SAFE) are long-standing surveys that provide qualitative information on credit supply and demand and interaction between them.¹ Both surveys offer important early indications of future trends in loan volumes and provide information on factors driving loan supply and demand. The BLS focuses on bank lending conditions, including their interactions with alternative sources of financing, as assessed by banks. The SAFE provides more detailed insights, based on the answers of firms, into the broader capital structure of firms. By combining findings from both the BLS and the SAFE, the surveys complement hard data on lending volumes and interest rates and enhance the interpretation of financial and economic conditions within the euro area.²

BLS credit standards and SAFE bank loan availability are conceptually closely related, and these evolve similarly (Chart A). Banks' assessment of their credit standards (i.e. their loan approval criteria) in the BLS has broadly co-moved with firms' perceptions of the availability of bank loans in the SAFE over the history of the two surveys. Still, in 2015-22 firms indicated a net improvement in bank loan availability, while banks' assessments showed a more contained net easing of credit standards, with net percentages fluctuating around zero. Such differences in net percentages between BLS credit standards and SAFE bank loan availability signal differences between the risk assessments of banks and firms, indicating a stronger focus on credit risk among banks. Differences can also arise from changes in the composition of banks' exposures to firms with specific risk profiles. More recently, during the monetary policy tightening cycle in 2022-23, both surveys showed a substantial tightening in credit supply, followed by a more moderate tightening over

¹ For the BLS, see the article entitled "[Happy anniversary, BLS – 20 years of the euro area bank lending survey](#)", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2023. For 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. The BLS is representative of euro area bank lending to firms and households, while the SAFE is representative of the overall population of firms in the euro area. The BLS has been conducted at a quarterly frequency since its inception in 2003. The SAFE, initiated in 2009 with a semi-annual schedule, transitioned to a quarterly frequency in the first quarter of 2024. This allows it to be effectively compared with the BLS. Both surveys are qualitative and ask banks/firms about changes in credit supply and demand. The analysis focuses on "net percentages", defined as the difference between the share of banks or firms reporting a tightening/an increase and the share of those reporting an easing/a decrease. Therefore, net percentages should not be interpreted as being equivalent to growth rates, but rather as indications of the direction of changes.

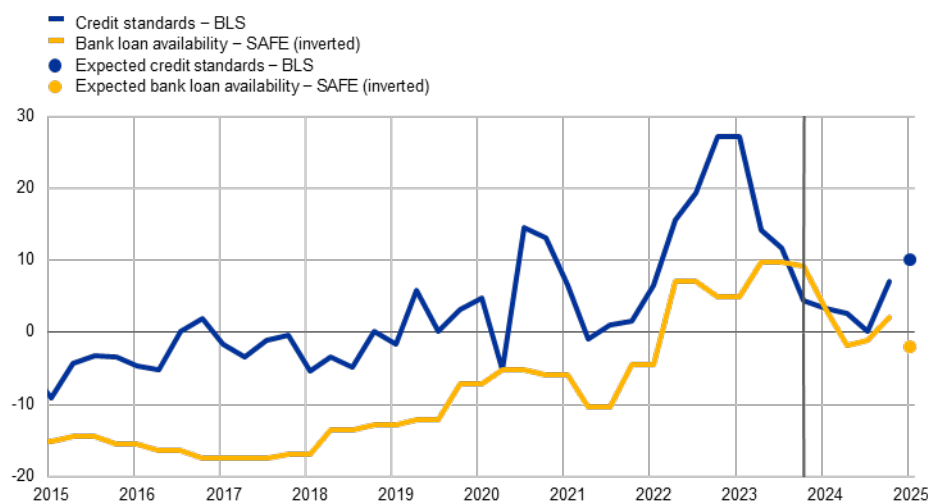
² For the BLS, see the box entitled "[What information does the euro area bank lending survey provide on future loan developments?](#)", *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2022, and Altavilla, C., Darracq Paries, M. and Nicoletti, G., "Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 109, 2019. For the SAFE, see the box entitled "[Firms' access to finance and the business cycle: evidence from the SAFE](#)", *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2022, and the box on "[Corporate vulnerabilities as reported by firms in the SAFE](#)", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2024.

the first three quarters of 2024. In the fourth quarter of 2024, euro area banks indicated a renewed net tightening of their credit standards for firms in the BLS, which was echoed by firms reporting a renewed deterioration in bank loan availability in the SAFE.

Chart A

Changes in credit standards and bank loan availability for firms

(net percentages of banks reporting a tightening and net percentages of firms reporting a deterioration)



Sources: ECB (BLS), ECB and European Commission (SAFE) and ECB calculations.

Notes: For the BLS a positive value represents a net tightening of credit standards; for the SAFE a positive value represents a net decrease in bank loan availability. SAFE figures are inverted. The dots refer to expectations over the next three months (BLS and SAFE). The vertical line marks the fourth quarter of 2023, the period as of which results are directly comparable between the surveys on a quarterly basis.

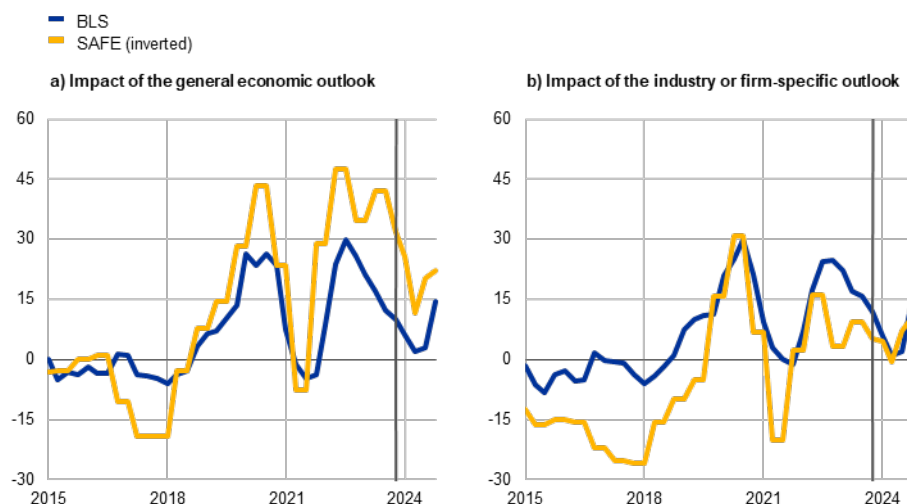
In both surveys, the general economic and firm-specific outlook are key drivers of credit standards and bank loan availability (Chart B).

Banks and firms assess the impact of the general economic outlook on credit supply in a very similar way, closely linked to the cyclical swings in the euro area economy (Chart B, panel a). Banks' and firms' assessment of the impact of the industry or firm-specific outlook on credit supply also follows similar dynamics, but with firms reporting their own situation as tending to have a more positive impact on bank loan availability than is reported by banks (Chart B, panel b). This could be due to firms potentially focusing more on their long-term creditworthiness, while banks may concentrate more on the forward-looking assessment of credit risks for the industry and firms' balance sheets. In the fourth quarter of 2024, both banks and firms mentioned the general economic outlook and the firm-specific outlook as important factors reducing the availability of bank loans.

Chart B

Impact of selected factors on credit standards and bank loan availability

(net percentages of banks reporting a tightening impact and net percentages of firms reporting a negative impact)



Sources: ECB (BLS), ECB and European Commission (SAFE) and ECB calculations.

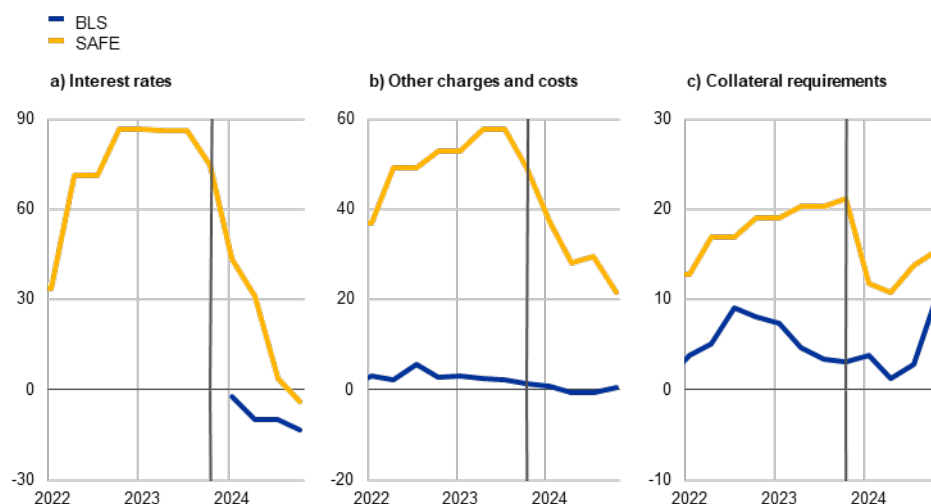
Notes: See notes to Chart A. In panel b), the BLS indicator refers to the industry and firm-specific outlook, while the SAFE indicator refers to firms' sales and profitability or business plans.

Price and non-price terms and conditions on loan contracts contribute to the understanding of credit dynamics, reflecting the interaction of loan supply and demand (Chart C). Terms and conditions can change owing to changes in interest rates, changes in financing costs other than interest rates – such as charges, fees and commissions – or through other non-price terms and conditions, such as collateral requirements. In the fourth quarter of 2024 both banks and firms reported that the decrease in interest rates was accompanied by a tightening in collateral requirements. Moreover, firms reported that financing costs other than interest rates continued to have a net tightening effect, while banks assessed their non-interest charges as being broadly unchanged.

Chart C

Changes in terms and conditions for loans to firms

(net percentages of banks and firms respectively reporting an increase or a tightening)



Sources: ECB (BLS), ECB and European Commission (SAFE) and ECB calculations.

Notes: For both the BLS and SAFE, a positive value is a net increase in interest rates or other charges and costs, or a net tightening of collateral requirements. Interest rates in the BLS refer to lending rates, which have been included since the first quarter of 2024. Other charges and costs are non-interest rate charges reported in the BLS and other financing costs reported in the SAFE. See Chart A for details of the vertical line.

