



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM

Economisch Bulletin

Nummer 4 / 2021



Inhoud

Economische en monetaire ontwikkelingen	2
Overzicht	2
1 Externe omgeving	9
2 Financiële ontwikkelingen	19
3 Economische bedrijvigheid	25
4 Prijzen en kosten	32
5 Geld en krediet	39
6 Begrotingsontwikkelingen	48
Kaders	53
1 Ontwikkelingen in de lopende rekening van het eurogebied tijdens de pandemie	53
2 Het effect van begrotingssteunmaatregelen op de liquiditeitsbehoefte van bedrijven tijdens de pandemie	61
3 Liquiditeitsverhoudingen en monetairbeleidstransacties van 27 januari tot en met 27 april 2021	67
4 Impact van de COVID-19-crisis op de arbeidsmarkt van het eurogebied voor mannen en vrouwen	73
5 Verloop van de huizenprijzen in het eurogebied tijdens de coronapandemie	81
6 Het tekort aan halfgeleiders en de gevolgen daarvan voor de handel, de productie en de prijzen in het eurogebied	85
7 Gevolgen van de stabiliteitsprogramma's voor 2021 voor het begrotingsbeleid in het eurogebied	90
Artikelen	95
1 Globalisation and its implications for inflation in advanced economies	95
Statistieken	

Economische en monetaire ontwikkelingen

Overzicht

Na de krimp van het eerste kwartaal 2021 gaat de economie van het eurogebied geleidelijk weer open dankzij de verbetering van de coronasituatie (COVID-19) en de aanzienlijke vorderingen van de vaccinatiecampagnes. Uit de jongste cijfers valt een opleving van de dienstenactiviteit af te lezen, naast voortgaande dynamiek in de productie van de verwerkende industrie. De verwachting is dat de tweede helft van het jaar de economische bedrijvigheid versnelt naarmate de beperkende maatregelen verder worden opgeheven. Aantrekkende consumentenbestedingen, sterke internationale vraag en accommoderend monetair en budgettair beleid bieden essentiële steun aan het herstel. Onzekerheden blijven er ook. De economische vooruitzichten op korte termijn zijn nog altijd afhankelijk van de ontwikkeling van de pandemie en de reactie van de economie na heropening. De inflatie is in de afgelopen maanden opgelopen, vooral door basiseffecten, tijdelijke factoren en stijgende energieprijzen. Voor de tweede helft van het jaar wordt een verdere stijging van de inflatie verwacht, gevolgd door een daling naarmate de tijdelijke factoren verdwijnen. De laatste projecties van het Eurosysteem wijzen op een geleidelijke toename van de onderliggende inflatiedruk gedurende de gehele projectieperiode. Wel blijft die druk gematigd onder invloed van de nog altijd aanzienlijke economische onderbenutting, die pas in de loop van de periode geleidelijk wordt weggewerkt. De totale inflatie blijft tijdens de hele projectieperiode naar verwachting onder het streefdoel van de Raad van Bestuur.

Behoud van gunstige financieringsvoorwaarden tijdens de pandemie blijft essentieel voor de vermindering van de onzekerheid en de bevordering van het vertrouwen. De economische bedrijvigheid wordt daardoor ondersteund en de prijsstabiliteit op middellange termijn gewaarborgd. Sinds de monetairbeleidsvergadering van de Raad van Bestuur in maart zijn de financieringsvoorwaarden voor bedrijven en huishoudens vrij stabiel gebleven. De marktrente is daarentegen verder gestegen. Hoewel dit voor een deel de betere economische vooruitzichten weerspiegelt, zou een aanhoudende stijging van de marktrente zich kunnen vertalen in een verkrapping van de bredere financieringsvoorwaarden die voor de hele economie relevant zijn. Een dergelijke verkrapping zou te vroeg komen en een risico vormen voor het voortgaande economische herstel en de inflatievooruitzichten. Tegen deze achtergrond en op basis van een gezamenlijke beoordeling van de financieringsvoorwaarden en de inflatievooruitzichten heeft de Raad van Bestuur besloten het zeer accommoderende monetaire beleid te bevestigen.

Beoordeling van de economische en monetaire situatie bij de vergadering van de Raad van Bestuur van 10 juni 2021

De door de medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2021 duiden erop dat het herstel van de mondiale economische bedrijvigheid aan het einde van het jaar heeft doorgezet, ondanks de verergering van de pandemie, waarbij de economieën van de opkomende markten nu het epicentrum zijn van nieuwe gevallen wereldwijd. Hoewel de bedrijvigheid het vierde kwartaal van 2020 iets sterker bleek te zijn dan in de vorige projecties werd voorzien, begon de wereldeconomie 2021 vanuit een zwakkere positie door een sterke opleving van de besmettingscijfers en strengere beheersingsmaatregelen. Recente enquêtes geven aan dat de economische bedrijvigheid wereldwijd sterk groeit, al worden er duidelijkere verschillen zichtbaar tussen de geavanceerde en de opkomende economieën en tussen de industrie- en de dienstensector. Het grote pakket stimuleringsmaatregelen van de Amerikaanse regering zal naar verwachting het herstel in de Verenigde Staten versterken en ook wereldwijd hier en daar positief doorwerken. Tegen deze achtergrond zijn de groeivoorzichten voor de mondiale economie weinig veranderd ten opzichte van de eerdere projecties. Volgens de projecties stijgt het mondiale reële bbp (exclusief het eurogebied) dit jaar met 6,2%. Daarna vertraagt de groei naar 4,2% en 3,7% in respectievelijk 2022 en 2023. De buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied is echter naar boven bijgesteld in vergelijking met de vorige projecties. Die vraag zal dit jaar met 8,6% stijgen en in 2022 en 2023 met respectievelijk 5,2% en 3,4%. Dat is hoofdzakelijk te danken aan een sterkere vraag uit de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, de belangrijkste handelspartners van het eurogebied. De uitvoerprijzen van concurrenten van het eurogebied zijn voor 2021 naar boven bijgesteld vanwege de hogere grondstoffenprijzen en sterkere vraag. De risico's voor de mondiale basisprojectie zijn hoofdzakelijk gelegen in het toekomstige verloop van de pandemie. Het oordeel is dat de overige risico's voor de bedrijvigheid in grote lijnen in evenwicht zijn, terwijl de risico's voor de mondiale inflatie vooral opwaarts zijn gericht.

Sinds de laatste vergadering van de Raad van Bestuur zijn de financieringsvoorwaarden in het eurogebied enigszins blijven verkrappen tegen de achtergrond van een positief risicosentiment. De rente op staatsobligaties uit het eurogebied evenals de spread daarvan ten opzichte van de rente op daggeldrenteswaps (overnight index swap – OIS) is in de verslagperiode (11 maart tot en met 9 juni 2021) gematigd gestegen. Dat was vooral toe te schrijven aan betere economische vooruitzichten door de voortgang van de vaccinatiecampagnes in het hele eurogebied, in combinatie met de aanhoudende beleidsondersteuning. De termijncurve voor de euro overnight index average (Eonia) is voor de (middel)lange looptijden marginaal gestegen, terwijl het korte segment van de curve grotendeels onveranderd is gebleven. Dat geeft aan dat er op zeer korte termijn geen verwachtingen zijn dat er direct een wijziging in de beleidsrente zal plaatsvinden. Ook de aandelenkoersen stegen, onder invloed van een nog altijd relatief lage disconteringsvoet in combinatie met een sterk herstel van de verwachtingen voor de groei van de bedrijfswinsten. Conform het verloop van de

aandelenkoersen, zijn de rendementsecarts op bedrijfsobligaties in het eurogebied verder teruggelopen tot een niveau dat het laatst is waargenomen vóór maart 2020. Op de valutamarkten trok de nominaal-effectieve wisselkoers van de euro licht aan.

Het reële bbp van het eurogebied is in het eerste kwartaal van het jaar opnieuw met 0,3% gedaald en kwam daarmee uit op 5,1% onder het niveau van vóór de pandemie (vierde kwartaal 2019). Conjunctuurenquêtes onder bedrijven en consumenten en hoogfrequente indicatoren duiden op een forse verbetering van de economische bedrijvigheid in het tweede kwartaal van dit jaar. Uit enquêtes onder bedrijven valt een sterk herstel van bedrijvigheid in de dienstensector op te maken onder invloed van dalende besmettingscijfers, waardoor ook een geleidelijke normalisatie van contactactiviteiten mogelijk wordt. De productie in de verwerkende industrie blijft dankzij de solide mondiale vraag onverminderd krachtig, zelfs al kunnen knelpunten in het aanbod op korte termijn voor wat tegenwind in de industriële bedrijvigheid zorgen. De indicatoren van het consumentenvertrouwen worden sterker. Dat duidt op een mogelijk sterk herstel van de particuliere consumptie in de komende periode. Ondanks de zwakkere bedrijfsbalansen en de nog altijd onzekere economische vooruitzichten kunnen de bedrijfsinvesteringen als veerkrachtig worden beschouwd. De verwachting voor het tweede halfjaar van 2021 is dat de economische groei sterk blijft verbeteren vanwege de voortgang van de vaccinatiecampagnes, die een verdere versoepeling van de beheersingsmaatregelen mogelijk maakt. Het herstel van de economie in het eurogebied wordt op middellange termijn naar verwachting gedragen door een sterkere mondiale en binnenlandse vraag, in combinatie met voortgaande steun door monetair en budgettair beleid.

Deze beoordeling komt in grote lijnen overeen met het basisscenario van de in juni 2021 door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied. Volgens deze projecties groeit het reële bbp op jaarbasis in 2021 met 4,6%, in 2022 met 4,7% en in 2023 met 2,1%. Ten opzichte van de macro-economische projecties van ECB-medewerkers van maart 2021 zijn de vooruitzichten voor de economische bedrijvigheid opwaarts bijgesteld voor 2021 en 2022, maar onveranderd gebleven voor 2023.

De risico's rond de groeivooruitzichten voor het eurogebied zijn in grote lijnen in evenwicht. Enerzijds kan een nog veel krachtiger herstel plaatsvinden door positievere vooruitzichten voor de internationale vraag en een sneller dan verwachte verlaging van de besparingen door huishoudens zodra de beperkingen op sociale contacten en reizen zijn opgeheven. Anderzijds blijven de pandemie, inclusief de verspreiding van virusvarianten, en de gevolgen daarvan voor het economische en financiële klimaat, een bron van neerwaarts risico.

Volgens de flashraming van Eurostat steeg de inflatie in het eurogebied op jaarbasis van 1,3% in maart naar 1,6% in april en 2,0% in mei 2021. Die stijging was hoofdzakelijk toe te schrijven aan een fors hogere energieprijsinflatie (zowel door omvangrijke opwaartse basiseffecten als door stijgingen op maandbasis) en in mindere mate aan een lichte stijging van de inflatie van de industriële goederen, met uitzondering van energie. De totale inflatie zal richting het najaar nog verder toenemen, vooral onder invloed van het terugdraaien van de tijdelijke btw-verlaging

in Duitsland. De verwachting is dat de inflatie begin volgend jaar weer gaat dalen naarmate het effect van de tijdelijke factoren wegebt en de mondiale energieprijzen matigen. Door tijdelijke beperkingen in het aanbod en het herstel van de binnenlandse vraag kan de onderliggende prijsdruk dit jaar enigszins toenemen. Toch blijft deze druk waarschijnlijk per saldo gematigd, mede vanwege de lage loondruk in een situatie van nog altijd aanzienlijke economische onderbenutting en de hogere wisselkoers van de euro. Zodra het effect van de pandemie afneemt, zal het verdwijnen van de hoge onderbenutting, ondersteund door het accommoderende monetaire en budgettaire beleid, bijdragen aan een geleidelijke stijging van de onderliggende inflatie op middellange termijn. Maatstaven op basis van enquêtes en de marktindicatoren voor de inflatieverwachtingen op langere termijn staan nog steeds op een gematigd peil, hoewel de marktindicatoren zijn blijven toenemen.

Deze beoordeling wordt in grote mate weerspiegeld in het basisscenario van de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2021. Dat scenario voorziet een inflatie op jaarbasis van 1,9% in 2021, 1,5% in 2022 en 1,4% in 2023. Vergeleken met de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2021 zijn de vooruitzichten voor de inflatie opwaarts bijgesteld voor 2021 en 2022, vooral als gevolg van tijdelijke factoren en een hogere energieprijzinflatie. Voor 2023 blijft het inflatiecijfer ongewijzigd, aangezien de hogere onderliggende inflatie grotendeels gecompenseerd wordt door de verwachte daling van de energieprijzinflatie. De HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen stijgt volgens de prognoses van 1,1% in 2021 tot 1,3% in 2022 en 1,4% in 2023, wat neerkomt op een opwaartse herziening voor de hele projectieperiode in vergelijking met de in maart 2021 afgegeven projecties.

In april 2021 matigde de geldschepping in het eurogebied, een eerste signaal dat de situatie normaliseert na de massale monetaire expansie door de coronacrisis. De groei van het ruim monetair aggregaat (M3) daalde van 10,0% in maart en 12,3% in februari naar 9,2% in april 2021. De vertraging van maart en april valt deels terug te voeren op sterke negatieve basiseffecten: de grote instroom uit de eerste fase van de pandemie verdween uit de groeistatistieken op jaarbasis. Ook de matiging van de monetaire dynamiek op kortere termijn vormt een deel van de verklaring. Die valt hoofdzakelijk toe te schrijven aan zwakkere deposito-ontwikkelingen van huishoudens en bedrijven in april en een geringere liquiditeitsbehoefte nu de coronasituatie verbetert. De lopende activa-aankopen door het Eurosysteem blijven de belangrijkste bron van geldschepping. M1 bleef de belangrijkste bijdrage leveren aan de groei van het ruime monetaire aggregaat, ook al vertraagt dit eng gedefinieerde monetaire aggregaat. Die sterke bijdrage heeft te maken met een nog altijd verhoogde voorkeur voor liquiditeit in de geldaanhoudende sector en de lage alternatieve kosten van het aanhouden van de meest liquide geldvormen.