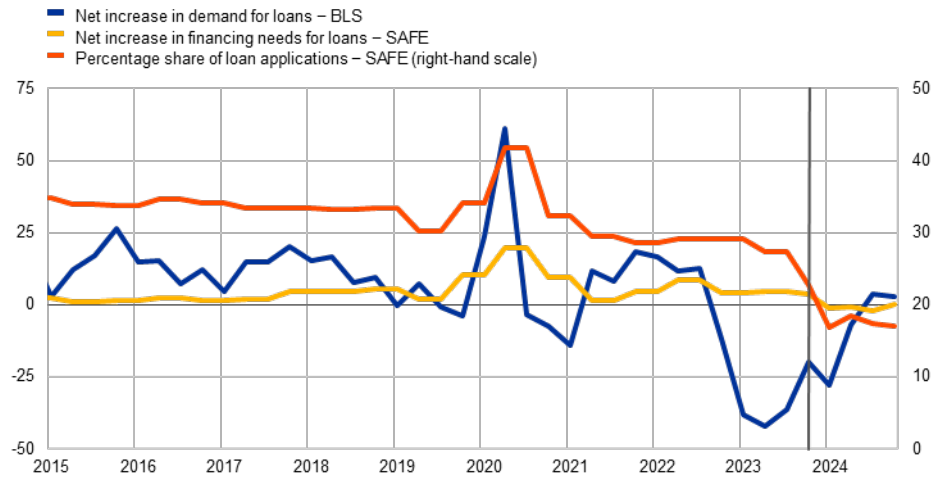
Firms' demand for bank loans in the BLS captures changes in demand as observed by banks, which are highly cyclical, whereas the SAFE reports the overall changes in firms' need for bank loans to run their business, which are less cyclical (Chart D). In the BLS, the demand for bank loans refers to firms' bank loan financing needs as observed by banks, regardless of whether these needs ultimately result in a loan.³ In the SAFE, firms' financing needs for bank loans reflect their own perceptions and assessment of their external financing requirements, which may not always lead to firms approaching a bank for a loan. Therefore, the SAFE indicator captures both the financing needs observed by banks and those that might otherwise go unnoticed, such as those of firms without any bank contact or those of discouraged borrowers. Another SAFE indicator provides information on the share of firms that applied for bank loans. Historically the BLS demand indicator has been more cyclical than the demand measures from the SAFE, which might be due to differences in how banks and firms assess demand. Banks might be more focused on the assessment of firms' loan demand in the context of the general economic situation and business outlook, whereas firms focus more on their operations and business opportunities. Still, indicators from both surveys have pointed to a persistent weakness in loan demand from the end of 2022 until the fourth quarter of 2024, despite declining interest rates.

³ Based on their regular contacts with their existing corporate clients, banks in the BLS develop an assessment of the changes in firms' financing needs, even when these firms are not reaching out to them. This is also reflected in banks' replies on, for instance, the impact of alternative sources of financing on firms' loan demand. In addition, banks may receive further signals from potential new clients, if these firms reach out to the banks.

Chart D

Changes in BLS loan demand and bank loan financing needs and applications in the SAFE

(left axis: net percentages, right axis: percentages)



Sources: ECB (BLS), ECB and European Commission (SAFE) and ECB calculations.

Notes: On the left axis, for the BLS, a positive value is a net increase in loan demand at the bank; for the SAFE, a positive value is a net increase in firms' need for bank loans. On the right axis, the percentages show the proportion of firms that applied for a bank loan relative to all firms for which bank loans are a relevant source of finance. See the notes to Chart A for details of the vertical line.

Overall, the BLS and SAFE results enrich the analysis of lending dynamics by providing additional insights through the lenses of banks and firms.

Consequently, the surveys also enhance the interpretation of financial and economic conditions within the euro area. Concerning the most recent developments, in the fourth quarter of 2024 the BLS and the SAFE consistently signalled a renewed tightening in bank credit supply to firms in the euro area, which appeared to be driven by higher credit risks. In addition, banks and firms reported still muted demand developments.

Liquidity conditions and monetary policy operations from 23 October 2024 to 4 February 2025

Prepared by Samuel Bieber and Vladimir Tsonchev

This box describes the Eurosystem liquidity conditions and monetary policy operations in the seventh and eighth reserve maintenance periods of 2024.

Together, these two maintenance periods ran from 23 October 2024 to 4 February 2025 (the “review period”).

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

Liquidity provision decreased, owing to lower Eurosystem holdings under the asset purchase programme (APP) and the pandemic emergency purchasing programme (PEPP), as a result of the discontinuation of reinvestments under the APP at the beginning of July 2023 and only partial reinvestments under the PEPP from the beginning of July 2024. Reinvestments under the PEPP were fully discontinued at the end of December 2024. The decline in liquidity provision also reflected the maturing of the last operation under the third series of targeted longer-term refinancing operations (TLTRO III) on 18 December 2024. It 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 €39 billion to €1,423 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 €1 billion to €164 billion, having only a marginal effect on the change in aggregate liquidity needs.

Liquidity-absorbing autonomous factors increased by €54 billion over the review period, owing mainly to a rise in other autonomous factors. On average, net other autonomous factors grew by €54 billion. This was primarily due to an increase in the revaluation accounts, as a result of higher gold prices, that was more than offset by the corresponding rise in net foreign asset holdings (see the paragraph on liquidity-providing autonomous factors below). Government deposits fell by €7 billion to €111 billion. The overall decrease in this item since 2022 reflects the normalisation of cash buffers held by national treasuries as well as changes in the remuneration of government deposits with the Eurosystem that made it financially more attractive to place funds in the market. The average value of banknotes in circulation rose by €7 billion over the review period to €1,569 billion. Banknote demand continues to be broadly stable after peaking in July 2022.

Liquidity-providing autonomous factors rose by €93 billion, owing primarily to an increase in net foreign assets of €71 billion. This rise in net foreign asset

holdings was driven mainly by an increase in gold prices and in foreign currency claims on non-euro area residents. Net assets denominated in euro grew by €22 billion over the review period.

Table A
Eurosystem liquidity conditions

Liabilities

(averages; EUR billions)

	Current review period: 23 October 2024-4 February 2025						Previous review period: 24 July-22 October 2024	
	Seventh and eighth maintenance periods		Seventh maintenance period: 23 October-17 December 2024		Eighth maintenance period: 18 December 2024-4 February 2025		Fifth and sixth maintenance periods	
Liquidity-absorbing autonomous factors	2,739	(+54)	2,725	(+23)	2,756	(+31)	2,686	(+45)
Banknotes in circulation	1,569	(+7)	1,563	(+3)	1,577	(+13)	1,563	(+8)
Government deposits	111	(-7)	114	(-3)	107	(-7)	118	(+1)
Other autonomous factors (net) ¹⁾	1,059	(+54)	1,047	(+23)	1,072	(+25)	1,005	(+37)
Current accounts above minimum reserve requirements	6	(-1)	5	(-1)	7	(+2)	7	(+1)
Minimum reserve requirements²⁾	164	(+1)	163	(+0)	164	(+1)	162	(+1)
Deposit facility	2,917	(-115)	2,928	(-61)	2,904	(-24)	3,032	(-139)
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, 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: 23 October 2024-4 February 2025						Previous review period: 24 July-22 October 2024	
	Seventh and eighth maintenance periods		Seventh maintenance period: 23 October-17 December 2024		Eighth maintenance period: 18 December 2024-4 February 2025		Fifth and sixth maintenance periods	
Liquidity-providing autonomous factors	1,480	(+93)	1,437	(+30)	1,528	(+91)	1,386	(+68)
Net foreign assets	1,170	(+71)	1,146	(+22)	1,198	(+53)	1,099	(+54)
Net assets denominated in euro	309	(+22)	292	(+8)	330	(+38)	287	(+14)
Monetary policy instruments	4,346	(-154)	4,384	(-69)	4,303	(-81)	4,501	(-160)
Open market operations	4,346	(-154)	4,384	(-69)	4,303	(-81)	4,501	(-160)
Credit operations	40	(-37)	50	(-7)	28	(-22)	76	(-58)
- MROs	10	(+5)	9	(+1)	11	(+2)	5	(+1)
- Three-month LTROs	14	(+5)	12	(+1)	17	(+6)	10	(+2)
- TLTRO III	16	(-46)	29	(-9)	0	(-29)	62	(-61)
Outright portfolios ¹⁾	4,306	(-118)	4,334	(-62)	4,275	(-59)	4,424	(-102)
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. MRO stands for main refinancing operation, LTRO for longer-term refinancing operation 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: 23 October 2024-4 February 2025						Previous review period: 24 July-22 October 2024	
	Seventh and eighth maintenance periods		Seventh maintenance period: 23 October-17 December 2024		Eighth maintenance period: 18 December 2024-4 February 2025		Fifth and sixth maintenance periods	
Aggregate liquidity needs¹⁾	1,423	(-39)	1,451	(-7)	1,392	(-59)	1,462	(-22)
Net autonomous factors²⁾	1,260	(-40)	1,288	(-7)	1,228	(-60)	1,300	(-23)
Excess liquidity³⁾	2,923	(-116)	2,933	(-62)	2,911	(-22)	3,039	(-138)

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: 23 October 2024-4 February 2025				Previous review period: 24 July-22 October 2024			
	Seventh maintenance period: 23 October-17 December 2024		Eighth maintenance period: 18 December 2024-4 February 2025		Fifth maintenance period: 24 July-17 September 2024		Sixth maintenance period: 18 September-22 October 2024	
MROs	3.40	(-0.25)	3.15	(-0.25)	4.25	(+0.00)	3.65	(-0.60)
Marginal lending facility	3.65	(-0.25)	3.40	(-0.25)	4.50	(+0.00)	3.90	(-0.60)
Deposit facility	3.25	(-0.25)	3.00	(-0.25)	3.75	(+0.00)	3.50	(-0.25)
€STR	3.16	(-0.25)	2.92	(-0.25)	3.66	(+0.00)	3.41	(-0.25)
RepoFunds Rate Euro	3.23	(-0.26)	2.97	(-0.26)	3.73	(+0.01)	3.49	(-0.24)

Sources: ECB, CME Group and Bloomberg.

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

Liquidity provided through monetary policy instruments

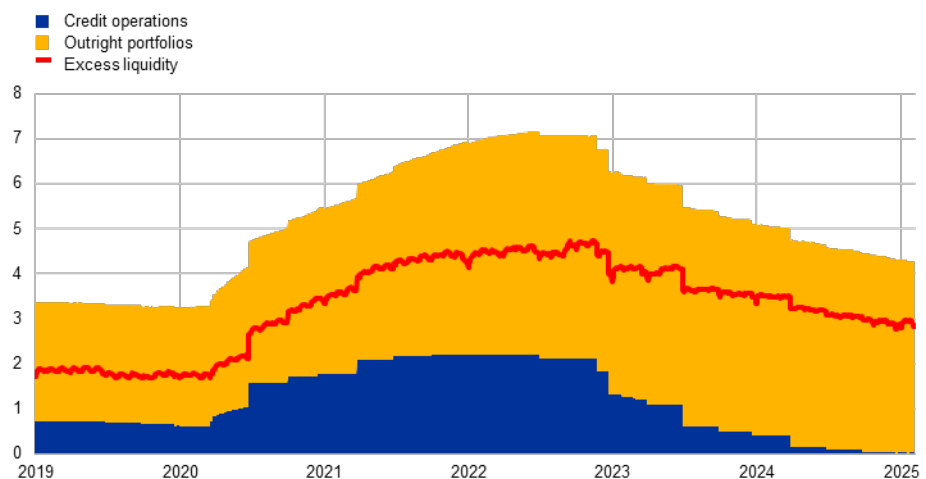
The average amount of liquidity provided through monetary policy instruments decreased by €154 billion to €4,346 billion over the review period (Chart A).

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 4 February 2025.

The average amount of liquidity provided through outright portfolio holdings decreased by €118 billion to €4,306 billion over the review period. This decline was due to the maturing of APP holdings and to the only partial reinvestments under

the PEPP between 1 July and 31 December 2024, after which all reinvestments were discontinued.¹

The average amount of liquidity provided through credit operations fell by €37 billion to €40 billion over the review period. This decrease largely reflects the reduction in outstanding TLTRO III amounts following the maturing of the last operation under TLTRO III on 18 December 2024 (€29 billion). The average outstanding amounts of three-month longer-term refinancing operations (LTROs) and main refinancing operations (MROs) both increased by €5 billion. Banks' relatively limited participation in these regular operations, despite the sizeable 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 €116 billion over the review period to stand at €2,923 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 and the liquidity needed by banks to cover their minimum reserves. After peaking at €4,748 billion in November 2022, excess liquidity has steadily declined, falling to below €3,000 billion over the review period.

Interest rate developments

In the review period the Governing Council twice cut the three key ECB interest rates – in particular the deposit facility rate, through which it steers the monetary policy stance – by 25 basis points. The rates on the deposit facility, MROs and the marginal lending facility thus stood at 2.75%, 2.90% and 3.15% respectively immediately after the end of the review period.

The average euro short-term rate (€STR) over the review period reflected the ECB's rate cuts, while maintaining a negative spread with the deposit facility rate. On average, the €STR was 8.4 basis points below the deposit facility rate over the review period, compared with an average of 8.7 basis points in the fifth and sixth maintenance periods of 2024. The pass-through of policy rate changes to unsecured money market rates was complete and immediate.

The average euro area repo rate, as measured by the RepoFunds Rate Euro index, remained closer to the deposit facility rate than to the €STR. On average, the repo rate was 2.6 basis points below the deposit facility rate over the review period, compared with 1.6 basis points in the fifth and sixth maintenance periods of 2024. The relatively tight spread between repo rates and the deposit facility 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.

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's APP and PEPP holdings. Another factor contributing to the upward pressure on repo rates was higher demand from leveraged investors to finance long positions in bonds. The pass-through of the policy rate changes to repo rates was also smooth and immediate.

Artikel

1 Developments in the recent euro area house price cycle

Prepared by Christian Höynck, Moreno Roma and Kathinka Schlieker

1 Introduction

Developments in house prices play an important role in the economic and monetary analyses conducted by central banks. Notably, they are indicative of the strength of monetary policy transmission and of household balance sheet positions. Residential property prices, in conjunction with financing conditions, affect the affordability of housing and this can have knock-on effects for, among other things, construction activity and the rental market. This article reviews developments in the recent house price cycle in the euro area to better understand the possible implications for the economy.

House price cycles typically follow a boom-bust pattern but can display marked differences in their underlying triggers and drivers. Assessing house price cycles in relation to business cycles only offers a partial perspective. While there is a fair degree of coherence between residential property price and real GDP cycles (Chart 1), the former tends to be longer and have a larger amplitude. Higher volatility associated with boom-bust patterns suggests a larger role for expectations (including speculation) in house price cycles in addition to fundamentals such as income and demand that govern both residential property price and real GDP cycles.¹ Moreover, the degree of synchronicity across countries is lower for house price cycles than real GDP cycles, suggesting that a euro area house price cycle can reflect many country-specific influences.² Therefore, this article focuses on stylised facts and broad drivers of house price cycles that are visible at the euro area-wide level.

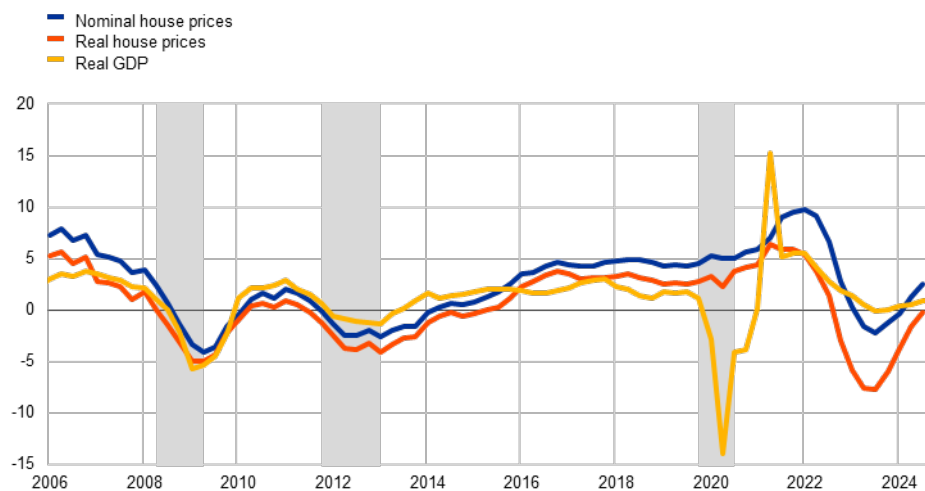
¹ The ECB [Consumer Expectations Survey](#) (CES) shows an increase in house price expectations before the most recent peak in house prices. The role of expectations and possible exuberance are in line with the theory that housing is held as an asset for which the value should appreciate over time. Asset pricing theory is a common concept used to assess house price developments. See, for instance, the box entitled “[The impact of rising mortgage rates on the euro area housing market](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2022.

² See “[Real and financial cycles in EU countries: stylised facts and modelling implications](#)”, *Occasional Paper Series*, No 205, ECB, January 2018.

Chart 1

Real GDP, nominal and real house prices in the euro area

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, ECB and ECB staff calculations.

Notes: Grey areas delimit recessions, as identified by the Centre for Economic Policy Research Euro Area Business Cycle Dating Committee. Real house prices are nominal house prices deflated by the GDP deflator. The latest observations are for the third quarter of 2024 for nominal and real house prices and for the fourth quarter of 2024 for real GDP.

2 Recent house price dynamics compared with previous house price cycles

The recent downturn in euro area house prices was relatively mild and short-lived. Data for the third quarter of 2024 suggest that the house price cycle has safely moved past its trough and the level of house prices has already recovered to that of the previous peak observed in the third quarter of 2022. This recovery has been much faster than those following the global financial crisis (GFC) and the sovereign debt crisis (SDC) (Chart 2, panel a). In retrospect, the peak-to-trough part of the cycle saw a cumulative decline of 3% over one and a half years, which was shallower and shorter than the almost 5% cumulative decline recorded over two years during the GFC and the SDC.³ The relatively limited “bust” in house prices stands out compared with previous cycles, as the run-up to the peak in 2022 had been accompanied by estimated residential property price valuations relative to fundamentals that exceeded those observed at the peaks during the GFC and the SDC (Chart 2, panel b).⁴

³ In real terms, the cumulative decline in the most recent house price cycle was around 10% when adjusting house prices to developments in the GDP deflator (compared with 6% during the GFC and 8% during the SDC) or to developments in the HICP inflation indicator (compared with 7% during the GFC and 9% during the SDC). Real house prices can be seen as accounting for changes in purchasing power and therefore they can approximate changes in affordability, which is useful in the analysis of longer-term house price trends. That said, the strong surge in the general inflation cycle was initially accompanied by losses in purchasing power, as it took a while for these losses to be recouped through higher nominal wage growth.

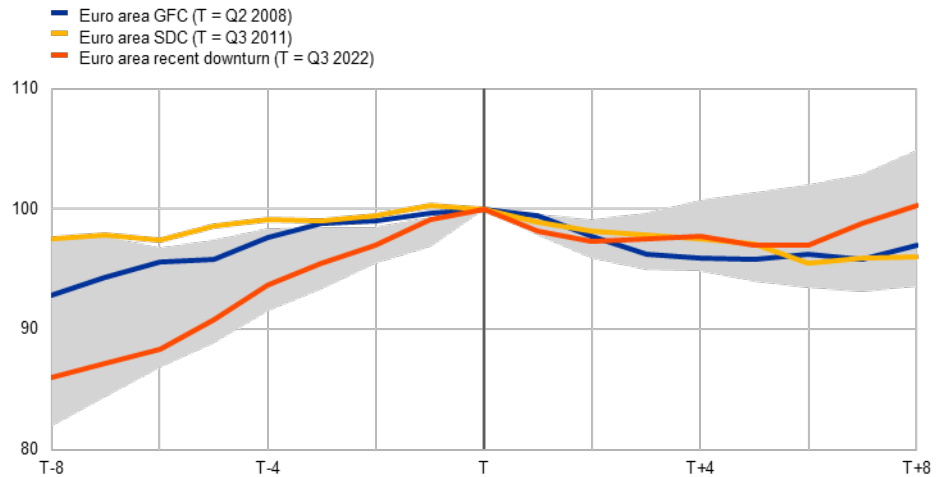
⁴ Estimates of house price over/undervaluation are surrounded by uncertainty and there can be large differences between different measures in terms of levels and developments. For instance, measuring the overvaluation based on real house prices suggests that the correction has now already taken place.