Het groeitempo op jaarbasis van leningen aan de private sector daalde van 3,6% in maart en 4,5% in februari tot 3,2% in april. De daling verhulde tegengestelde ontwikkelingen in de kredietverlening aan niet-financiële ondernemingen en huishoudens. Het groeitempo op jaarbasis van leningen aan niet-

financiële ondernemingen daalde van 5,3% in maart en 7,0% in februari tot 3,2% in april. Die krimp is de uitkomst van een groot negatief basiseffect en enige vervroegde kredietverlening in maart ten opzichte van april. Onder impuls van solide maandelijkse kredietstromen en positieve basiseffecten steeg de kredietverlening aan huishoudens in april naar 3,8% op jaarbasis, in vergelijking met 3,3% in maart en 3,0% in februari. Al met al blijven de beleidsmaatregelen van de Raad van Bestuur, maar ook de maatregelen van nationale overheden en andere Europese instellingen, van cruciaal belang om de voorwaarden voor de bancaire kredietverlening en de toegang tot financiering te ondersteunen, met name voor de partijen die het sterkst door de coronapandemie zijn getroffen.

Als gevolg van de zeer forse economische neergang tijdens de coronapandemie en de krachtige begrotingsrespons is het begrotingstekort van de totale overheid in het eurogebied sterk gestegen van 0,6% bbp in 2019 naar 7,3% in 2020. In 2021 zijn de landen van het eurogebied getroffen door nieuwe golven van de pandemie, waardoor veel noodmaatregelen zijn verlengd en extra herstelsteun is ingezet. Het gevolg is dat er in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2021 slechts een marginale verbetering wordt voorzien van het begrotingssaldo van de overheid in het eurogebied, tot -7,1% bbp in 2021. Naarmate de pandemie aan kracht inboet en het economische herstel op stoom komt, kan de tekortquote sneller gaan dalen, naar verwachting tot 3,4% in 2022 en 2,6% tegen het einde van de projectieperiode in 2023. De projecties laten een hoogste stand voor de schuld van het eurogebied zien van net onder 100% bbp in 2021, gevolgd door een daling tot rond 95% bbp in 2023. Dat is zo'n 11 procentpunt hoger dan voor de coronacrisis. Een ambitieus en gecoördineerd begrotingsbeleid blijft niettemin van essentieel belang: een te vroege stopzetting van de begrotingssteun dreigt het herstel te verzwakken en de schade op langere termijn te vergroten. Nationaal begrotingsbeleid moet dan ook kritieke en tijdige steun blijven bieden aan de bedrijven en huishoudens die het sterkst zijn blootgesteld aan de pandemie en de daarmee samenhangende beheersingsmaatregelen. Voor budgettaire maatregelen is het tegelijkertijd van belang dat ze tijdelijk en contracyclisch blijven, dat ze voldoende gericht zijn van aard om zwakke plekken effectief aan te pakken en dat ze een snel herstel van de economie in het eurogebied stimuleren. Als aanvulling op de nationale budgettaire maatregelen kan het EU Next Generation-pakket naar verwachting een essentiële rol spelen doordat het bijdraagt aan een sneller, sterker en uniformer herstel. Dat pakket kan de economische veerkracht en het groeipotentieel van de economieën van de EU-lidstaten vergroten, met name als de middelen worden gebruikt voor productieve overheidsuitgaven en gepaard gaan met productiviteitsverhogend structuurbeleid. Volgens de macro-economische projecties van juni 2021 kan de combinatie van Next Generation EU-subsidies en -leningen in de periode 2021-2023 zorgen voor een extra impuls van circa 0,5% bbp per jaar.

Monetairbeleidsbeslissingen

De Raad van Bestuur heeft op 10 juni 2021 besloten het zeer accommoderende monetaire beleid nogmaals te bevestigen om zo de gunstige

financieringsvoorwaarden voor alle sectoren van de economie te behouden. Dit is nodig voor een duurzaam economisch herstel en de waarborging van de prijsstabiliteit.

1. De Raad van Bestuur heeft besloten de basisrentetarieven van de ECB ongewijzigd te laten. Verwacht wordt dat de tarieven op of onder hun huidige niveau blijven totdat de inflatievooruitzichten binnen de projectieperiode krachtig convergeren naar een niveau dat voldoende dicht bij, maar onder 2% ligt en die convergentie consequent in de onderliggende inflatiedynamiek tot uitdrukking komt.
2. De Raad van Bestuur blijft ten minste tot eind maart 2022 de nettoaankopen van activa krachtens het pandemie-noodaankoopprogramma (pandemic emergency purchase programme – PEPP) uitvoeren, met een totaalbedrag van € 1.850 miljard, en in ieder geval totdat de Raad van Bestuur van oordeel is dat de crisisfase van de coronaviruspandemie voorbij is. Op basis van een gezamenlijke beoordeling van de financieringsvoorwaarden en de inflatievooruitzichten verwacht de Raad van Bestuur dat de nettoaankopen krachtens het PEPP ook tijdens het komende kwartaal in een aanzienlijk hoger tempo worden uitgevoerd dan tijdens de eerste maanden van dit jaar. De Raad van Bestuur zal de aankopen op flexibele wijze verrichten en daarbij rekening houden met de marktomstandigheden, met het oog op het voorkomen van een verkrapping van de financieringsvoorwaarden die niet in overeenstemming is met het tegengaan van de neerwaartse invloed van de pandemie op het verwachte beloop van de inflatie. Aankopen met flexibiliteit in de tijd, in verschillende activaklassen en rechtsgebieden blijven de soepele transmissie van het monetair beleid ondersteunen. Indien de instandhouding van gunstige financieringsvoorwaarden kan plaatsvinden zonder benutting van het volledige PEPP-bedrag voor de nettoaankoopperiode hoeft het bedrag niet in zijn geheel te worden ingezet. Ook kan het bedrag worden herijkt indien dat nodig is om gunstige financieringsvoorwaarden te behouden om zo de negatieve schok van de pandemie voor het inflatiebeloop te helpen opvangen. Verder zal de Raad van Bestuur de aflossingen van effecten die in het kader van het PEPP zijn aangekocht en die de vervaldatum hebben bereikt tot ten minste eind 2023 blijven herbeleggen. De toekomstige afbouw van de PEPP-portefeuille zal in ieder geval zodanig worden gestuurd dat de passende koers voor monetair beleid niet wordt gehinderd.
3. De nettoaankopen in het kader van het programma voor de aankoop van activa (asset purchase programme – APP) worden voortgezet voor een maandelijks bedrag van € 20 miljard. De Raad van Bestuur verwacht nog steeds de maandelijksse nettoactiva-aankopen in het kader van het APP voort te zetten zo lang als noodzakelijk is om de accommoderende invloed van de beleidstarieven van de ECB te versterken. De Raad van Bestuur verwacht ze te beëindigen kort voordat wordt aangevangen met de verhoging van de basisrentetarieven van de ECB. Daarnaast is de Raad van Bestuur voornemens de aflossingen op effecten die zijn aangekocht in het kader van het APP en die de vervaldatum hebben bereikt volledig te blijven herbeleggen. Dat wil de Raad van Bestuur

doen tot geruime tijd na het moment waarop de basisrentetarieven van de ECB weer worden verhoogd en in elk geval zo lang als noodzakelijk is om gunstige liquiditeitsvoorwaarden en een ruime mate van monetaire accommodatie te handhaven.

4. Tot slot blijft de Raad van Bestuur omvangrijke liquiditeit verstrekken via herfinancieringstransacties. De financiering die bij de derde reeks gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO III) is aangetrokken, vormt een cruciale ondersteuning bij de verstrekking van bankleningen aan bedrijven en huishoudens.

De Raad van Bestuur blijft daarnaast de ontwikkelingen van de wisselkoers volgen wat betreft de mogelijke effecten daarvan op de inflatievooruitzichten op middellange termijn. De Raad van Bestuur staat klaar om alle instrumenten zo nodig aan te passen, om ervoor te zorgen dat de inflatie zich op duurzame wijze ontwikkelt in de richting van de doelstelling en overeenkomstig het belang dat de Raad van Bestuur hecht aan symmetrie.

De door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2021 duiden erop dat het herstel van de mondiale economische bedrijvigheid aan het einde van het jaar heeft doorgezet. Hoewel de bedrijvigheid in het vierde kwartaal van 2020 iets sterker bleek dan in de vorige projecties werd verwacht, was de wereldeconomie begin 2021 verzwakt door een nieuwe stijging van het aantal besmettingen en strengere beheersingsmaatregelen. Recente enquêtegegevens wijzen op een sterke dynamiek in de mondiale bedrijvigheid, hoewel er steeds sterkere aanwijzingen zijn dat er verschillen bestaan tussen ontwikkelde en opkomende markteconomieën en tussen de verwerkende industrie en de dienstensector. De omvangrijke begrotingsstimulans van de regering-Biden zal naar verwachting het herstel in de Verenigde Staten bevorderen, wat een aantal positieve wereldwijde overloopeffecten zal hebben. Tegen die achtergrond zijn de groeivooruitzichten voor de wereldeconomie weinig veranderd ten opzichte van de eerdere projecties. Volgens de projecties stijgt het mondiale reële bbp (exclusief het eurogebied) dit jaar met 6,2%. Daarna vertraagt de groei naar 4,2% in 2022 en 3,7% in 2023. De buitenlandse vraag naar producten en diensten uit het eurogebied is echter in vergelijking met de eerdere projecties naar boven bijgesteld. Deze zal dit jaar met 8,6% en in 2022 en 2023 met respectievelijk 5,2% en 3,4% stijgen. Dit is met name het gevolg van meer vraag vanuit de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, de belangrijkste handelspartners van het eurogebied. De uitvoerprijzen van concurrenten van het eurogebied zijn voor dit jaar opwaarts bijgesteld als gevolg van hogere grondstoffenprijzen en een grotere vraag. Risico's voor de mondiale basisprojectie houden voornamelijk verband met het verdere verloop van de pandemie. Andere risico's voor de mondiale bedrijvigheid worden lijken in grote lijnen in evenwicht te zijn, terwijl de risico's voor de mondiale inflatie opwaarts gericht zijn.

Mondiale economische bedrijvigheid en handel

Ondanks de verergering van de pandemie zette het herstel van de mondiale economische bedrijvigheid na de jaarwisseling door. De mondiale reële bbp-groei (exclusief het eurogebied) steeg in het vierde kwartaal van 2020 op kwartaalbasis met 2,6%, meer dan was verwacht in de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2021. De wereldeconomie was begin van het jaar echter verzwakt, doordat een opleving in het aantal nieuwe besmettingen leidde tot strengere beheersingsmaatregelen. Als gevolg daarvan is de mondiale reële bbp-groei (ongerekend het eurogebied) in het eerste kwartaal van 2021 naar schatting aanzienlijk vertraagd naar 0,7% op kwartaalbasis. Dit patroon weerspiegelt de tragere groei in zowel ontwikkelde als opkomende markteconomieën. Tegelijkertijd was de bedrijvigheid in de ontwikkelde economieën veerkrachtiger dan in de eerste projecties werd voorzien, doordat huishoudens en bedrijven zich beter aanpasten aan lockdowns en aanvullende beleidsmaatregelen werden doorgevoerd. Daartegenover was de vertraging in opkomende markteconomieën geprononceerder.

De pandemie verergerde in opkomende markteconomieën terwijl de situatie in ontwikkelde markteconomieën drastisch verbeterde met het in gang zetten van vaccinatiecampagnes. Eerder dit jaar verslechterde de situatie in Europa eveneens, terwijl het hoge vaccinatietempo in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten bijdroeg aan het terugdringen van het aantal nieuwe besmettingen in ontwikkelde economieën als geheel. De pandemietoestand in opkomende markteconomieën is nog steeds precair en blijft een belangrijke factor in de economische ontwikkelingen in verschillende landen.

Momenteel wijzen enquêtegegevens op een sterke dynamiek van de wereldwijde bedrijvigheid, met meer uitgesproken verschillen tussen landen en sectoren. De samengestelde wereldwijde PMI voor de productie steeg in mei naar 58,8: ruim boven het langetermijngemiddelde en buiten het historische interkwartiele bereik. Hoewel de sterke dynamiek algemeen waarneembaar is in de verwerkende industrie en de dienstensector, zijn bepaalde verschillen tussen landen en sectoren de laatste tijd zichtbaarder geworden. Ten eerste is de groeidynamiek in de ontwikkelde economieën solide en recentelijk sterker geworden. Dit staat in contrast met de opkomende markteconomieën, waar de bedrijvigheid zich in een langzamer tempo herstelt (Grafiek 1, bovenste paneel). Ten tweede steeg het tempo van de economische expansie sterk in de dienstensector nadat de beperkingen waren opgeheven. Deze snelle expansie moet eveneens worden beschouwd in de context van herstel dat onderaan begint, met name bij contactintensieve dienstverlening. Daar staat tegenover dat de productie van de verwerkende industrie, die op het hoogtepunt van de pandemie veerkrachtiger bleek, nog steeds fors is, maar langzamer groeit als gevolg van tegenwind die is te wijten aan aanbodbeperkingen (Grafiek 1, onderste paneel).