Chart 2

Comparison of nominal house price developments and valuations around peaks

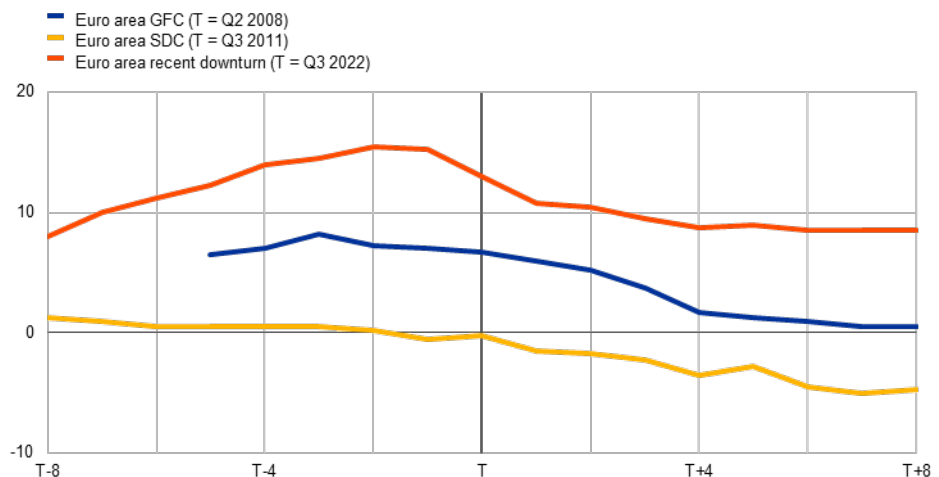
a) Nominal house price developments

(index, peak (T) = 100)



b) Valuations around peaks

(percentages of over- and undervaluation)



Sources: ECB, Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: The shaded area denotes the interquartile range of house price developments around peaks for all individual euro area countries and the aggregate. The identification of house price cycles is based on the Bry-Boschan algorithm with a minimum length of five quarters per cycle and two quarters for up- and downturns. Note that the build-up phase before the peak of the sovereign debt crisis (SDC) is also the post-peak phase of the global financial crisis (GFC). For Panel b), the lines refer to the average of the estimates based on four different valuation methods, as regularly reported in Chart 3.12 of the [ESRB risk dashboard](#). The latest observations are for the third quarter of 2024.

Disaggregation of euro area house price growth into different characteristics can provide additional insight into the features of the recent house price cycle.

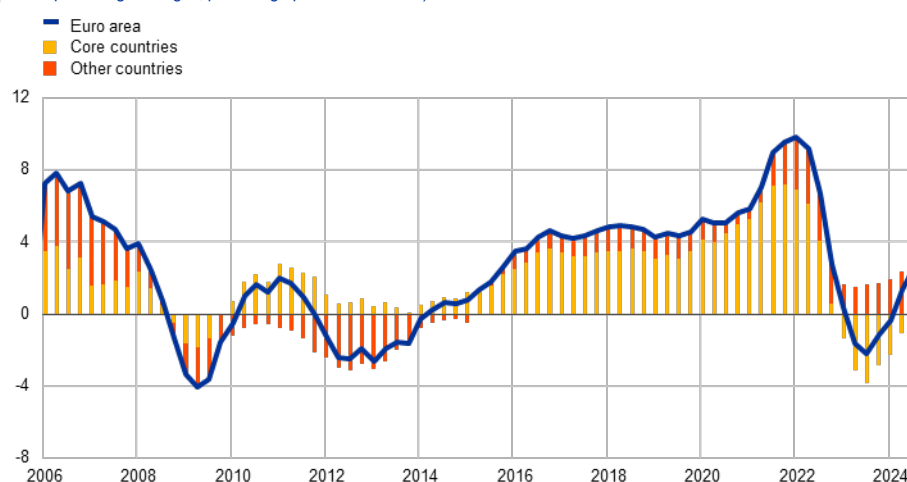
While euro area-wide house price dynamics during the GFC and the SDC were largely explained by what, at the time, was called “periphery” countries, recent dynamics were much more strongly driven by “core” countries (Chart 3), and in particular by Germany with its high weight in aggregate house prices. With only 12 of the euro area countries experiencing a decline in prices, the latest cycle was less pervasive than that during the GFC where all but one country experienced a downturn. The change in country composition of euro area-wide dynamics could

point to a rotation of boom-busts in combination with an overall broad trend of rising house prices. For some countries, the shift to a more favourable interest rate environment after the introduction of the euro led to a boom-bust cycle that took quite some time to clean up and recover from (as in the case of Spain). During the low interest rate period following the GFC and the SDC, it was mainly other, previously less affected countries that saw their housing markets react to favourable financing conditions, with them eventually seeing a correction of exuberant price dynamics (as in the case of Germany).

Chart 3

Contributions to euro area house price growth by subgroups of countries

(annual percentage changes, percentage point contributions)



Sources: Eurostat, ECB and ECB staff calculations.

Notes: Eurostat's series for individual countries have different starting dates. Previous to that starting date, the series are backcasted based on growth rates from an ECB series. The bars represent percentage point contributions to the euro area growth rate based on GDP weights. Germany, France, the Netherlands, Austria, Belgium, Luxembourg and Finland are classified as belonging to the group of "core" countries, those countries classified under "Other countries" broadly speaking saw a more pronounced house price cycle during the GFC and the SDC. The latest observations are for the third quarter of 2024.

The recent house price cycle saw more balanced developments between house prices in capital cities and the average house price in their respective countries.

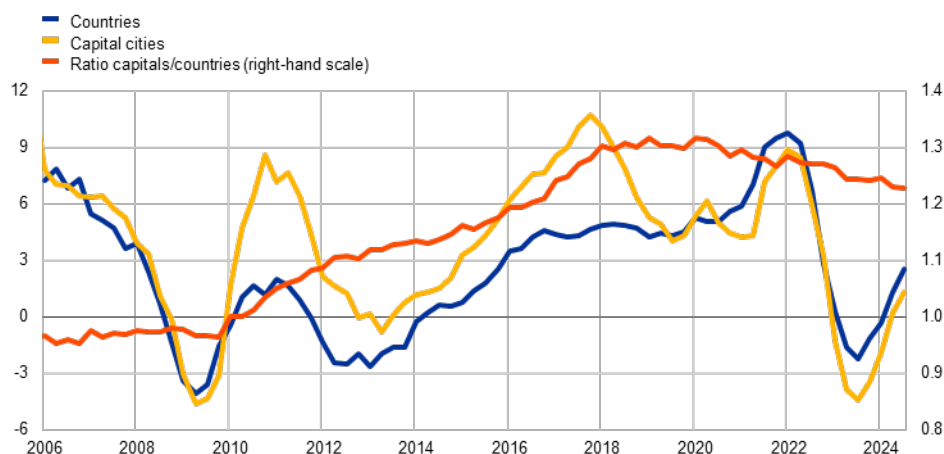
Up until the pandemic, house prices in capital cities had a history of growing more strongly than in their respective countries as a whole. At the same time, there was more acceleration and deceleration in the house price dynamics of capital cities (Chart 4). These differences are consistent with the notion that "location" is a key element in house prices and that dynamics are more buoyant in supply constrained markets. A larger share of affluent buyers and a perception of reliable resale values in good locations such as capitals can amplify price movements driven by fundamentals, expectations or speculation as compared with other locations. At the end of 2019, house prices in capital cities were 71% higher than during the pre-GFC period in early 2006, as compared with 28% for the euro area aggregate. The most recent house price cycle has somewhat realigned these relative dynamics, with house prices in euro area capital cities witnessing slower price dynamics than the euro area country average. This could reflect the already high and possibly less affordable price levels in capital cities but, more likely, also the specific and reinforcing impact of the pandemic and its implications for remote

working that allowed workers to live further away from their offices and in less expensive locations.⁵

Chart 4

Nominal residential property prices for the euro area and a synthetic euro area aggregate of capital cities

(annual percentage changes, ratio 2010 Q1 = 1)



Sources: ECB, Eurostat, Bank for International Settlements and national sources, ECB staff calculations.

Notes: The country average refers to Eurostat's euro area series. The euro area synthetic aggregate series for capital cities is a weighted average based on GDP weights. The aggregate includes Belgium, Germany, Estonia, Ireland, Spain, France, Italy, the Netherlands, Austria Slovenia and Finland. The latest observations are for the third quarter of 2024.

House price dynamics in the recent cycle reflected particularly buoyant developments in the prices of existing dwellings.

These dwellings account for the bulk of housing transactions and their prices therefore typically define the shape of the overall house price cycle. At the peak of the cycle, the annual growth rate of prices for existing dwellings was half a percentage point higher than that of new dwellings and at the trough it was around 6 percentage points lower, a larger difference than that which had been observed in the GFC and – in particular – the SDC cycles (Chart 5). This likely reflects the long duration of the housing market upturn that may, towards its end, have increasingly been facing supply constraints for new dwellings, making buyers increasingly turn to existing properties. This was then reinforced during the pandemic when construction activity slumped and, at the same time, buyers were looking for dwellings that implied an upgrade in terms of square meters which could be situated in locations with hitherto lower price levels.⁶ Once the exuberance element in buying existing dwellings had faded and energy costs became a more relevant element in the type of preferred housing, prices for existing dwellings dwindled much faster than those for new dwellings. The latter's unwinding was also more constrained, as there were limits to lowering prices in view

⁵ This is confirmed by OECD relocation data available until the fourth quarter of 2022 (most countries only show up to the fourth quarter of 2021), illustrating a shift in demand away from metropolitan centres to suburbs in close proximity to metropolitan centres (reduction in the price-to-distance-gradient) or to small cities (however not necessarily to rural areas as such). See [“Expanding the doughnut? How the geography of housing demand has changed since the rise of remote work with COVID-19”](#), *OECD Regional Development Papers*, OECD, 11 October 2023.