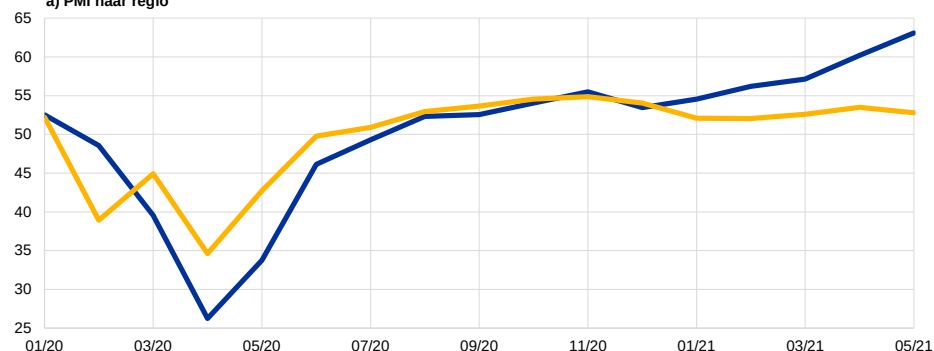
Grafiek 1

Wereldwijde PMI (met uitzondering van het eurogebied) voor de productie per regio en sector

(spreidingsindices)

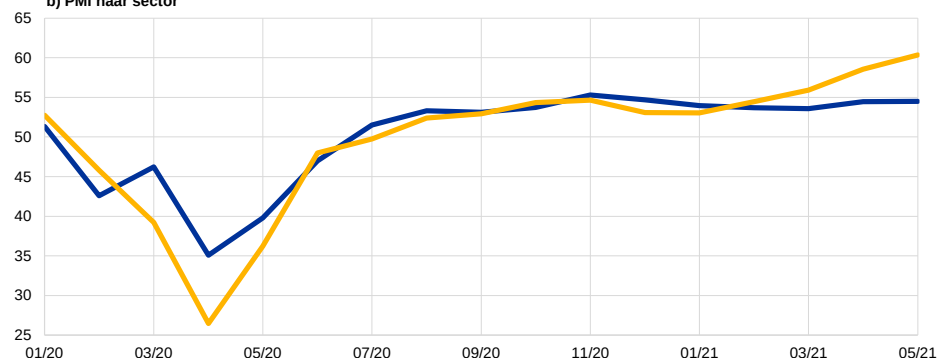
— Ontwikkelde economieën ongerekend het eurogebied
— Opkomende markteconomieën

a) PMI naar regio



— Verwerkende industrie
— Diensten

b) PMI naar sector



Bronnen: Markt en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen mei 2021.

Het mondiale herstel is gesteund door zeer accommoderende financieringsvoorwaarden. In zowel ontwikkelde als opkomende markteconomieën bleven de financieringsvoorwaarden ondersteunend, doordat stijgende obligatierendementen werden gecompenseerd door hogere aandelenkoersen en kleinere ecarts op bedrijfsobligaties.

De vooruitzichten voor de wereldeconomie op korte termijn blijven beïnvloed door het potentiële verloop van de pandemie. De snelle vaccinatiecampagnes in de ontwikkelde economieën buiten het eurogebied lijken erop te duiden dat de pandemie kan worden beheerst en dat economieën geleidelijk weer open kunnen en zich dan vrij snel zullen herstellen. Dat staat in contrast met de pandemiesituatie in een aantal grote opkomende markteconomieën, waar de economische bedrijvigheid naar verwachting verder zal afzwakken ondanks de relatief bescheiden mobiliteitsbeperkingen die tot nu toe door overheden zijn opgelegd.

Er worden enkele positieve overloopeffecten voor de wereldeconomie verwacht van de omvangrijke begrotingsstimuleringsmaatregelen die zijn goedgekeurd door de regering-Biden, die het herstel in de Verenigde Staten

zullen versterken. Het American Rescue Plan (ARP), dat een totale waarde van USD 1,9 biljoen vertegenwoordigt (8,9% bbp), behelst een verlenging van de werkloosheidsuitkeringen, aanvullende eenmalige uitkeringen aan huishoudens en, op lokaal en staatsniveau, hogere uitgaven aan gezondheidszorg en onderwijs. Aanvullende stimuleringscheques die zijn verzonden sinds het ARP medio maart van kracht is geworden zullen naar verwachting de particuliere consumptie de komende kwartalen stimuleren, wat via handelsverbanden leidt tot positieve overloopeffecten. Ondertussen heeft de regering-Biden twee nieuwe begrotingsplannen voor de middellange termijn aangekondigd: het American Jobs Plan en het American Families Plan. Het eerste plan behelst verschillende infrastructuurinvesteringen, die deels zullen worden betaald door hogere vennootschapsbelastingen, terwijl bij het tweede de nadruk ligt op uitgaven aan maatschappelijke dienstverlening en belastingkortingen, vrijwel geheel gefinancierd vanuit hogere inkomstenbelasting. Al met al zullen de effecten van deze twee plannen op de economische bedrijvigheid naar schatting beperkt zijn in vergelijking met het ARP, als gevolg van hun decennia durende tenuitvoerlegging en het feit dat ze zullen worden gefinancierd door middel van hogere belastingen.

Het groeivooruitzicht voor de wereldeconomie is grotendeels ongewijzigd ten opzichte van de vorige projecties. Volgens de projecties stijgt het mondiale reële bbp (exclusief het eurogebied) dit jaar met 6,2%. Daarna vertraagt de groei naar 4,2% in 2022 en 3,7% in 2023. In vergelijking met de eerdere projecties zijn deze percentages voor 2021 met 0,3 procentpunt neerwaarts bijgesteld, voor 2022 met 0,3 procentpunt opwaarts bijgesteld en voor 2023 ongewijzigd gelaten. Dit patroon weerspiegelt verschillende, elkaar beïnvloedende factoren, zoals de intensivering van de pandemie in de ontwikkelde economieën begin dit jaar, en recentelijk ook in opkomende markteconomieën, de macro-economische gevolgen van het omvangrijke Amerikaanse stimuleringsmaatregelenpakket en de betere vooruitzichten in andere ontwikkelde economieën dankzij de snelle vaccinatiecampagnes. Wat opkomende markteconomieën betreft verslechterde het vooruitzicht voor de korte termijn aanzienlijk als gevolg van de verergering van de epidemiologische omstandigheden. Maar indicatoren met betrekking tot mobiliteit en economie wijzen erop dat de schade als gevolg van de huidige golf mogelijk minder ernstig is dan die van afgelopen voorjaar.

In de Verenigde Staten zal de economische bedrijvigheid naar verwachting groeien als gevolg van sterke beleidssteun en een geleidelijke heropening van de economie. Na de solide groei van 6,4% op jaarbasis in het eerste kwartaal van 2021 zal de bedrijvigheid naar verwachting in het tweede kwartaal verder aantrekken, tegen de achtergrond van sterke consumptieve bestedingen gesteund door de verstrekking van directe inkomenssteun aan huishoudens door de overheid. Ondertussen bleef het aantal vacatures op de arbeidsmarkt relatief groot en bleef de werkloosheidsgraad eveneens relatief hoog. Dat betekent dat een slechte aansluiting tussen gevraagde en aangeboden vaardigheden en een tekort aan werknemers in de contactintensieve dienstensector mogelijk voor enige tegenwind kunnen gaan zorgen wanneer de economie weer open gaat. Uit arbeidsmarktenquêtes blijkt dat de stijging van de uurlonen in april versnelde en het aantal per week gewerkte uren naar een recordhoogte steeg, met name in sectoren

met veel vacatures, zoals de horeca. De totale consumptieprijsinflatie op jaarbasis steeg tot 4,2% in april. Hoewel de stijging van de totale inflatie vooral het gevolg was van een sterke stijging op jaarbasis van de energiecomponent, steeg de kerninflatie eveneens aanzienlijk doordat zwaar door de pandemie getroffen sectoren, zoals de luchtvaart en accommodaties, hun prijzen sterk hebben verhoogd nu de economie weer open gaat. De verstoring van wereldwijde toeleveringsketens drukte op de productie van auto's in de Verenigde Staten en heeft waarschijnlijk bijgedragen aan de stijging van de prijzen van tweedehands auto's in april.

In het Verenigd Koninkrijk zullen begrotingsuitgaven en de verlenging van belangrijke als reactie op het coronavirus genomen maatregelen naar verwachting de economie steunen. De reële bbp-groei daalde in het eerste kwartaal van 2021, toen er sprake was van een strenge lockdown, met 1,5%. Deze relatief kleine krimp duidt erop dat bedrijven en huishoudens zich goed wisten aan te passen aan de beperkingen door de overheid. Toch was de particuliere consumptie goed voor een negatieve bijdrage, evenals de aanzienlijk afbouw van de voorraden die eind vorig jaar waren opgebouwd als gevolg van de vrees voor een "no-deal"-Brexit. Maar tegen het einde van het eerste kwartaal, toen de vaccinaties vorderden en de beperkingen op mobiliteit geleidelijk werden versoepeld, begon de economische bedrijvigheid weer aan te trekken. Ondernemersonderzoeken, indicatoren voor het consumentenvertrouwen en mobiliteitstrackers wijzen allemaal op een sterke heropleving in het tweede kwartaal. De consumentenprijsinflatie op jaarbasis steeg naar 1,5% in april, een stijging ten opzichte van 0,7% in de maand daarvoor, terwijl de kerninflatie steeg naar 1,3% in april ten opzichte van 1,1% in maart. De inflatiestijging was hoofdzakelijk het gevolg van stijgende energieprijzen, doordat de recente verhoging van de olieprijs begon door te werken in de energieprijzen voor huishoudens, bovenop de gestegen transportprijzen. Wat de toekomst betreft zal de kerninflatie de komende maanden naar verwachting blijven stijgen naar het streefgetal van 2% van de Bank of England, voornamelijk als gevolg van basiseffecten voortvloeiend uit de lage prijsdruk in het voorjaar van 2020 en de gevolgen van de recente stijging van de energieprijzen.

In China zal de economische bedrijvigheid naar verwachting tijdens de projectieperiode gestaag blijven groeien. Enquêtecijfers duiden in mei op een stabiele groeidynamiek. Deze kwam na zwakker dan verwachte groeicijfers voor de industriële productie en de detailhandelsverkoop in de maand daarvoor, terwijl de uitvoergroei in april solide was en een bredere basis krijgt tegen de achtergrond van toenemende wereldwijde vraag. Expansief beleid bleef het herstel eveneens steunen, hoewel de beleidskoers geleidelijk evenwichtiger aan het worden is. Kijkend naar de toekomst zal de voornaamste aanjager van de economische bedrijvigheid naar verwachting verschuiven van investeringen naar particuliere consumptie, doordat de vooruitzichten voor de werkgelegenheid en inkomens aantrekken. De totale consumentenprijsinflatie op jaarbasis steeg bescheiden naar 1,3% in mei ten opzichte van 0,9% in april. De consumentenprijsinflatie bleef in het algemeen gematigd. Hoewel de energieprijzen flink stegen, blijft de inflatie van de voedselprijzen beperkt dankzij het herstel van het aanbod aan varkensvlees, na de uitbraak van Afrikaanse varkenspest vorig jaar. Tegelijkertijd steeg de producentenprijsinflatie op jaarbasis naar 9,0% in mei.

In Japan zal het herstel naar verwachting later dit jaar steviger inzetten en vervolgens met een gematigder tempo verlopen. De sterkere binnenlandse vraag volgend op een versoepeling van de beheersingsmaatregelen zal het geleidelijke maar gestage herstel naar verwachting steunen in combinatie met doorlopende begrotingssteun en zich herstellende externe vraag. Het reële bbp daalde in het eerste kwartaal van 2021 met 1,3% doordat de tweede noodtoestand, ingesteld tussen begin januari en medio maart, drukte op de particuliere consumptie en bedrijfsinvesteringen. Als gevolg van de eind april aangekondigde derde noodtoestand en de beperkte voortgang van de vaccinaties zal waarschijnlijk pas in de tweede helft van dit jaar sprake zijn van een steviger herstel. De totale CPI-inflatie op jaarbasis bedroeg in april -0,4%, doordat de gevolgen van de stijgende energieprijzen werden gecompenseerd door een scherpe daling van mobiele-telefoniekosten. De CPI-inflatie op jaarbasis zal naar verwachting tijdens de projectieperiode geleidelijk stijgen, maar onder het streefcijfer van de Bank of Japan blijven.

In Midden- en Oost-Europese EU-lidstaten vertraagde het herstel rond de jaarwisseling aanzienlijk. Naar verwachting zal het op korte termijn verder vertragen doordat de verslechterde pandemietoestand op de bedrijvigheid blijft drukken. Zodra de lockdowns worden versoepeld en er vooruitgang wordt geboekt met vaccineren zal de bedrijvigheid naar verwachting geleidelijk aan dynamiek winnen, daarbij gesteund door accommoderend begrotingsbeleid en monetair beleid.

In grote grondstofexporterende landen herstelt de economische bedrijvigheid zich doordat de wereldwijde vraag stijgt. In Rusland zou, na een relatief milde recessie vorig jaar, de economische bedrijvigheid in het eerste kwartaal volgens de projectie iets toenemen. Wat de toekomst betreft zal de groeiende wereldwijde vraag naar olie in combinatie met het weer opveren van de consumptie en de investeringen de bedrijvigheid gedurende de projectieperiode naar verwachting steunen. In Brazilië bleef de bedrijvigheid zich gedurende het eerste kwartaal herstellen en bereikte deze bijna het niveau van vóór de pandemie, ondanks de heropleving van het aantal nieuwe besmettingen. In de toekomst zullen sterkere externe vraag en particuliere bestedingen het herstel naar verwachting aanjagen. Daar staat tegenover dat het monetaire beleid recent is verstrakt en de begrotingsruimte beperkt blijft.

In Turkije vertraagt de binnenlandse vraag tegen de achtergrond van de geleidelijk afgebouwde kredietstimulans. Daarnaast blijven toegenomen beleidsonzekerheid en afgezwakt marktvertrouwen drukken op de economische vooruitzichten voor de korte termijn. De effecten van de zwakkere binnenlandse absorptie op de economische bedrijvigheid is gecompenseerd door betere uitvoerprestaties in het eerste kwartaal van 2021. In de toekomst zal – op voorwaarde dat de recente beleidsverschuiving naar macro-economische stabiliteit zal worden doorgezet – de reële bbp-groei waarschijnlijk gematigd blijven maar evenwichtiger zijn.

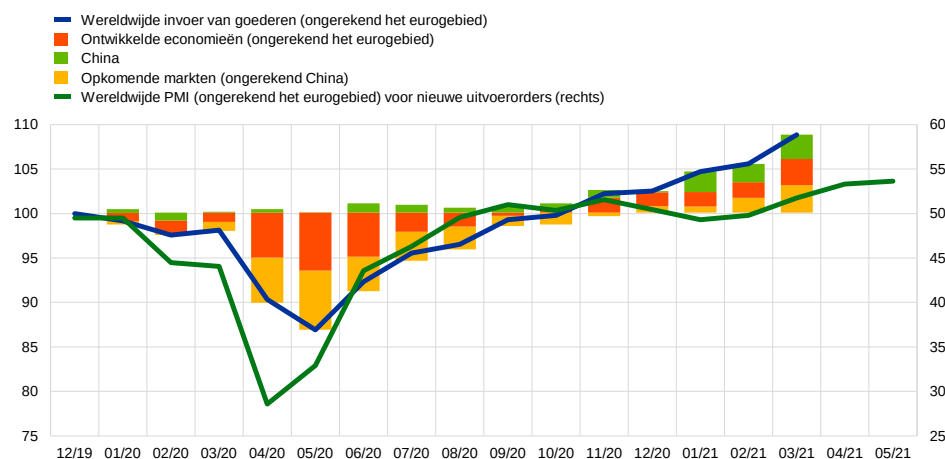
Het herstel van de wereldhandel zet onverminderd door nu de binnenlandse vraag aantrekt in ontwikkelde economieën en China. Na het dynamische herstel van de wereldwijde goederenimport (exclusief het eurogebied) eind 2020 is de

groeidynamiek recent iets vertraagd. Het herstel wordt voornamelijk aangedreven door een verbetering van de binnenlandse absorptie in belangrijkste ontwikkelde economieën en in China, ondanks de iets hogere volatiliteit die werd waargenomen rondom de vakantie in verband met het Chinese Nieuwjaar (Grafiek 2). Hoewel de internationale dienstenhandel aan dynamiek wint, blijft de stijging hiervan na het dieptepunt van laat in het voorjaar van 2020 geleidelijk, doordat beheersingsmaatregelen en reisbeperkingen van kracht blijven. Op korte termijn wordt een onbelemmerd herstel van de wereldhandel voorzien. De PMI voor nieuwe uitvoerorders steeg in mei verder en bleef daarbij ruim boven het langetermijngemiddelde, wat wijst op een verdere versnelling van de wereldhandel op korte termijn. Verstoringen van mondiale toeleveringsketens blijven echter voor tegenwind zorgen bij het herstel van de wereldhandel. Hoogfrequente indicatoren van knelpunten in toeleveringsketens, zoals de PMI's voor productieachterstand, staan op hun hoogste niveau sinds de nasleep van de wereldwijde financiële crisis, terwijl de PMI voor levertijden van leveranciers toenam en momenteel bijna op het recordniveau staat dat tijdens het hoogtepunt van de pandemie werd waargenomen. Daarnaast wijzen het hoge niveau van de PMI voor de verhouding tussen orderontvangst en voorraad en de PMI voor productieachterstand erop dat de productie maar met moeite kan voldoen aan de sterke en stijgende vraag, met name in de technologiesector en de auto-industrie.

Grafiek 2

Wereldwijde invoer van goederen en nieuwe uitvoerorders (met uitzondering van het eurogebied)

(links: index, december 2019 = 100; rechts: spreidingsindex)



Bronnen: Markit, CPB en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen mei 2021 voor de PMI-gegevens en maart 2021 voor de wereldgoedereninvoer.

De betere vooruitzichten voor de belangrijkste handelspartners van het eurogebied hebben geleid tot een stijgende buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied. De buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied zal naar verwachting dit jaar met 8,6% groeien en in 2022 en 2023 met respectievelijk 5,2% en 3,4%, wat neerkomt op een opwaartse bijstelling voor alle drie de jaren ten opzichte van de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2021. Hierin komt vooral

de sterker dan voorspelde vraag vanuit de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk tot uiting, ondanks de slechter dan verwachte resultaten in het eerste kwartaal. Over het algemeen impliceren de positievere resultaten van het begin van het jaar en de verbeterde vooruitzichten voor een aantal belangrijke handelspartners van het eurogebied dat het verschil in de ontwikkeling van de wereldhandel ten opzichte van het pad van vóór de pandemie verder is gekrompen. De groei van de mondiale invoer (met uitzondering van het eurogebied) is sterk opwaarts bijgesteld voor de projectieperiode en zal naar verwachting in 2021 met 10,8% stijgen, om vervolgens te vertragen naar 4,9% in 2022 en 3,7% in 2023.

De risico's voor de basisprojectie voor de mondiale groei worden als breed in balans beschouwd, terwijl die voor de mondiale inflatie opwaarts gericht zijn.

Net als bij de voorgaande projectieronde worden er twee verschillende scenario's voor de mondiale vooruitzichten gebruikt om de onzekerheid omtrent de toekomstige ontwikkeling van de pandemie te illustreren. Deze scenario's weerspiegelen de wisselwerking tussen de pandemie en het daarmee samenhangende verloop van de beperkingsmaatregelen.¹ Andere risico's voor de mondiale vooruitzichten voor de bedrijvigheid houden verband met een sneller dan momenteel voorziene afbouw van spaaroverschotten die tijdens de pandemie zijn opgebouwd in ontwikkelde economieën. Dat zou in deze economieën kunnen leiden tot sterkere particuliere consumptie en daardoor bedrijvigheid en inflatie. Door de vooruitzichten van een sterker en sneller herstel in ontwikkelde economieën kunnen de verwachtingen van marktpartijen ten aanzien van de ontwikkeling van wereldwijd monetair beleid veranderen en het risico van herprijzing op de mondiale financiële markten toenemen. Dit type herprijzing drukt veelal zwaarder op opkomende markteconomieën, met name als deze een zwakkere basis hebben. Het zou in zowel ontwikkelde als opkomende markteconomieën de risico's versterken die samenhangen met hoge schuldenlasten. Als de verstoringen in de mondiale toeleveringsketens langer aanhouden dan momenteel wordt aangenomen, kan dat leiden tot hogere inflatoire druk en tegenwind voor het herstel van de mondiale bedrijvigheid en handel.

Mondiale prijsontwikkelingen

De wereldwijde grondstoffenprijzen zijn sinds de vorige projecties verder gestegen.

De prijsstijgingen die vorige zomer al waren ingezet, hielden in maart tijdelijk in tegen een achtergrond van volatiel marktsentiment als gevolg van stijgende rendementen op staatsobligaties. Dat leidde tot een lichte correctie van de olieprijzen, terwijl de prijzen voor voeding en metalen overwegend stabiel bleven. Sindsdien zijn de prijzen echter opnieuw gestegen, doordat accommoderend beleid in combinatie met de huidige vaccinatiecampagnes en de verwachte versoepeling van beheersingsmaatregelen leidde tot verbeterde vooruitzichten voor de vraag naar grondstoffen. Volgens het Internationaal Energieagentschap zal de mondiale vraag naar olie naar verwachting eind 2021 weer grotendeels het volume hebben

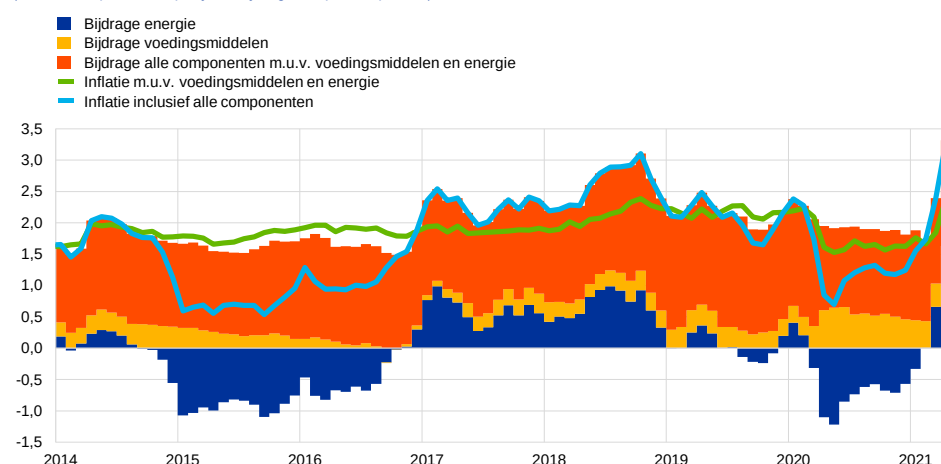
¹ Zie voor meer informatie Paragraaf 5 van de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2021, getiteld "[Alternatieve scenario's voor de economische vooruitzichten van het eurogebied](#)".

herwonnen dat tijdens de pandemie verloren ging. Tegen deze achtergrond heeft de OPEC+ geleidelijk de productiedoelstellingen naar boven bijgesteld, inclusief het geleidelijk afbouwen van de eenzijdige productiebeperkingen door Saoedi-Arabië. Over het geheel genomen worden de mondiale olieprijsen bepaald door een combinatie van sterkere vraag en geleidelijk stijgend aanbod en daarnaast geschraagd door een positief mondiaal risicosentiment.

De mondiale consumptieprijsinflatie zal volgens de projecties stijgen tegen een achtergrond van hogere grondstoffenprijzen en herstellende vraag. De voorziene inflatiestijging zal echter waarschijnlijk van voorbijgaande aard zijn, gezien de mate van onderbenutting in de wereldeconomie en de verankerde inflatieverwachtingen. In de landen van de Organisatie voor Economische Ontwikkeling en Samenwerking (OESO) steeg de consumentenprijsinflatie op jaarbasis naar 3,3% in april ten opzichte van 2,4% in maart (Grafiek 3). De energieprijzen stegen scherp, terwijl de inflatie van de voedselprijzen in april verder matigde. De CPI-kerninflatie exclusief voeding en energie steeg, naar 2,4% in april ten opzichte van 1,8% de maand daarvoor. De totale consumentenprijsinflatie op jaarbasis steeg in alle ontwikkelde economieën, maar bleef in Japan negatief. Wat betreft belangrijke opkomende markteconomieën buiten de OESO bewoog de totale inflatie op jaarbasis in China steviger in de plus na twee kwartalen van vrijwel nulinflatie.

Grafiek 3
CPI-inflatie in OESO-landen

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: OESO en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen april 2021.

De dit jaar waargenomen stijgende inflatie en de verwachte geleidelijke vertraging hiervan zijn ook opgenomen in de projecties voor de uitvoerprijzen van concurrenten van het eurogebied. Verwacht wordt dat de uitvoerprijzen van concurrenten van het eurogebied (in nationale valuta) in de loop van dit jaar aanzienlijk zullen stijgen. Ten opzichte van de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2021 zijn de uitvoerprijzen van concurrenten van het eurogebied voor dit jaar opwaarts bijgesteld tegen een achtergrond van hogere grondstoffenprijzen en sterkere vraag. Als verder naar de toekomst wordt gekeken, zijn de uitvoerprijzen van concurrenten van het eurogebied breed vergelijkbaar met eerdere projecties.

2 Financiële ontwikkelingen

Hoewel de termijncurve van de euro overnight index average (EONIA) licht is gestegen voor middellange tot lange looptijden, is het korte eind van de curve grotendeels gelijk gebleven, wat erop wijst dat de beleidsrente op de zeer korte termijn naar verwachting niet zal veranderen. Tijdens de verslagperiode (11 maart tot en met 9 juni 2021) zijn de rendementen op staatsobligaties in het eurogebied gematigd gestegen, met name tegen de achtergrond van verbeterde economische vooruitzichten als gevolg van de voortschrijdende vaccinatiecampagnes in het eurogebied en doorlopende beleidssteun. De meer recente stijging van de ecarts op overheidsobligaties ten opzichte van de overnight index swap (OIS) in verschillende rechtsgebieden kan ook deels verband houden met speculatie over een vervroegde afname van de aankopen in het kader van het pandemie-noodaankoopprogramma (Pandemic Emergency Purchase Programme - PEPP). De aandelenprijzen zijn ook gestegen, gesteund door een sterk herstel van de verwachte bedrijfswinsten, terwijl de discontovoet relatief laag bleef. De rendementsecarts op bedrijfsobligaties in het eurogebied bleven dalen en op een niveau dat voor het laatst is waargenomen in maart 2020. Op de valutamarkten trok de nominaal-effectieve wisselkoers van de euro licht aan.

De EONIA en de kortetermijnrente voor de euro (euro short-term rate – €STR) bedroegen tijdens de verslagperiode gemiddeld respectievelijk -48 en -57

basispunten.² De overliquiditeit steeg met circa € 516 miljard naar ongeveer € 4.207 miljard, met name als gevolg van aankopen van activa in het kader van het PEPP en het programma voor de aankoop van activa (APP), naast de gebruikmaking van de TLTRO III.7-transactie van € 330,5 miljard. Deze liquiditeitsinjecties werden voor een deel gecompenseerd door ontwikkelingen in de autonome factoren en de afwikkeling van TLTRO II-transacties.

Hoewel de termijncurve van de EONIA voor middellange tot lange looptijden vlakke gedurende de verslagperiode iets naar boven verschoof, bleef het korte eind van de curve grotendeels onveranderd, wat erop blijft wijzen dat een verandering van de rente op de depositofaciliteit op de korte termijn waarschijnlijk niet ophanden is (Grafiek 4).

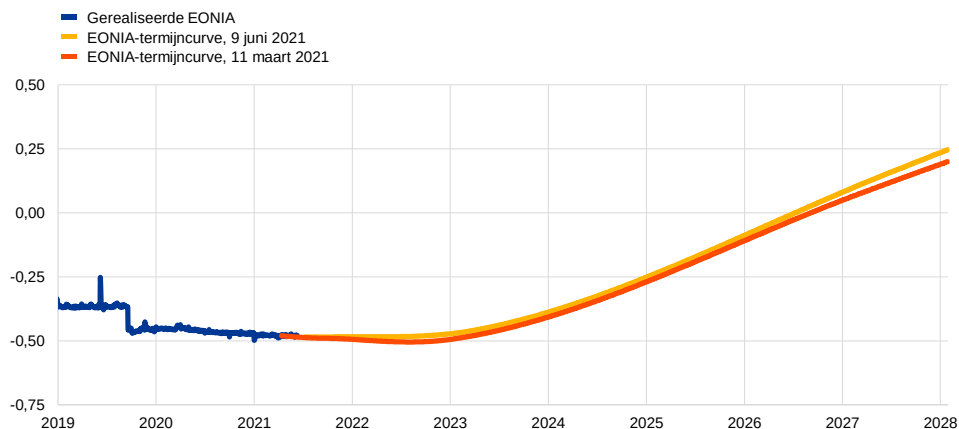
Het korte eind van de termijncurve van de EONIA is momenteel vrijwel vlak, wat erop duidt dat financiële marktpartijen geen ophanden zijnde renteverlaging of -verhoging inprezen. De tienjaars transactiekoers van de EONIA steeg met 6,2 basispunten.