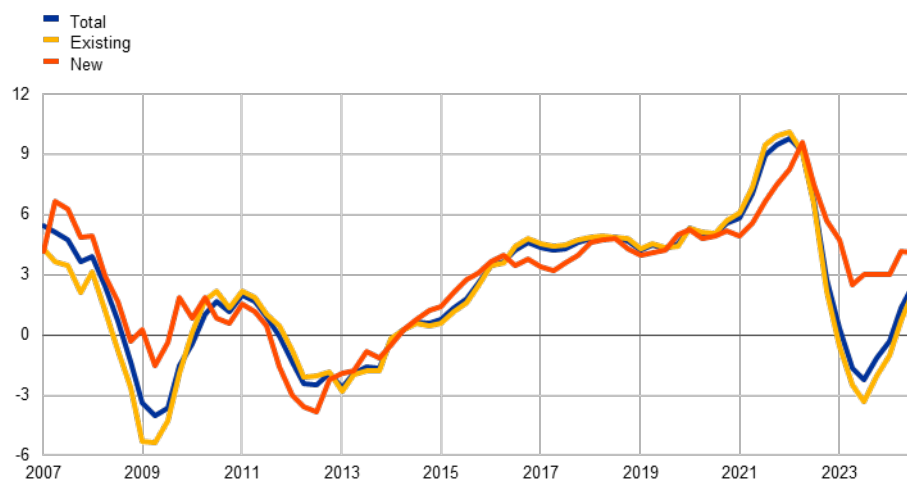
⁶ See the box entitled [“The impact of rising mortgage rates on the euro area housing market”](#), *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2022. Eurostat's data on housing and living conditions suggest that the rate of housing cost overburden was larger in cities than rural areas in recent years, and that there was a temporary increase in the share of people living in overcrowded homes during the pandemic years.

of the high construction costs under which new dwellings had been built in recent years.

Chart 5

Euro area residential property prices by types of dwelling

(annual percentage changes)



Sources: ECB, Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: Eurostat's euro area series for new and existing dwellings only starts in the fourth quarter of 2009. Data for the period prior to this are based on backcasting with growth rates from a GDP-weighted country aggregation, including Germany, France, Spain, the Netherlands, Belgium, Estonia, Greece, Croatia, Latvia, and Lithuania. The latest observations are for the third quarter of 2024.

The stylised facts indicate that the recent house price cycle was different from those during the GFC and the SDC. The price boom appears to have been broader based across categories and may reflect the fact that increases had also extended to less central locations or to less modern dwellings, particularly in relation to pandemic-related shifts in preferences. This implies that the boom may have come with less financial stretching and exposure of buyers than at other times and that this helped to contain the subsequent bust (Section 3). Ultimately, the price correction unwound the additional surge in prices in the aftermath of the pandemic but left the sustained increases recorded in pre-pandemic years in these price levels. The busts during the GFC and SDC cycles had implied relatively more erosion of previous multi-year price gains.

3 Key factors shaping the recent house price cycle

Model-based analysis suggests that, generally speaking, the largest driver in boom-bust house price cycles is the demand factor. The model used in Box 1 identifies housing-specific demand shocks as the main drivers of the house price downturns during the GFC and SDC cycles, but not during the latest downturn. Instead, aggregate supply shocks related to energy price shocks and pandemic-related supply disruptions had a relatively larger impact. Contrary to past cycles, the model also sees monetary policy more noticeably contributing to the recent downturn than the past declines in house prices. This is consistent with the profound change from a long period of low mortgage interest rates to a period of steep tightening of

financing conditions and possible non-linear effects emanating from such a change.⁷ Decompositions of house price developments into originating shocks can be a starting point for an assessment of driving factors but they are naturally model-specific, depending on the selection of variables and shocks and how these shocks are identified. Assessing house price cycles therefore also benefits from a model-free discussion of pertinent groups of factors and indicators.⁸

Demand factors go some way towards explaining the recent house price cycle.

Looking beyond the short-lived constraints in activity during the lockdown of the pandemic period, growth in housing investment and transactions point to a period of sustained strong housing demand in the run-up to the recent house price boom (Chart 6, panel a). This is also reflected in the continued rise of intentions to purchase or build a home to levels not seen since the introduction of the euro. Indeed, the pandemic period appears to have ultimately coincided with an additional boost in demand, likely related to housing relocations in times of an increased preference for remote working.⁹ This is in line with a large shock in preferences that some models identify for the pandemic period as compared with what had been observed in previous house price cycles.¹⁰ The subsequent fall in housing demand effectively unwound the exceptional pandemic surge in demand and was relatively limited. Housing investment and transactions declined but show signs of having bottomed out, and intentions to purchase a home have only seen a temporary dent at continued high levels (Chart 6, panel a). This provides the basis for the observed, relatively fast recovery in house prices.

⁷ See, for instance, “House prices and ultra-low interest rates: exploring the non-linear nexus” *Empirical Economics*, September 2024 or “Drivers of rising house prices and the risk of reversal”, *Financial Stability Review*, ECB, May 2022.

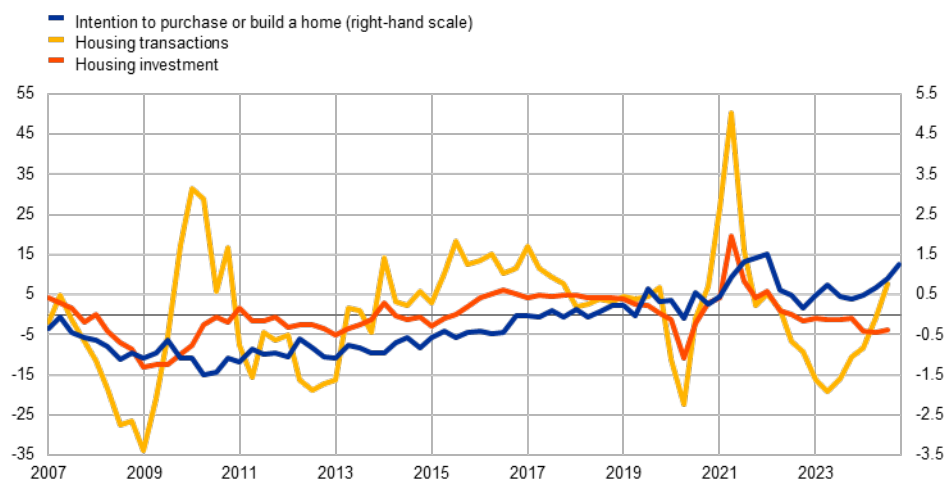
⁸ For an example of different demand and supply factors in the housing market, see the article entitled “The state of the euro area housing market”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2018.

⁹ See Richard, M., “Working from home: Effects on housing demand and inequality”, *The ECB Blog*, 8 January 2025. The COVID-19 lockdowns induced a structural change in the organisation of work (i.e. working from home), changing what residents looked for in a house, increasing overall demand for housing but in particular for larger properties located further away from city centres.

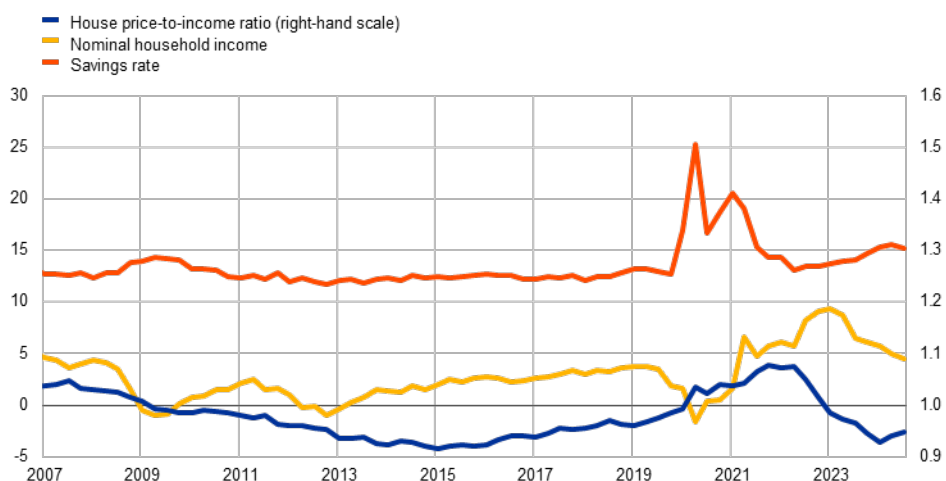
¹⁰ See “Analysing drivers of residential real estate (RRE) prices and the effects of monetary policy tightening on RRE vulnerabilities”, *Macroeconomic Bulletin*, Issue 10, ECB, 2022.

Chart 6**Euro area indicators relevant for housing demand****a) Housing-specific indicators**

(standardised percentage balances, annual percentage changes)

**b) Aggregate demand indicators**

(index 2005 Q1 = 1, annual percentage changes, percentage of gross disposable income)



Sources: European Commission, Eurostat, ECB, Agenzia Entrate and ECB staff calculations.

Notes: Standardisation of intentions to buy implies a zero mean and unit standard deviation from the first quarter of 1999 to 2019.

Housing transactions are an aggregation of Eurostat's available data and information from national sources for euro area countries that together account for around 70% of euro area GDP. This coverage declines for years before 2015. The latest observations are for the third quarter of 2024, except for the fourth quarter of 2024 for intentions to buy a home.

Robust growth in disposable income supported housing demand and the debt servicing capacity of euro area households.

Unlike in the GFC and SDC downturns, labour market conditions generally remained favourable during the recent house price cycle. Together with income support measures by governments during the pandemic and energy crises, this allowed household income to increase more than mortgage costs and contained the increase in the house price-to-income ratio during the house price boom (Chart 6, panel b). Households could afford higher mortgage payments and the savings accumulated during the pandemic also put them in a position to make larger downpayments. The financial burden for homeowners with a mortgage remained overall relatively low compared both with

that for owners without a mortgage or that for tenants paying rents, as well as with what was the relative burden in earlier house price cycles.¹¹ In contrast to the GFC and SDC cycles, the recent downturn in house prices coincided with robust income developments and the decline in the house price-to-income ratio therefore implied an improvement in affordability that has underpinned the current recovery of house prices despite less favourable financing conditions than at the start of the house price cycle.