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

Grafiek 4

EONIA-termijnrente

(procenten per jaar)



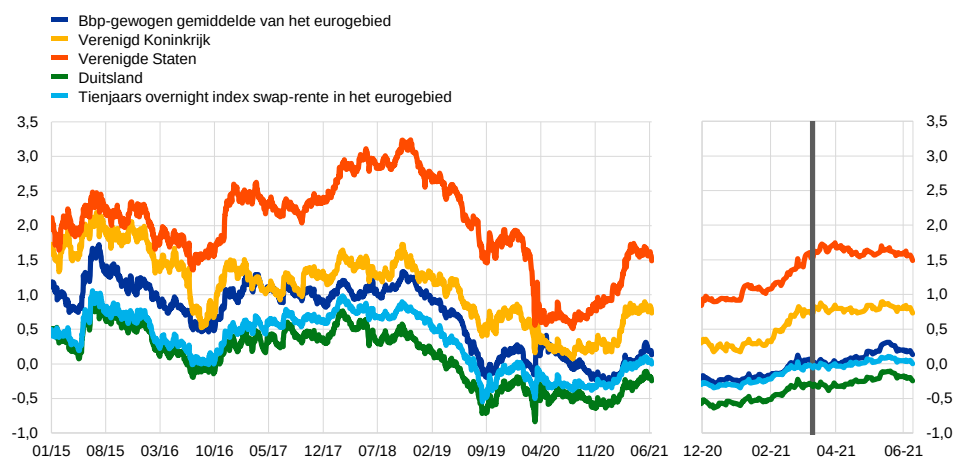
Bronnen: Refinitiv en berekeningen van de ECB.

De rendementen op overheidsobligaties zijn tijdens de verslagperiode enigszins gestegen (Grafiek 5). De rendementen op overheidsobligaties in het eurogebied stegen merkbaar doordat termijnpremies minder negatief werden. De verbetering van de situatie met betrekking tot de volksgezondheid en een daarmee corresponderende verbetering van de beoordeling van de economische vooruitzichten door marktdeelnemers droegen bij aan deze ontwikkeling. Met name het bbp-gewogen rendement op tienjaars overheidsobligaties voor het eurogebied steeg met 14 basispunten naar 0,13%. Tegelijkertijd daalde het rendement op tienjaars overheidsobligaties in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk licht naar 1,49% respectievelijk 0,73%.

Grafiek 5

Rendementen op tienjaars overheidsobligaties

(procenten per jaar)



Bronnen: Refinitiv en berekeningen van de ECB.

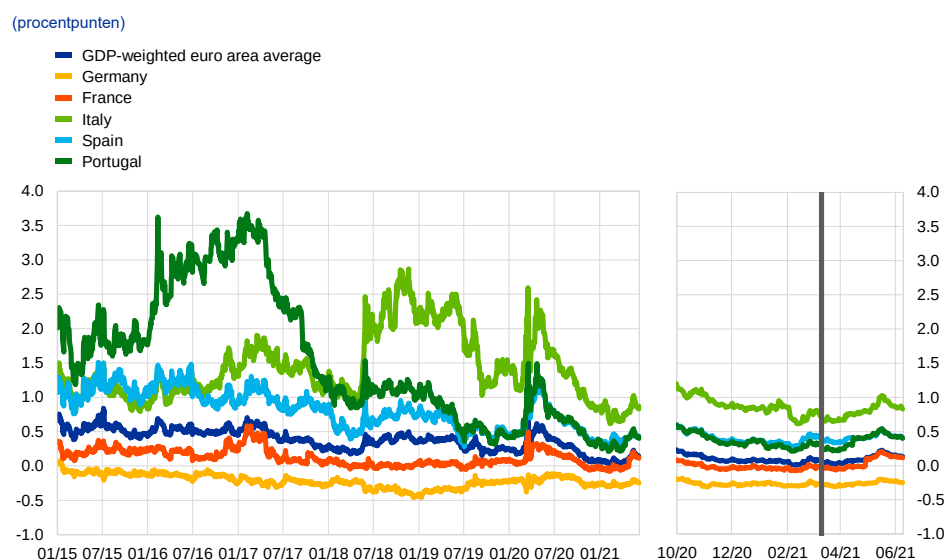
Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het begin van de verslagperiode op 11 maart 2021 aan. De meest recente waarneming betreft 9 juni 2021.

De langetermijnecarts op de overheidsobligaties in het eurogebied ten opzichte van de OIS-rentes steeg gematigd (Grafiek 6).

Hoewel de toename van de rendementsecarts gedurende de verslagperiode deels kan worden toegerekend aan een stijging van de kredietrisicopremies, houden meer recente schommelingen mogelijk verband met speculaties over aanpassingen aan de snelheid van aankopen in het kader van het PEPP en het significante aanbod aan overheidsobligaties. Al met al is de stijging van de rendementen op overheidsobligaties breed geweest: Italiaanse, Portugese en Franse tienjaars ecarts stegen met respectievelijk 16, 15 en 15 basispunten naar 0,83%, 0,40% en 0,11%. Tijdens dezelfde periode stegen de ecarts op Duitse en Spaanse tienjaars overheidsobligaties met 3 respectievelijk 4 basispunten naar -0,25% en 0,41%.

Grafiek 6

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



Bronnen: Refinitiv en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De ecart wordt berekend door de tienjaars OIS-rente in mindering te brengen op het rendement op tienjaars overheidsobligaties. De verticale grijze lijn geeft het begin van de verslagperiode op 11 maart 2021 aan. De meest recente waarneming betreft 9 juni 2021.

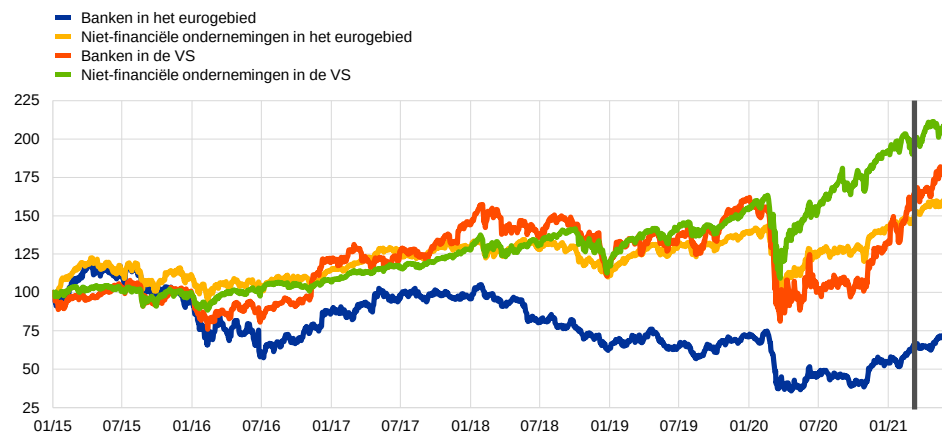
De aandelenkoersen stegen aan beide zijden van de Atlantische Oceaan en bereikten recordhoogtes in de Verenigde Staten als gevolg van hogere winstgroeiverwachtingen en relatief laag blijvende discontovoeten (Grafiek 7).

De aandelenkoersen in het eurogebied stegen tegen de achtergrond van aanhoudend lage discontovoeten en – met name – een sterk herstel van de winstgroeiverwachtingen van bedrijven. De aandelenmarkten bleven echter voor verschillende sectoren en landen een ongelijkmatig herstel vertonen. Tegelijkertijd waren er geen duidelijke tekenen van overwaardering of overmatige risicobereidheid. Al met al zijn de aandelenkoersen van niet-financiële ondernemingen (*non-financial corporations* – NFC's) in het eurogebied en de VS met 7,9% respectievelijk 5,4% gestegen, terwijl de aandelenkoersen van banken in het eurogebied en de VS stegen met 11% respectievelijk 8,6%.

Grafiek 7

Aandelenkoersindices eurogebied en VS

(index: 1 januari 2015 = 100)



Bronnen: Refinitiv en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het begin van de verslagperiode op 11 maart 2021 aan. De meest recente waarneming betreft 9 juni 2021.

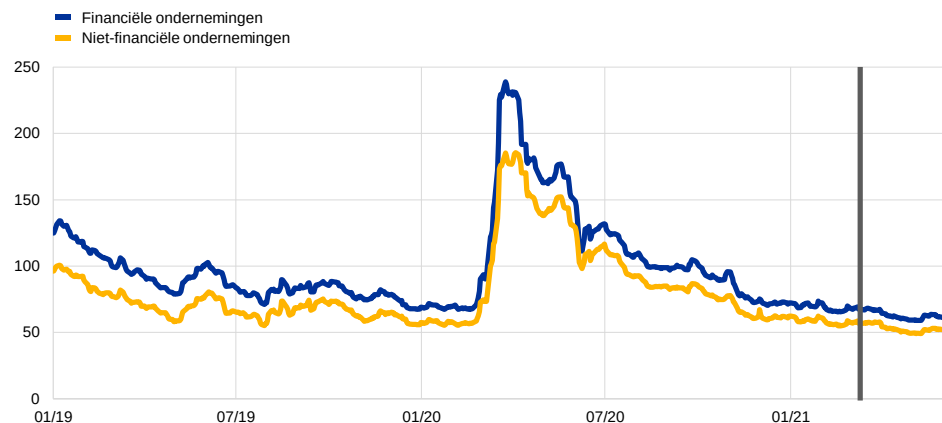
De rendementecarts op bedrijfsobligaties in het eurogebied bleven licht dalen naar de niveaus die vóór maart 2020 werden waargenomen (Grafiek 8).

De ecarts op bedrijfsobligaties in het eurogebied weerspiegelden de stijgingen van de aandelenkoersen en bleven dalen. De ecarts op zowel door NFC's uitgegeven kredietwaardige bedrijfsobligaties als op door de financiële sector uitgegeven obligaties daalden tijdens de verslagperiode met respectievelijk 8 en 9 basispunten en bereikten daarmee de niveaus van vóór de pandemie. De oorzaken van deze aanhoudende daling houden waarschijnlijk verband met verdere verbetering van de macro-economische vooruitzichten, in combinatie met de ongekende beleidssteun en de momenteel relatief gunstige beoordeling door kredietbeoordelingsbureaus van de kredietrisico's op korte termijn. Niettemin blijven er kwetsbaarheden bestaan en lijkt het huidige niveau van de ecarts te zijn gebaseerd op aanhoudende beleidssteun.

Grafiek 8

Rendementsecarts bedrijfsobligaties in het eurogebied

(basispunten)



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

Toelichting: De ecarts zijn het verschil tussen de rente op activaswaps en de risicovrije rente. De indices omvatten obligaties met verschillende looptijden (maar met minimaal één jaar resterend) met een investment grade rating. De verticale grijze lijn geeft het begin van de verslagperiode op 11 maart 2021 aan. De meest recente waarneming betreft 9 juni 2021.

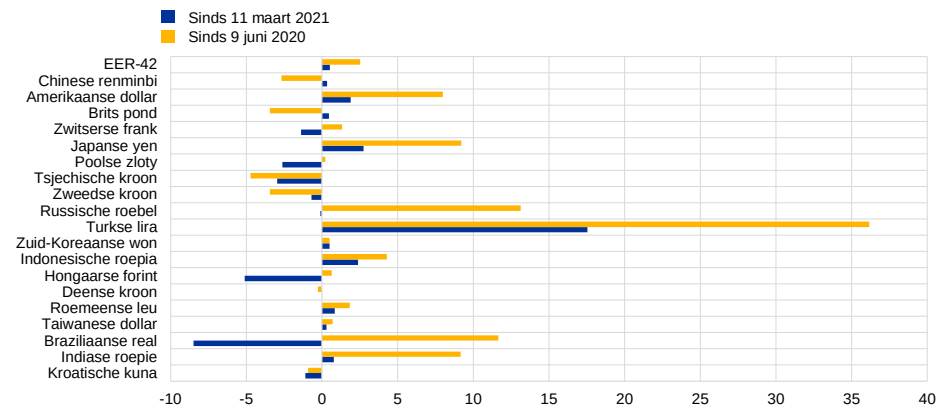
Op de valutamarkten is de waarde van de euro op handelsbasis licht gestegen (Grafiek 9) tegen de achtergrond van verbeterde economische vooruitzichten voor het eurogebied.

De nominaal-effectieve wisselkoers van de euro is tijdens de verslagperiode ten opzichte van de valuta's van 42 van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied met 0,5% gestegen. Ten opzichte van de Amerikaanse dollar steeg de euro in waarde (met 1,9%) als gevolg van de verbeterde vooruitzichten voor de economie van het eurogebied, doordat het vaccinatietempo steeg, in combinatie met de zwakte van de dollar, die vanaf eind maart is gedaald ten opzichte van de rendementen op Amerikaanse overheidsobligaties. De euro steeg ook ten opzichte van de Japanse yen (met 2,7%), het Britse pond (met 0,4%) en de Chinese renminbi (met 0,3%). De euro steeg sterk (met 17,5%) ten opzichte van de Turkse lira, waarvan de waarde breed daalde, maar daalde significant (met 8,5%) ten opzichte van de Braziliaanse real, die sterk aantrok als gevolg van terugverende grondstoffenprijzen. De euro daalde ook ten opzichte van de Zwitserse frank (met 1,4%) en de valuta's van verschillende EU-lidstaten buiten het eurogebied, waaronder de Hongaarse forint, de Tsjechische kroon en de Poolse zloty.

Grafiek 9

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

(mutaties in procenten)



Bron: ECB.

Toelichting: EER-42 is de nominaal-effectieve wisselkoers van de euro ten opzichte van de valuta's van 42 van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied. Een positieve (negatieve) verandering komt overeen met een stijging (daling) van de waarde van de euro. Alle veranderingen zijn berekend op basis van de wisselkoersen van 9 juni 2021.

Het bbp daalde verder met 0,3% in het eerste kwartaal van 2021 tot 5,1% onder het niveau van het vierde kwartaal van 2019 (vóór de pandemie). De binnenlandse vraag droeg in het eerste kwartaal van 2021 negatief bij aan de groei, terwijl de nettohandel een kleine positieve bijdrage leverde. Voorraadmutaties hadden een sterk positief effect op de groei. Conjunctuurenquêtes onder producenten en consumenten en hoogfrequente indicatoren wijzen op een aanzienlijke verbetering van de bedrijvigheid in het tweede kwartaal van dit jaar. De productie in de verwerkende industrie blijft krachtig dankzij de solide mondiale vraag, ook al zouden knelpunten aan de aanbodzijde de industriële bedrijvigheid op korte termijn enigszins parten kunnen spelen. Tegelijkertijd wijzen bedrijfsenquêtes op een sterke heropleving van de dienstensector dankzij de teruglopende besmettingscijfers, die een geleidelijke normalisering van contactintensieve activiteiten mogelijk maken. De indicatoren voor het consumentenvertrouwen gaan erop vooruit en wijzen op een krachtige heropleving van de particuliere consumptie tijdens de komende periode. De bedrijfsinvesteringen geven blijk van veerkracht, ondanks zwakkere bedrijfsbalansen en nog altijd onzekere economische vooruitzichten. Verwacht wordt dat de groei in de tweede helft van 2021 sterk blijft verbeteren, naarmate de voortgang bij de vaccinatiecampagnes een verdere versoepeling van de beperkende maatregelen mogelijk zou moeten maken. Op middellange termijn wordt het herstel van de economie van het eurogebied naar verwachting geschraagd door de sterkere mondiale en binnenlandse vraag, evenals door de aanhoudende steun van zowel het monetair als het budgettair beleid.

Deze beoordeling komt tot uiting in het basisscenario uit de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2021. In deze projecties wordt uitgegaan van een reële bbp-groei op jaarbasis van 4,6% in 2021, 4,7% in 2022 en 2,1% in 2023. Ten opzichte van de door medewerkers van de ECB in maart 2021 opgestelde macro-economische projecties zijn de vooruitzichten voor de economische bedrijvigheid opwaarts bijgesteld voor 2021 en 2022 en onveranderd gebleven voor 2023.

Al met al worden de risico's rond de groeivooruitzichten voor het eurogebied beschouwd als grotendeels in evenwicht. Enerzijds zou een nog sneller herstel kunnen berusten op betere vooruitzichten voor de mondiale vraag en een sneller dan verwachte afname van de besparingen van huishoudens zodra de beperkingen op sociale interactie en reizen worden opgeheven. Anderzijds blijven de pandemie, met inbegrip van de verspreiding van virusvarianten, en de gevolgen daarvan voor het economische en financiële klimaat, bronnen van neerwaarts risico.

Na een nieuwe inkrimping van de productie in het eerste kwartaal van 2021 wordt voor het tweede kwartaal een opleving van de economische bedrijvigheid in het eurogebied verwacht.

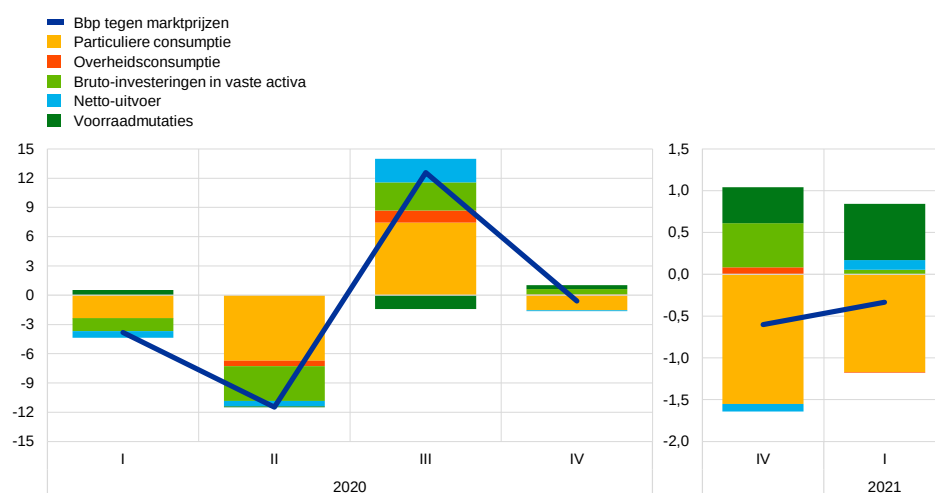
Het reële bbp daalde in het eerste kwartaal van 2021 verder met 0,3% op kwartaalbasis, na een daling met 0,6% in het vierde kwartaal van vorig jaar (Grafiek 10). De daling was enigszins beperkter dan de in de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2021 verwachte krimp van 0,4%. De daling van de productie in

het eerste kwartaal was toe te schrijven aan de binnenlandse vraag, met name de particuliere consumptie, terwijl de voorraadmutaties een sterk positief effect hadden en de nettohandel verder licht positief bijdroeg. Aan de productiezijde bleven de ontwikkelingen in het eerste kwartaal van sector tot sector sterk uiteenlopen. Terwijl de toegevoegde waarde in de dienstensector verder afnam, steeg de productie in de industriële sector (ongerekend de bouwnijverheid) opnieuw.

Grafiek 10

Reëel bbp van het eurogebied en samenstelling

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



Bron: Eurostat.

De arbeidsmarkt in het eurogebied blijft genieten van de aanzienlijke ondersteunende beleidsmaatregelen die de gevolgen van de pandemie milderen.

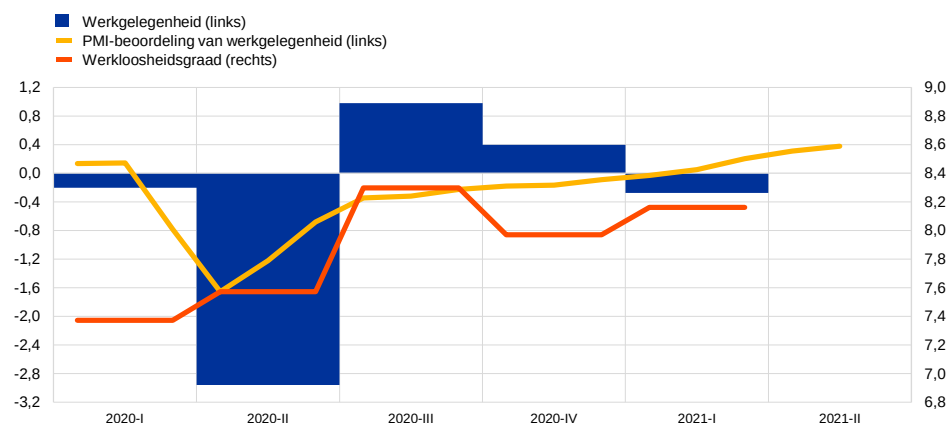
Volgens de voorlopige flashgegevens daalde de werkgelegenheid in het eerste kwartaal van 2021 met 0,3% op kwartaalbasis, na een stijging met 0,3% in het vierde kwartaal van 2020 (Grafiek 11). Het werkloosheidspercentage in dat kwartaal steeg bijgevolg tot 8,2%, van 8,0% in het voorgaande kwartaal. In het eerste kwartaal van 2021 lag de werkgelegenheid 2,2% onder het niveau dat werd opgetekend in het vierde kwartaal van 2019 vóór de uitbraak van de pandemie. De gewerkte uren blijven een belangrijke rol spelen bij de aanpassing van de arbeidsmarkten van het eurogebied en de beleidsreacties op de uitdagingen als gevolg van de pandemie. Het totale aantal gewerkte uren nam af met 1,5% op kwartaalbasis in het vierde kwartaal van 2020 – de laatste beschikbare gegevens – na een stijging met 14,7% in het derde kwartaal, en bleef 6,4% onder het niveau van eind 2019. Ondertussen daalde het werkloosheidspercentage tot 8,0% in april 2021, tegen een niveau van 8,1% in de voorgaande maand en onder de piek van de pandemiecrisis van 8,7% in augustus 2020. Niettemin ligt het werkloosheidspercentage boven het in februari 2020 opgetekende niveau van 7,3% vóór de pandemie. De werknemers die onder regelingen voor het behoud van arbeidsplaatsen vallen, vertegenwoordigden naar schatting ongeveer 6% van de beroepsbevolking in maart 2021, tegenover nog 20% in april 2020. Het aantal werknemers dat onder dergelijke regelingen valt, neemt sinds oktober 2020 evenwel weer toe als gevolg van nieuwe beperkende maatregelen in sommige landen.

Vooruitblikkend vormt het aanzienlijke aantal werknemers dat nog steeds onder een regeling voor het behoud van arbeidsplaatsen valt opwaartse risico's voor het werkloosheidspercentage.

Grafiek 11

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

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



Bronnen: Eurostat, Markit en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De PMI-werkgelegenheidsindex wordt getoond aan een maandelijkse frequentie; werkgelegenheid en werkloosheid worden getoond op kwartaalbasis. De PMI wordt uitgedrukt als afwijking van 50 gedeeld door 10. De meest recente waarnemingen betreffen het eerste kwartaal van 2021 voor de werkgelegenheid, mei 2021 voor de PMI en april 2021 voor het werkloosheidscijfer.

Ondanks verbeterde kortetermijnindicatoren voor de arbeidsmarkt, blijven de werkloosheidsverwachtingen van huishoudens hoog. In mei 2021 nam de samengestelde PMI-werkgelegenheidsindicator voor het eurogebied verder toe in expansief terrein. De indicator wijst op een toename van de werkgelegenheid sinds februari van dit jaar. Meer recentelijk verbeterden de verwachtingen van huishoudens over de toekomstige werkloosheidssituatie. Hoewel de werkloosheidsverwachtingen sinds maart 2021 zijn afgenomen, blijven ze aanzienlijk boven het niveau van vóór de pandemie.

Na een daling van de particuliere consumptie in het eerste kwartaal werden de consumenten geleidelijk optimistischer, al blijft hun financiële situatie fragiel.

Na een zwak eerste kwartaal, waarin de particuliere consumptie met 2,3% terugviel, wordt verwacht dat de consumptieve bestedingen zich in de loop van het tweede kwartaal zullen herstellen, al komt dit nog niet volledig tot uiting in een aantal indicatoren die aan het begin van dat kwartaal zijn bekendgemaakt. In april 2021 daalde het volume van de detailhandel op maandbasis met 3,1%, maar het bleef 0,3% boven het gemiddelde niveau in het eerste kwartaal. De registraties van nieuwe personenauto's namen licht af in april (met 0,4% op maandbasis), tot ruim 20% onder het niveau van februari 2020. Positief is dat het consumentenvertrouwen in mei terugkeerde naar het niveau van vóór de pandemie (-5,1 tegen -8,1 in april en -10,8 in maart). De recente stijgingen zijn grotendeels toe te schrijven aan de verbeterde verwachtingen van huishoudens over de algemene economische situatie, terwijl hun beoordeling van hun huidige persoonlijke financiële situatie nog steeds ver onder het niveau van vóór de crisis ligt. Naarmate de economie zich herstelt, moet het inkomen uit arbeid in toenemende mate het inkomen van huishoudens

ondersteunen en hun afhankelijkheid van budgettaire steunmaatregelen verminderen. In april begonnen consumenten ook minder te sparen in de vorm van bankdeposito's, wat samengaat met een geleidelijk herstel van de particuliere consumptie (zie ook Paragraaf 5). Volgens de consumentenenquête van de Europese Commissie zullen de consumptieve bestedingen de komende twaalf maanden blijven stijgen, maar zullen er geen tekenen van uitbundigheid zijn.

De bedrijfsinvesteringen (ongerekend bouwnijverheid) namen licht af in het eerste kwartaal van 2021, maar in het tweede kwartaal en voor de rest van het jaar wordt een forse opleving verwacht. Knelpunten in de toeleveringsketen en een verscherping van de beperkende maatregelen in sommige landen van het eurogebied droegen bij tot een krimp met 0,4% op kwartaalbasis van de niet-bouwinvesteringen in het eerste kwartaal van het jaar, na een hogere groei op kwartaalbasis in het laatste kwartaal van 2020. De daling in het eerste kwartaal is het gevolg van een sterke afname van de investeringen in motorvoertuigen en een duidelijke omslag van de forse investeringen in intellectuele-eigendomsproducten in het laatste kwartaal van 2020, die de krachtige groei van de investeringen in andere machines meer dan tenietdeden. In het tweede kwartaal van 2021 wijzen kortetermijnindicatoren op een aanzienlijke en breed gedragen aantrekking in alle landen. Uit enquêtegegevens over mei blijkt met name dat het vertrouwen in de sector kapitaalgoederen fors is toegenomen, wat de krachtige vraag en de stijgende uitvoerorders weerspiegelt, na de recordhoge productieverwachtingen in april. Aan de aanbodzijde lag de bezettingsgraad in de kapitaalgoederensector bij het begin van het tweede kwartaal ook ruim boven het niveau van vóór de pandemie, en de gemelde belemmeringen voor de productie als gevolg van tekorten aan uitrusting zijn sterk gestegen. Voor het jaar als geheel ondersteunen enquêtegegevens de verwachting van een forsere groei van de bedrijfsinvesteringen. De meest recente enquête over de toegang tot financiering van ondernemingen (Survey on the Access to Finance of Enterprises - SAFE)³ in maart en april 2021 wijst op een stabilisering van investeringsbeslissingen in vaste activa door ondernemingen, ondanks de nog steeds verhoogde onzekerheid en zwakkere bedrijfsbalansen.⁴ In de halfjaarlijkse investeringsenquête van de Europese Commissie van april 2021 wordt uitgegaan van een groei van de industriële investeringen met 7% in 2021 – ongeveer tweemaal het percentage dat in de enquête van november 2020 werd verwacht – en vooral voor uitbreidings- en vervangingsdoeleinden, minder om de productie te rationaliseren.