The role of tighter financing conditions in the adjustment of house prices was mitigated by relatively sound balance sheet positions. The sharp increase in interest rates in response to the 2022 surge in inflation coincided with still substantially overvalued house prices.¹² This could have been expected to lead to a much stronger bust in prices than was ultimately observed. One reason for differences with corresponding adjustments in the GFC and SDC cycles was that these overvaluations coincided with sounder household and bank balance sheet positions than had been the case at the time of the previous two cycles. Much lower mortgage credit growth and a lower debt service ratio compared with the pre-GFC period, which was partly due to the more widespread use of macroprudential policy, also implied more resilient household balance sheets and less risk of a disorderly unwinding of the house price boom, and consequently less volatility in the house price cycle (Chart 7).¹³ Moreover, many euro area countries had moved in the direction of a stronger prevalence of fixed rate mortgages, which temporarily protect homeowners from higher borrowing rates and imply lower default rates that could exacerbate house price busts. At the same time, this suggests that, for many households, nominal mortgage payments are likely to increase once their current fixed rate contracts expire and are replaced by those with meanwhile higher interest rates.¹⁴ The recent normalisation of interest rates limits this risk, as it kept the period during which households had to renegotiate their contracts at higher rates rather short. It also ends a short period in which the return on housing as an asset had become less attractive than the return on fixed income investments, which had therefore dampened the demand for housing.¹⁵

¹¹ See Eurostat's data on housing cost overburden by tenure status. The latest available data for the euro area are for 2023.

¹² Across relevant indicators, average house price overvaluation in mid-2022 remained above 10% (Chart 2, panel b). However, measures deriving valuations on the basis of real house prices, and thus accounting for the surge in inflation, suggest that overvaluation had already unwound by that stage.

¹³ See, for instance, "[Assessing the strength of the recent residential real estate expansion](#)", *Financial Stability Review*, ECB, November 2021.

¹⁴ According to the [ECB Financial Stability Review](#) in November 2023, estimates based on nowcasted survey data show that over 30% of the euro area's outstanding fixed rate mortgage stock is expected to expire within the next ten years.

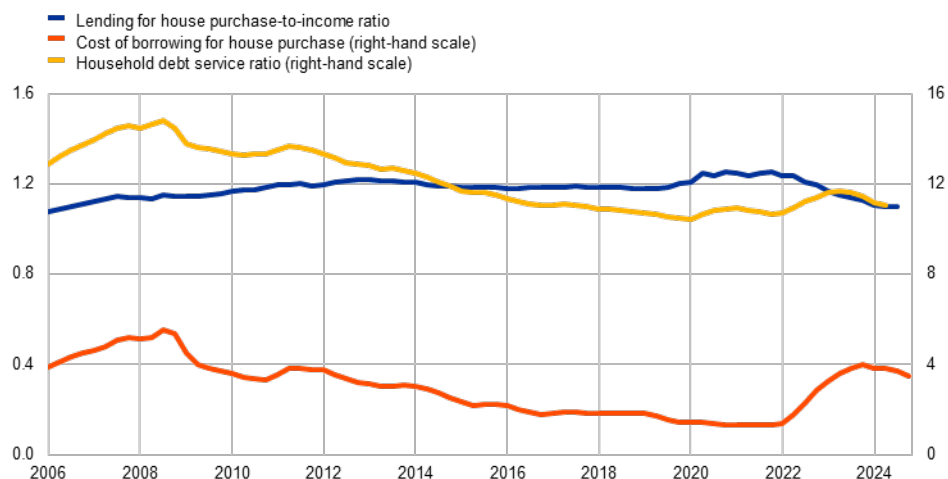
¹⁵ For a discussion, see the box entitled "[Why has housing lost its lure? Evidence from the ECB's Consumer Expectations Survey](#)", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2023.

Chart 7

Euro area household borrowing and debt servicing conditions

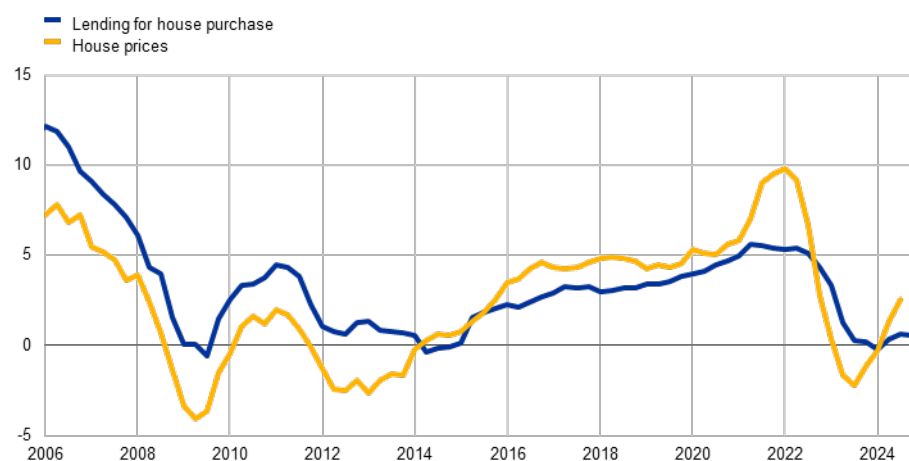
a) Household borrowing conditions

(index 2005 Q1 = 1, annual percentage changes)



b) Lending for house purchase and house prices

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, ECB (MIR) and ECB staff calculations.

Notes: The lending for house purchase-to-income ratio is the lending for house purchase divided by households' disposable income based on the aggregate macroeconomic series. This ratio is different to that of lending standards, which is calculated at loan level at origination. The debt service ratio is defined as the ratio of fixed debt service costs (i.e. interest payments plus amortisations) to disposable income, as reported in the [ECB Financial Stability Review](#) in May 2024. The latest observations are for the third quarter of 2024, except for the fourth quarter of 2024 which is for the cost of borrowing and for the lending for house purchase.

The impact of monetary policy tightening on house prices also depends on the link between the housing market and the rental market. If higher interest rates imminently dampen affordability and therefore house purchases, households can be expected to turn more strongly to the rental market to satisfy their demand for shelter.¹⁶ This should put downward pressure on house prices and upward pressure on rental prices (Box 2 discusses the relation between house prices and rental prices). However, the elasticity of households to shift between owning and renting depends on both the general level of rental prices and the availability of let property.

¹⁶ See, for instance, Castellanos et al., "[The aggregate and distributional implications of credit shocks on housing and rental markets](#)", *Working Paper Series*, No 2977, ECB, 2024.

In this respect, the tightening of financing conditions has also affected the attractiveness of investing in buy-to-let property and ultimately the supply in the rental market. This holds true even more if prices in the rental market are subject to regulation or if the availability in the rental market is subject to shocks such as immigration.

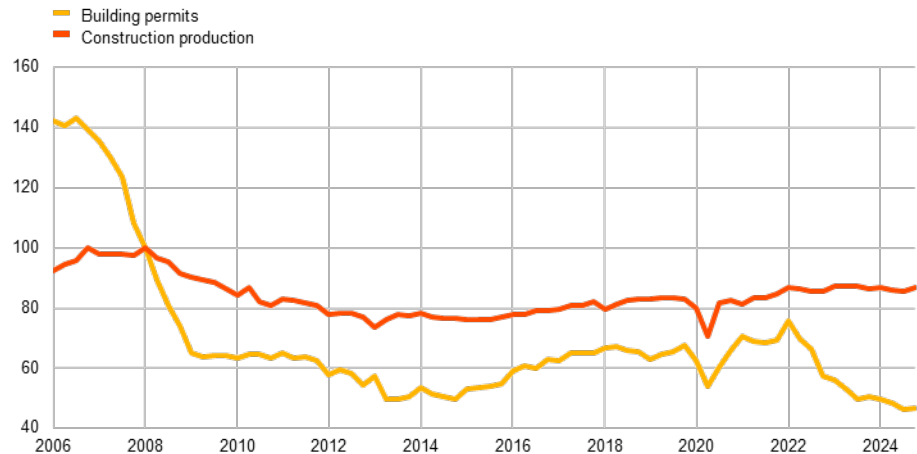
The impact of housing demand and monetary policy factors on house prices also depends on the state of the housing supply. In this respect, the model in Box 1 points to a relatively large role played by supply shocks in the recent house price downturn. This relates to both housing-specific and aggregate supply factors. Building permits, as a proxy for new housing supply, increased since the SDC cycle but remained at substantially lower levels than during the GFC cycle. In the recent house price downturn, they declined sharply reaching historical lows (Chart 8, panel a). This indicates that supply-side shortages prevail, and this helps to explain the relatively short-lived unwinding of house prices and their latest upturn as soon as improved financing conditions started to underpin demand. Economy-wide factors related to supply chain and energy price shocks also affected the construction sector and the supply of housing. Construction costs had risen sharply during the pandemic and post-pandemic periods related to both materials and labour shortages (Chart 8, panel b). This put upward pressure on house prices primarily via house prices for new buildings but also via those for existing buildings where the transaction was conditional upon prior renovation and maintenance. This has, for instance, been the case for measures that increase the energy efficiency of older buildings. The costs of such measures and the corresponding hesitance of potential buyers also help explain why prices for existing dwellings slumped much more than those for new dwellings.

Chart 8

Euro area indicators relevant for housing supply

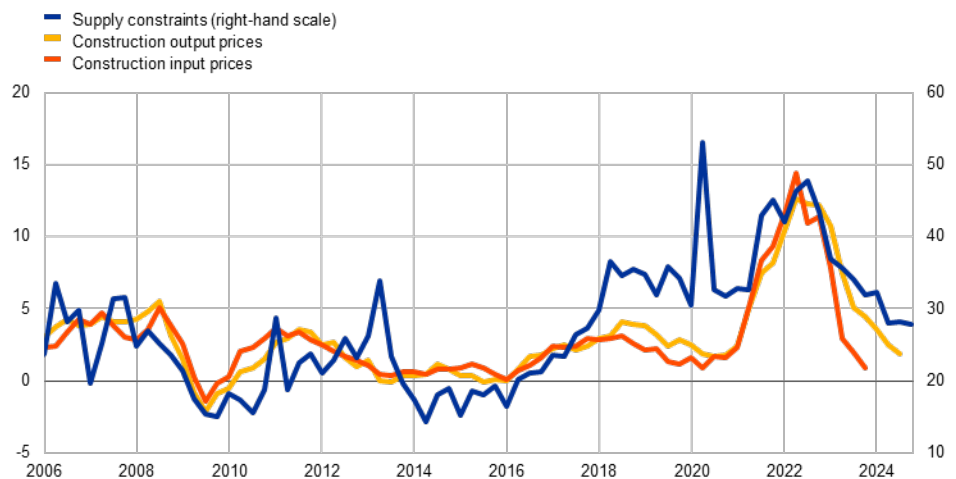
a) Housing-specific indicators

(index, 2008 Q1 = 100)



b) Aggregate supply indicators

(percentages, annual percentage changes)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: For panel b), the series for construction input prices is only available until the fourth quarter of 2023. The latest observations are for the third quarter of 2024 for construction output prices and the fourth quarter of 2024 for building permits, construction production and supply constraints compiled on the basis of the European Commission's business survey for the construction sector.