De investeringen in woningen namen in het eerste kwartaal van 2021 verder toe en de over het geheel genomen positieve trend zal naar verwachting doorzetten. De investeringen in woningen stegen in het eerste kwartaal met 0,5% op kwartaalbasis, en kwamen 1,2% onder het niveau van het laatste kwartaal van 2019 (vóór de crisis) uit. Vooruitblikkend wordt verwacht dat de woninginvesteringen in het eurogebied een positieve trend zullen blijven vertonen, hoewel de kracht van de opwaartse beweging op korte termijn waarschijnlijk zal worden afgeremd door aanbodbeperkingen. Aan de vraagzijde blijkt uit de enquêtegegevens van de

³ Zie "Survey on the Access to Finance of Enterprises", ECB, 1 juni 2021.

⁴ Zie ook de paragraaf "Corporate solvency challenges could weigh on sovereigns, households and creditors" in *Financial Stability Review*, ECB, mei 2021.

Europese Commissie dat de kortetermijnplannen van consumenten om een huis te kopen of te bouwen hun hoogste niveau hebben bereikt sinds begin 2003, terwijl hun voornemen om hun huis te renoveren het hoogste niveau ooit bereikte. Aan de aanbodzijde nam het vertrouwen in de bouwsector in april en mei verder toe. De forse verbetering in de beoordelingen van bouwbedrijven van het totale orderniveau wijst op een sterke vraag naar woningen. Tegelijkertijd nam de bezorgdheid over het aanbod echter toe. Volgens enquêtegegevens van de Europese Commissie werden bouwbedrijven in de eerste twee maanden van het tweede kwartaal geconfronteerd met historisch grote productiebelemmeringen als gevolg van schaarste aan materialen en tekorten aan arbeidskrachten. Aanbodbeperkingen komen ook tot uiting in de PMI-enquêtes voor de bouwsector, waaruit blijkt dat de levertijden van leveranciers in april en mei gemiddeld aanzienlijk stegen ten opzichte van het eerste kwartaal van 2021. Bovendien daalde het ondernemersvertrouwen enigszins voor het komende jaar, maar het bleef in expansief terrein.

De groei van de handel in het eurogebied vertraagde in het eerste kwartaal van 2021 en resulteerde in een licht positieve bijdrage van de nettohandel aan het bbp. Na een aanhoudende groei in de tweede helft van 2020 vertraagde het herstel van de uitvoer van het eurogebied in het eerste kwartaal van 2021 (+1,0% op kwartaalbasis). Verstoringen als gevolg van de Brexit in combinatie met scheepvaart- en inputgerelateerde beperkingen remden de groei af. Uit gegevens over de nominale goederenhandel blijkt dat de handel met het Verenigd Koninkrijk slechts gedeeltelijk is hersteld van de inzinking van januari 2021 als gevolg van de Brexit, waarbij in het bijzonder de nominale invoer was getroffen en in maart 2021 75% van het niveau van december 2020 bedroeg. Wat andere bestemmingen betreft, kwamen er dankzij China positieve bijdragen aan de groei van de uitvoervolumes van goederen naar landen buiten het eurogebied. Uitgesplitst naar sector is er sprake van een vertraging in alle categorieën behalve de kapitaalgoederen. Lange levertijden en stijgende vrachttarieven, in combinatie met een tekort aan halffabricaten (zoals chemicaliën, hout, kunststof, metalen en halfgeleiders), zetten een rem op de groei van de uitvoer van industrieproducten uit het eurogebied (zie Kader 6). Op de orders gebaseerde vooruitlopende indicatoren wijzen er evenwel op dat een sterke dynamiek voor de goederenuitvoer ophanden is. De handel in diensten vertoont enige tekenen van verbetering met het aanstaande zomerseizoen en de verwachtingen voor een versoepeling van de mobiliteit die de uitvoer van reisdiensten zouden ondersteunen. De invoer steeg grotendeels in hetzelfde tempo als de uitvoer in het eerste kwartaal van 2021 (+0,9% op kwartaalbasis) en zal naar verwachting worden ondersteund door het herstel van de binnenlandse vraag in de komende kwartalen.

Inkomende informatie wijst op een aanzienlijke verbetering van de bedrijvigheid in het eurogebied in het tweede kwartaal van 2021. De enquêtegegevens zijn verbeterd, in overeenstemming met een hernieuwde robuuste groei in het tweede kwartaal van 2021. De recente aantrekking was breed verspreid over sectoren en landen. De samengestelde PMI voor de productie, die steeg van 48,1 in het vierde kwartaal van 2020 tot 49,9 in het eerste kwartaal van 2021, steeg recent verder, tot gemiddeld 55,4 in april en mei. Deze verbetering weerspiegelt ontwikkelingen in zowel de verwerkende industrie als in de dienstensector – beide

sectoren genereren nu enquêteresultaten die wijzen op groei. De voortgang bij de vaccinatiecampagnes lijkt het vertrouwen verder te hebben versterkt, met name in de dienstverlening. Het vertrouwen nam in alle subsectoren van de dienstensector toe, hoewel het aanzienlijk onder het niveau van vóór de pandemie blijft bij contactintensieve activiteiten. De toename van het vertrouwen is een gunstig teken voor het verwachte herstel van de diensten, maar de zeer grote kloof in vergelijking met het niveau van vóór de crisis van de bedrijvigheid in contactintensieve subsectoren wijst erop dat zij nog steeds te kampen hebben met veel onbenutte capaciteit.

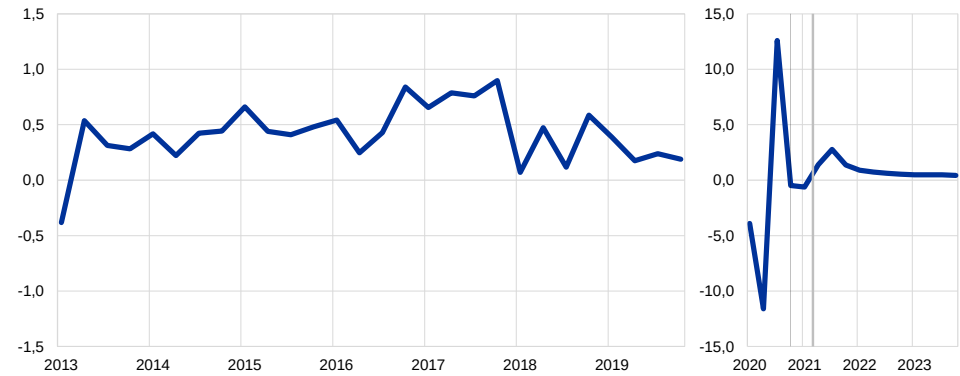
De aanhoudende COVID-19-pandemie verzwakte de groei de afgelopen maanden, maar het herstel is ophanden, en vanaf de tweede helft van 2021 wordt een krachtig herstel verwacht. Ondanks een verlenging van strenge beperkende maatregelen voor een groot deel van de eerste helft van 2021, hebben leereffecten, veerkrachtige productie in de verwerkende industrie en buitenlandse vraag, evenals ondersteuning van het monetair en budgettair beleid, productieverliezen in grotere mate beperkt dan in de eerste golf van de pandemie, al belemmeren knelpunten in het aanbod de productie in sommige sectoren. Op korte termijn zouden een versnelde uitrol van vaccinaties en gelijktijdige dalingen van de besmettingspercentages het mogelijk moeten maken de beperkende maatregelen sneller af te bouwen van de strengere niveaus van de eerste helft van 2021 dan voorheen werd verwacht. Dat komt tot uiting in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2021, waarin de reële bbp-groei op jaarbasis naar verwachting zal toenemen met 4,6% in 2021, 4,7% in 2022 en 2,1% in 2023 (zie Grafiek 12). Verwacht wordt dat de bedrijvigheid in het eurogebied in het tweede kwartaal van 2021 weer zal groeien en, onder impuls van een scherpe opleving van de particuliere consumptie en een afname van de huidige verstoringen van de toeleveringsketen, in de tweede helft van het jaar sterk zal aantrekken, waardoor het reële bbp vanaf het eerste kwartaal van 2022 het niveau van vóór de crisis kan overschrijden.⁵

⁵ Zie Kader 4 van de [Door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied](#), juni 2021.

Grafiek 12

Reëel bbp in het eurogebied (inclusief projecties)

(mutaties in procenten op kwartaalbasis)



Bronnen: Eurostat en de "Door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied", juni 2021.

Toelichting: Als gevolg van de zeer sterke volatiliteit van het reële bbp in 2020, wordt in de grafiek vanaf begin 2020 een andere schaal gebruikt. De verticale lijn geeft het begin van de projectieperiode aan. In de grafiek is geen band rond de projecties opgenomen. De reden daarvoor is dat, in de huidige omstandigheden, de standaardberekening van de bandbreedte (gebaseerd op historische projectiefouten) geen betrouwbare indicatie zou geven van de ongekende onzekerheid rond de huidige projecties.

Volgens de flashraming van Eurostat is de inflatie in het eurogebied in mei 2021 jaar-op-jaar opgelopen tot 2,0%, tegen 1,3% in maart en 1,6% in april. Die stijging was voornamelijk toe te schrijven aan een sterke toename van de energieprijzinflatie (een gevolg van aanzienlijke opwaartse basiseffecten en van maand-op-maand stijgingen), maar ook, in mindere mate, aan een lichte toename van de inflatie voor industriële goederen met uitzondering van energie. De totale inflatie zal tegen het najaar wellicht verder stijgen, voornamelijk als gevolg van het terugdraaien van de tijdelijke btw-verlaging in Duitsland. Verwacht wordt dat de inflatie begin volgend jaar opnieuw zal dalen naarmate de invloed van de tijdelijke factoren afneemt en de internationale energieprijzen dalen. De onderliggende prijsdruk zal dit jaar vermoedelijk ietwat verzwaken als gevolg van tijdelijke aanbodbeperkingen en de opleving van de binnenlandse vraag. Toch wordt ervan uitgegaan dat de prijsdruk, over het geheel genomen, gematigd zal blijven, deels door de lage loondruk tegen de achtergrond van een aanzienlijke economische vertraging en de gevolgen van de recente appreciatie van de wisselkoersen van de euro. Zodra de impact van de pandemie wegebt, zal het gaandeweg verdwijnen van de aanzienlijke economische slappe, ondersteund door een accommoderend monetair en budgettair beleid, bijdragen tot een geleidelijke stijging van de onderliggende inflatie op middellange termijn. Enquête- en marktgebaseerde indicatoren van de inflatieverwachtingen voor de langere termijn blijven op een gematigd niveau, hoewel de marktgebaseerde indicatoren blijven stijgen.

Deze beoordeling komt grotendeels tot uiting in het basisscenario van de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2021 voor het eurogebied, waarin voor 2021, 2022 en 2023 een jaar-op-jaar HICP-inflatie van respectievelijk 1,9%, 1,5% en 1,4% wordt voorspeld. Vergelijken met de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van maart 2021, zijn de inflatievooruitzichten voor 2021 en 2022 naar boven bijgesteld, grotendeels als gevolg van tijdelijke factoren en stijgingen van de energieprijzinflatie. Voor 2023 blijven die vooruitzichten ongewijzigd; in dat jaar zal de verwachte stijging van de onderliggende inflatie immers grotendeels worden geneutraliseerd door de verwachte daling van de energieprijzinflatie. De HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen zal in 2021 naar verwachting op 1,1% uitkomen, in 2022 op 1,3% en in 2023 op 1,4%, voor alle projectietermijnen opwaarts herzien ten opzichte van de projecties van maart 2021.

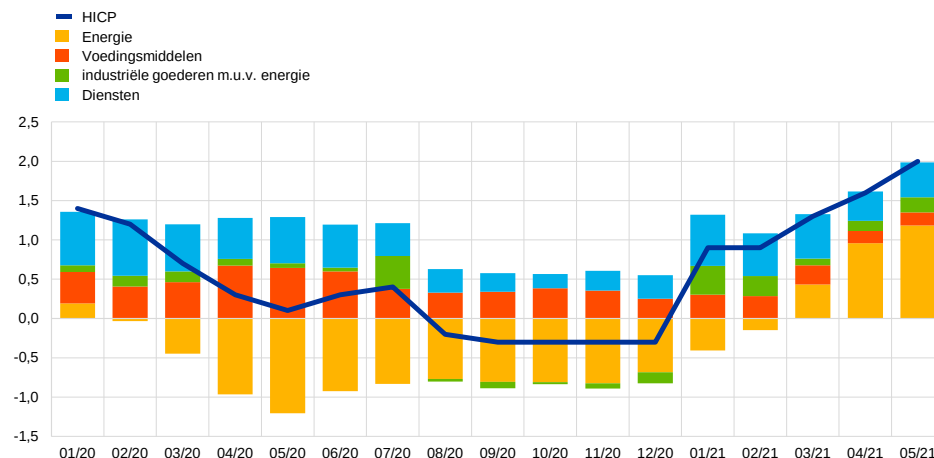
Volgens de flashraming van Eurostat is de jaar-op-jaar HICP-inflatie in mei verder gestegen. In mei bedroeg die inflatie 2,0%, tegen 1,6% in april en 1,3% in maart, voornamelijk als gevolg van de verdere stijging van de energieprijzinflatie (Grafiek 13). Opwaartse basiseffecten die gepaard gingen met sterke dalingen van de olie- en energieprijzen in het voorjaar van 2020 waren goed voor ongeveer de helft van de totale stijging van de totale inflatie tussen december 2020 en mei 2021.⁶

⁶ Voor meer informatie over de impact van basiseffecten op de energieprijzinflatie, zie het Kader "[Recent dynamics in energy inflation: the role of base effects and taxes](#)", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2021.