Evidence from models and pertinent indicators corroborates the notion that the recent house price cycle exhibited some special features.

This relates particularly to the strong upward demand shocks and their likely overlap with a strong preference shock during the house price boom. The pure unwinding of these shocks can explain a substantive part of the subsequent house price bust. The tightening of monetary policy and bank lending standards contributed to the turn of the cycle, despite resilient income fundamentals and constraints in the supply of housing.

Box 1

The fundamental drivers of euro area house prices

Prepared by Niccolò Battistini and Johannes Gareis

This box provides an empirical assessment of the fundamental drivers of house price developments in the euro area. To this end, it uses a structural Bayesian vector autoregression (SBVAR) model that includes real private consumption, the private consumption deflator, real housing investment, nominal house prices, the short-term risk-free interest rate, and the long-term interest rate spread.¹⁷ The model imposes sign and zero restrictions on the responses of the model variables to various shocks.¹⁸ In addition to aggregate demand and supply shocks, the model considers housing-specific demand and supply shocks, as well as a risk-free rate shock and a term spread shock. The latter two shocks refer to unexpected changes in the risk-free rate and the term spread beyond their systematic reaction to economic fluctuations. Hence, risk-free rate and term spread shocks capture conventional and unconventional monetary policy shocks, commonly interpreted as shocks affecting short-term risk-free rates and the slope of the yield curve, respectively.¹⁹ In the context of the recent monetary policy tightening, these shocks broadly reflect the reversal of the ECB's loose monetary policy stance beyond historical regularities, through a steepening of the yield curve and a sequence of hikes in short-term rates to counter the exceptional rise in inflation. The model is estimated based on data between the first quarter of 1995 and the third quarter of 2024.²⁰

To gain insight from a historical perspective, the model-based impact of fundamental drivers of euro area house prices is compared across upturns and downturns from different periods in the past, namely the global financial crisis and the sovereign debt crisis, as well as in the period from the recent monetary policy tightening up to the latest available quarter (Chart A). Considering these past periods, housing demand shocks always dominated downturns in house prices. Indeed, housing demand shocks played the largest role in the fall in house prices during the global financial crisis and the sovereign debt crisis, largely mirroring their crucial role in the build-up of house prices before the global financial crisis. Among the other shocks, contractionary housing supply shocks led to higher house prices during the upturns of both of these periods, while contractionary aggregate supply shocks weighed on house prices during the downturns of both of these periods, highlighting the detrimental wealth effects of cost-push inflation for households. Moreover, term spread shocks moderately supported house prices throughout the various phases of the past periods. Instead, risk-free rate shocks exerted a limited impact on house price fluctuations during the past periods under review.

¹⁷ All variables are included in log levels, except for the short-term risk-free interest rate and the long-term interest rate spread, which are measured in levels. The short-term risk-free interest rate refers to the three-month EURIBOR and the long-term interest rate spread is the difference between the euro area ten-year government bond yield and the short-term risk-free interest rate.

¹⁸ See, among others, Smets, F. and Jarociński, M., "House prices and the stance of monetary policy", *Working Paper Series*, No 891, ECB, April 2008; and Nocera, A. and Roma, M., "House prices and monetary policy in the euro area: evidence from structural VARs", *Working Paper Series*, No 2073, ECB, June 2017.

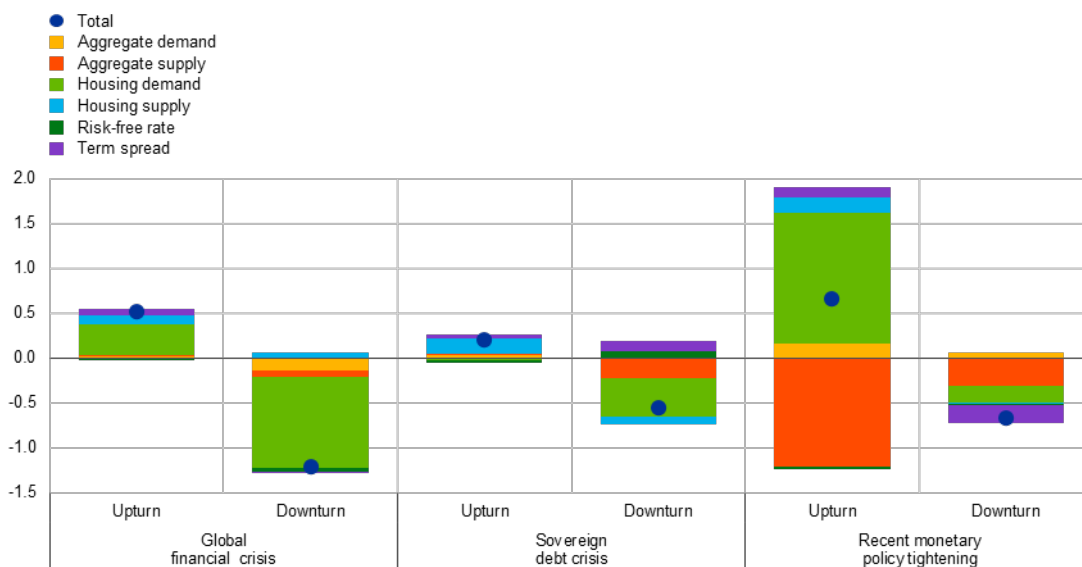
¹⁹ See, for instance, Baumeister, C. and Benati, L., "Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Macroeconomic Effects of a Spread Compression at the Zero Lower Bound", *International Journal of Central Banking*, Vol. 9, Issue 2, June 2013, pp. 165-212.

²⁰ The model takes account of the marked volatility of macroeconomic data in 2020 by using a pandemic heteroskedasticity adjustment. See Lenza, M. and Primiceri, G., "How to estimate a vector autoregression after March 2020", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 37, Issue 4, June 2022, pp. 688-699.

Chart A

The impact of fundamental drivers on euro area house prices during different periods

(average quarterly changes during the considered periods, percentages and percentage points, deviations from trend)



Sources: Eurostat, ECB, and ECB staff calculations.

Notes: The chart shows the average quarterly impact of identified shocks derived from a SBVAR model with sign and zero restrictions on house prices over the periods under review. The global financial crisis includes the period from the first quarter of 2004 to the second quarter of 2008 for the upturn and the period from the second quarter of 2008 to the second quarter of 2009 for the downturn, the sovereign debt crisis from the second quarter of 2009 to the third quarter of 2011 for the upturn and from the third quarter of 2011 to the first quarter of 2013 for the downturn, and the recent monetary policy tightening from the first quarter of 2020 to the fourth quarter of 2021 for the upturn and from the fourth quarter of 2021 to the third quarter of 2024 for the downturn.

Turning to the recent monetary policy tightening, according to the model results, the decline in house prices was broadly in line with the previous downturns during the global financial and the sovereign debt crises in terms of average quarterly size. Yet, it was substantially different in nature, reflecting a different combination of fundamental drivers. First, compared with the previous two crises, aggregate supply shocks played a larger role. This likely reflected the lasting effects of the energy price shock resulting from Russia's war against Ukraine, which extended and exacerbated the pandemic-related supply disruptions and pushed up inflation to exceptionally high levels, dampening general economic and housing market activity. Moreover, housing demand shocks also exerted a negative impact, but their effect was smaller as compared with the previous two crisis periods, likely reflecting the prolonged impact of the significant shift in household preferences towards residential (rather than other types of) real estate during the COVID-19 pandemic, induced by the mandatory and voluntary restrictions on mobility, the diffusion of remote working and the accumulation of excess savings.²¹ Finally, while risk-free rate shocks played a limited role in the recent decline in house prices, as was also the case in previous periods, term spread shocks significantly dampened house price growth in contrast to previous periods. These results are consistent with the timing of the ECB's recent monetary policy tightening, with the ECB first announcing the exit from unconventional monetary policy at the end of 2021, before raising

²¹ See the article entitled "[The euro area housing market during the COVID-19 pandemic](#)", *Economic Bulletin*, ECB, Issue 7, 2021 and Gamber, W., Graham, J. and Yadav, A., "Stuck at home: Housing demand during the COVID-19 pandemic", *Journal of Housing Economics*, Vol. 59, Part B, March 2023.

monetary policy rates as of mid-2022.²² In sum, the model results show that while the house price decline in the previous two downturns was mainly driven by housing-specific demand shocks, the latest downturn in house prices was characterised by a variety of factors, with prominence being given to the lasting effects of the pandemic and other subsequent adverse macroeconomic shocks.

Box 2

The relation between rental and house prices: how indicative is this for the euro area?

Prepared by Moreno Roma

The asset pricing model and the user cost of capital model provide conceptual frameworks for housing valuation. The first model works with the discounted flow of future rental income, the second with the annual cost of a unit of owner-occupied housing services. To the extent that owner-occupied housing costs can be approximated by rental prices, both frameworks can entail a long-term theoretical relation between house prices and rental prices.²³ House prices should therefore be high, as compared with rental prices, when, among other things, interest rates are low, expected house price appreciation is high, the risk premium for holding a housing asset is low or maintenance costs are low. Over the past 25 years, house prices in the euro area more than doubled and, on average, substantially outpaced rental prices. The house price-to-rental price ratio drifted upwards from its long-term average for protracted periods of time and remained above this average even after the recent correction of house prices (Chart A).²⁴ Such a situation would normally suggest a downside risk to house price growth and an upside risk to rental price growth, as it suggests that buying is relatively expensive as compared to renting, with households adjusting their relative demand.

²² This result is also due to a larger role of term spread shocks relative to risk-free rate shocks in explaining house price fluctuations on average (with the opposite applying to housing investment). This is consistent with the larger importance of unconventional relative to conventional monetary policy shocks in house prices (with the opposite applying to construction value added), documented by Battistini, N., Falagiarda, M., Hackmann, A. and Roma, M., “Navigating the housing channel of monetary policy across euro area regions”, *European Economic Review*, Vol. 171, January 2025, 104897.

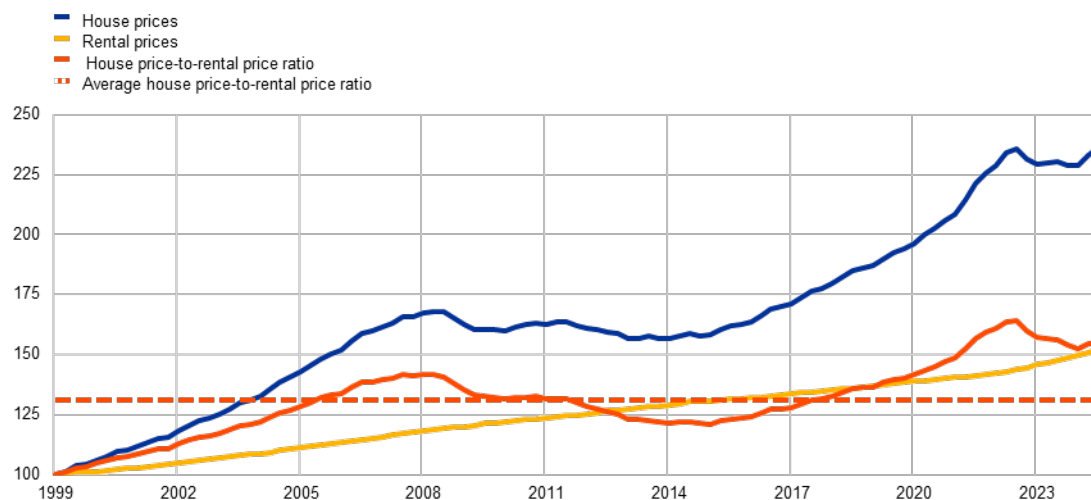
²³ For a discussion, see, for instance, Dieckelmann et al., “[House prices and ultra-low interest rates: exploring the non-linear nexus](#)”, *Working Paper Series*, No 2789, ECB, February 2023.

²⁴ See the box entitled “[Rent inflation in the euro area since the crisis](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2019. Note that the actual rent component in the HICP mainly reflects existing contracts and only in part new lettings, which are more subject to market forces and more responsive to housing market conditions.

Chart A

House prices, rental prices and the house price-to-rental price ratio in the euro area

(index 1999 = 100)



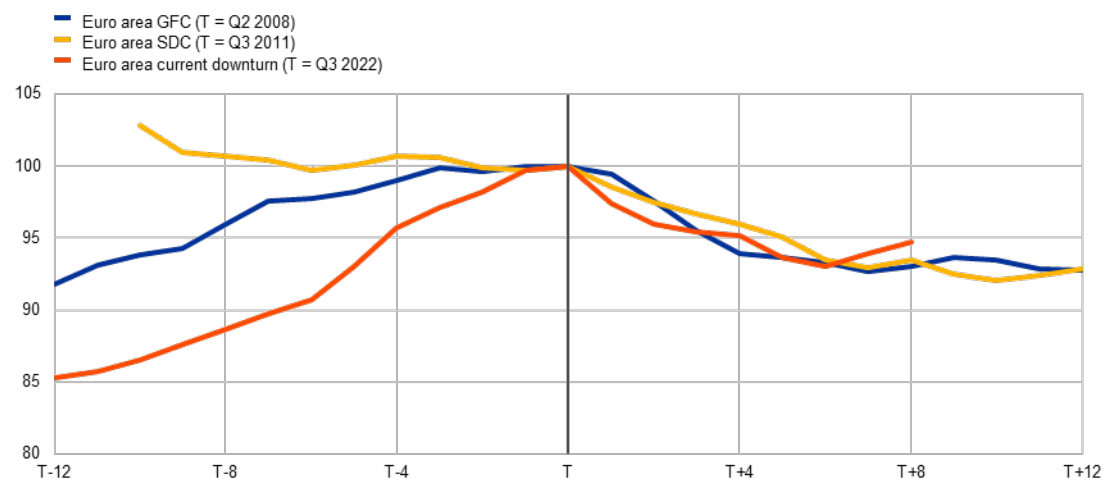
Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: The latest observations are for the third quarter of 2024.

Chart B

Euro area house price-to-rental price ratio across boom-bust cycles

(index, peak (T) = 100)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: The latest observations are for the third quarter of 2024.

The magnitude of decline in the house price-to-rental price ratio following a house price peak is broadly comparable across boom-bust house price cycles. This holds true even in the recent house price cycle, albeit the increase in this ratio in the run-up to the peak was much stronger than during the GFC and SDC cycles owing to the sizeable and sustained increase in house prices until mid-2022 (Chart B). This is in line with the extended period of exceptionally low interest rates, the expectation of house price appreciation likely triggered by sustained increases in house prices, or with a lower risk-premium of holding a housing asset in times when transactions were high and working from home options lowered the hurdle for tying oneself to a house rather than retaining flexibility by renting.

Beyond economic and financial considerations, the decision between renting and buying is also related to preferences. According to the ECB's Consumer Expectation Survey (CES), the “desire to own instead of renting” was the third most important reason for moving in the period from February 2023 to February 2024.²⁵ The total share of euro area households renting a property increased by around 1 percentage point since 2020 to close to 35% in 2023. Such developments can have many grounds (including country-specific motives). For example, a limited housing supply, tighter financing conditions or reduced access to credit can make purchasing a property more difficult and push households towards renting. In addition, regulation and consumer protection in the rental market can make renting a preferred option.²⁶ The stickiness of rents due to regulation and the fact that HICP rental prices primarily cover existing contracts call for caution in using the house price-to-rental price ratio as an unambiguous valuation measure and indication of whether there is an adjustment need for house prices. This is underpinned by evidence from a new rental price indicator based on the ECB's CES, which shows that dynamics in rental prices have lately been driven increasingly by recent moves towards rental accommodation (see the box entitled “Euro area rent developments: insights from the CES” in this issue of the Economic Bulletin).

To this end, an additional useful gauge to benchmark house prices are the actual costs incurred to acquire and maintain a property as summarised in Eurostat's owner-occupied housing price index (OOHPI). While the house price-to-rental price ratio remains well above its long-term average, the house price-to-OOHPI ratio did not increase as much in the first instance, declining substantially, however, during the recent house price downturn as the OOHPI continued to show moderating but positive rates of growth (Chart C). The recent large gap observed between the two ratios can be explained by considering the breakdown of the OOHPI into its acquisition and maintenance components. These illustrate that the major repairs and maintenance costs of owned property (quite aside from the acquisition costs) have been developing more dynamically than rental prices. This underpins the notion that a high share of existing rental contracts (possibly fixed for extended periods) in the rental price index does not necessarily make this index a good benchmark for assessing whether house prices correspond to the fundamental conditions in real time.

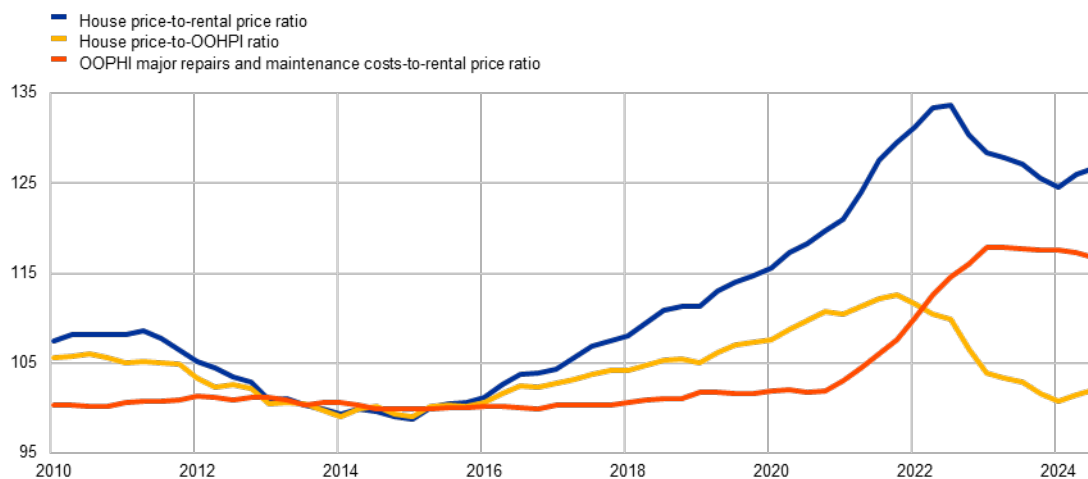
²⁵ Around one-quarter of those households that moved mentioned the “desire to own instead of renting”. The first reason was the “desire to improve living conditions” and the second the “desire to spend less on housing”. For further details, see the box entitled “Euro area rent developments: insights from the CES” in this issue of the Economic Bulletin, ECB, 2025.

²⁶ See, for instance, Castellanos, J., Hannon, A. and Paz-Pardo, G., “The aggregate and distributional implications of credit shocks on housing and rental markets”, which shows that a shock that reduces credit access to potential mortgagors increases rents, reduces house prices and decreases homeownership rates, *Working Paper Series*, No 2977, ECB, 2024.

Chart C

Ratios of house prices to rental prices and housing costs in the euro area

(index 2015=100)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations

Notes: Data for the owner-occupied housing price index are available from 2010 to the third quarter of 2024. The latest observations are for the third quarter of 2024.

4 Conclusion

The latest data confirm that the recent downturn in house prices was relatively mild compared with previous bust periods. By the third quarter of 2024, the level of house prices in the euro area had moved back above the earlier peak level in 2022. While estimates of housing valuations are surrounded by uncertainty, current readings imply that the relatively mild and short-lived decline in house prices implied less adjustment to overvaluations than had been observed during the GFC and the SDC house price cycles (although this adjustment has been more substantial in measures derived on the basis of real house prices). One reason for the limited adjustment is that the bust in house prices took place in a limited number of countries and, therefore, did not bear the same hallmarks as an outright recession as in previous periods, with income fundamentals remaining solid in the most recent house price cycle. In this respect, it resembled an orderly unwinding of the additional boost in house prices recorded during the pandemic period.

While a relatively shallow bust in house prices circumvents adverse consequences for household and bank balance sheets, the level of house prices have remained high. This has negatively affected the affordability of housing despite a meanwhile less tight monetary policy. High construction costs and high purchase prices for housing currently stand in the way of generating additional supply in the housing market, which also implies scarcity in the rental market. In view of the combination of supply limitations and continued sound demand fundamentals, house price developments may well continue on their upward path, even though this may not be an entirely healthy outlook for the economy as a whole.

© 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 5 maart 2025.

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

PDF ISSN 2363-3522, QB-01-25-080-NL-N