Grafiek 13

Totale inflatie en de componenten ervan

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente gegevens betreffen mei 2021 (flashraming).

Het verloop van de totale inflatie tijdens de afgelopen maanden weerspiegelt ook de invloed van andere tijdelijke factoren.

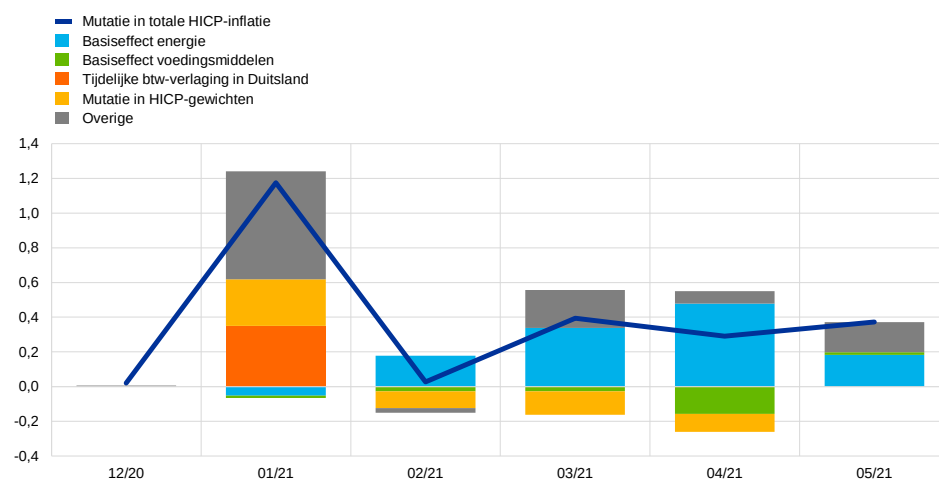
De veranderingen van de HICP-gewichten begin dit jaar resulteerden bijvoorbeeld in forse stijgingen van de inflatie in januari, maar dat effect werd tijdens de daaropvolgende maanden min of meer geneutraliseerd (april is de meest recente maand waarvoor die berekening kan worden gemaakt).⁷ Zo ook zorgde de tijdelijke stijging van de prijzen van onbewerkte voedingsmiddelen in april 2020 voor een neerwaarts basiseffect in april 2021, waardoor de opwaartse druk van de energiegerelateerde basiseffecten enigszins werd gecompenseerd (Grafiek 14). Ook kalendereffecten hebben tijdens de laatste maanden een impact gehad op de inflatiecijfers. In de dienstensector steeg de inflatie bijvoorbeeld tot 1,1% in mei, tegen 0,9% tijdens de voorgaande maand. Dat kwam voor een deel door het tijdstip van Pasen en andere feestdagen tijdens die periode. Tegelijkertijd hadden wijzigingen in de timing en de omvang van de koopjesperiodes in winkels in januari en februari een stevige opwaartse impact op de prijsstijging voor niet-energetische industriële goederen (NEIG), maar die impact is sindsdien verdwenen, en het in mei opgetekende cijfer van 0,7% – iets boven het langetermijngemiddelde van 0,6% – zou een betere indicatie kunnen geven van de mate waarin de inputkosten tijdens de afgelopen maanden in de aanbodketen zijn gestegen.

⁷ De coronapandemie (COVID-19) leidde in 2020 tot aanzienlijke veranderingen van de gezinsuitgaven. Die verschuivingen komen tot uiting in de HICP-gewichten voor 2021 – en, als gevolg, in de daaruit voortvloeiende jaarlijkse inflatiecijfers. Voor een analyse van de complexiteit van die impact, zie Kader 6 “HICP-gewichten voor 2021 en de implicaties ervan voor de inflatiemeting”, *Economisch Bulletin*, Nummer 2, ECB, 2021.

Grafiek 14

Bijdragen van basiseffecten en andere tijdelijke factoren tot de maandelijkse wijzigingen in de jaar-op-jaar HICP-inflatie

(veranderingen in procentpunten en bijdragen)



Bronnen: Eurostat, Deutsche Bundesbank en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De bijdrage van de tijdelijke btw-verlaging in Duitsland is gebaseerd op ramingen afkomstig uit het *Monthly Report* voor november 2020 van de Deutsche Bundesbank. De bijdrage van de wijzigingen in de HICP-gewichten kan voor mei 2021 niet worden berekend (aangezien de vereiste gegevens nog niet beschikbaar zijn) en wordt om die reden in de component 'overige' verrekend. De meest recente gegevens betreffen mei 2021 (op basis van een flashraming).

Prijsimputaties impliceren voortdurende onzekerheid over het signaal voor onderliggende prijsdruk. Volgens voorlopige cijfers van Eurostat zijn de aandelen aan imputaties tussen januari en mei slechts matig geslonken, van 13% tot 10% voor de HICP en van 18% tot 13% voor de HICP ongerekend energie en voedingsmiddelen. Dit wordt voornamelijk verklaard door het aandeel aan imputaties voor de diensten, dat sinds november vorig jaar vrij stabiel blijft op ongeveer een vijfde als gevolg van de ruime aandelen voor recreatieve en reisgerelateerde diensten. Het aandeel van de imputaties voor NEIG-items is daarentegen aanzienlijk verkleind, van 17% in januari tot net 6% in mei. Gelet op het zwaardere gewicht dat aan diensten wordt toegekend, impliceren deze ontwikkelingen echter nog steeds veel onzekerheid over het signaal voor onderliggende prijsdruk.

Maatstaven voor de onderliggende inflatie geven geen breedgedragen signaal waaruit kan worden afgeleid dat de inflatoire druk gestaag zal stijgen (Grafiek 15).

De HICPX-inflatie, die in januari fors was gestegen, liep aanzienlijk terug tot 0,9% in maart en 0,7% in april, alvorens in mei opnieuw toe te nemen tot 0,9%. Deze patronen tijdens de eerste maanden van 2021 waren voornamelijk toe te schrijven aan het prijsverloop in de kleding- en schoeiselbranches en in de reisgerelateerde diensten (onder meer pakketreizen, accommodatiediensten en luchtvervoer van passagiers).⁸ De HICPXX-inflatie, waarin geen rekening wordt gehouden met de kleding- en reisgerelateerde items, bleef stabiel dan de HICPX-inflatie en bedroeg in april 1,2% (het meest recent beschikbaar cijfer). Andere maatstaven van de onderliggende inflatie, bijvoorbeeld de Persistente en

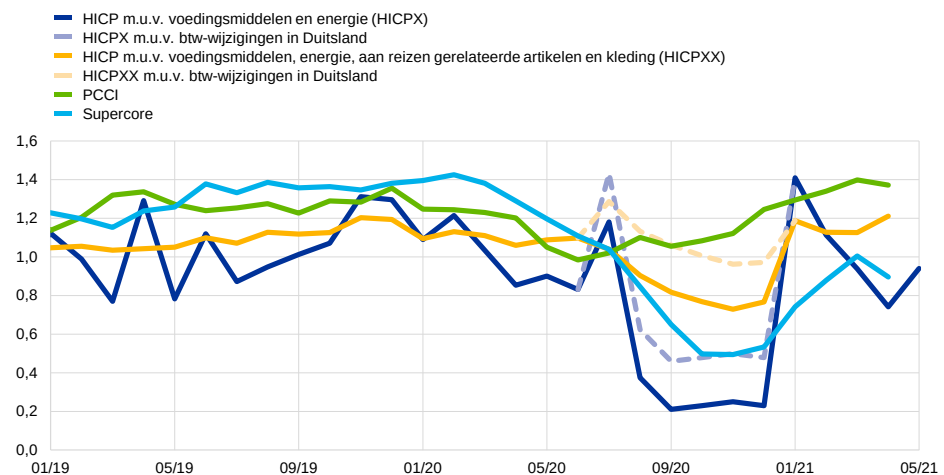
⁸ Voor details over de mogelijke gemeenschappelijke aard van door de coronalockdowns getroffen reisgerelateerde items, zie het Kader "Prices for travel during the COVID-19 pandemic: is there commonality across countries and items?", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2021.

Gemeenschappelijke Inflatiecomponent (PCCI), bedroeg in april ongeveer 1,4%, grotendeels ongewijzigd ten opzichte van de maand maart, terwijl de Supercore-maatstaf tijdens dezelfde periode matig terugliep (van 1,0% tot 0,9%).

Grafiek 15

Maatstaven van de onderliggende inflatie

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente gegevens betreffen mei 2021 voor de HICPX-indicator (flashraming) en april 2021 voor de rest.

De prijsdruk in het productieproces voor industriële consumptiegoederen ongerekend energie blijft aanzienlijk toenemen – zij het tot dusver voornamelijk tijdens de eerdere stadia van de prijsketen.

In dit opzicht is de producentenprijsinflatie voor halffabricaten verder gestegen tot 6,9% in april, dat is 2,5 procentpunten hoger dan in maart en 4,4 procentpunten hoger dan in februari. Evenzo is de stijging van de invoerprijzen voor halffabricaten aanzienlijk versneld, tot 7,1% in april, tegen 4,6% in maart en 1,5% in februari. Deze ontwikkelingen weerspiegelen vermoedelijk de opwaartse druk van de transportkosten, knelpunten in de bevoorrading en de forse prijsstijging voor grondstoffen. Deze druk is minder zichtbaar tijdens de latere stadia van de prijsketen, overeenkomstig eerder opgedane ervaring met aanzienlijke buffering in de prijsketen. Met 0,9% in maart en 1,0% in april is de inflatie van de binnenlandse producentenprijzen voor consumptiegoederen, ongerekend voedingsmiddelen, evenwel gestegen tot boven haar langetermijngemiddelde van 0,6%. Het effect van de binnenlandse producentenprijzen op de stijging van de consumptieprijzen wordt voor een deel beperkt door de negatieve jaar-op-jaar groeicijfers van de invoerprijzen van consumptiegoederen ongerekend voedingsmiddelen (-0,8% in april, tegen -0,5% in maart), die gematigd blijft als gevolg van de impact van de eerder opgetekende waardeinstijging van de wisselkoers.⁹

De groei van de contractlonen is in het eerste kwartaal van 2021 fors verzwakt (Grafiek 16). De in het eerste kwartaal opgetekende jaar-op-jaar groei van 1,4% is

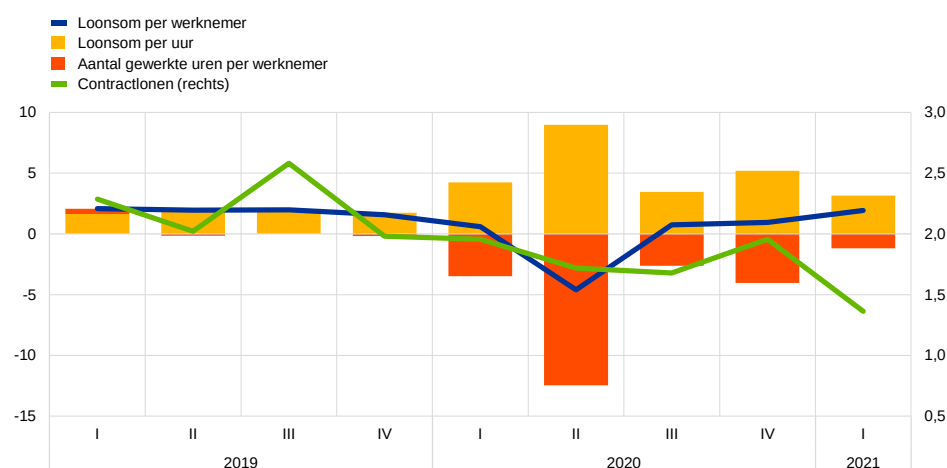
⁹ Voor een gestileerd overzicht van de keten voor aanvoerprijzen voor HICP industriële goederen ongerekend energie, zie het Kader "What can recent developments in producer prices tell us about pipeline pressures?", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2017.

een aanzienlijke matiging ten opzichte van de percentages in het vierde kwartaal van 2020 (2,0%) en in 2020 als geheel (1,8%). Zoals verwacht, werd de impact van COVID-19 op de contractlonen pas zichtbaar nadat de loonovereenkomsten die vóór het uitbreken van de pandemie waren gesloten, verstreken waren en nieuwe overeenkomsten hetzij werden uitgesteld, hetzij werden gesloten met lagere loonbedragen.¹⁰ Gelet op de eventuele dekkings- en timingkwesties, is de in het eerste kwartaal opgetekende groei van de contractlonen niet noodzakelijkerwijs indicatief voor de werkelijke loongroei. Indicatoren voor de werkelijke loongroei, bijvoorbeeld de loonsom per werknemer (CPE) of per uur (CPH), worden nog steeds sterk beïnvloed door de regelingen voor baanbehoud en door de tijdelijke werkloosheid, die een impact hebben op het loon en op het aantal gewerkte uren en de neiging hebben om de CPE te drukken en de CPH op te drijven. In het eerste kwartaal van 2021 werd het verschil tussen de groeicijfers van die beide indicatoren kleiner, maar bleef wel aanzienlijk. Terwijl de jaar-op-jaar groei van de CPE in het eerste kwartaal van dit jaar steeg tot 1,9%, tegen 1,0% in het vierde kwartaal van 2020, vertraagde de groei van de CPH over dezelfde periode van 5,2% tot 3,2%.

Grafiek 16

Bijdragen van de componenten van de loonsom per werknemer

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente gegevens betreffen het eerste kwartaal van 2021.

De marktgebaseerde indicatoren voor de inflatiecompensatie zijn blijven

stijgen. De marktgebaseerde indicatoren voor de inflatiecompensatie blijven, zowel op kortere als op langere termijn, opwaarts gericht, tegen de achtergrond van een verbeterd marktsentiment en verwachtingen dat de uitgestelde consumentenuitgaven alsnog zullen worden gedaan en dat de begrotingsstimuli overal ter wereld effect zullen sorteren. De premies voor het inflatierisico op lange termijn zijn de afgelopen paar maanden naar schatting aanzienlijk gestegen, waardoor ze het grootste gedeelte van de totale stijging van de inflatiecompensatie

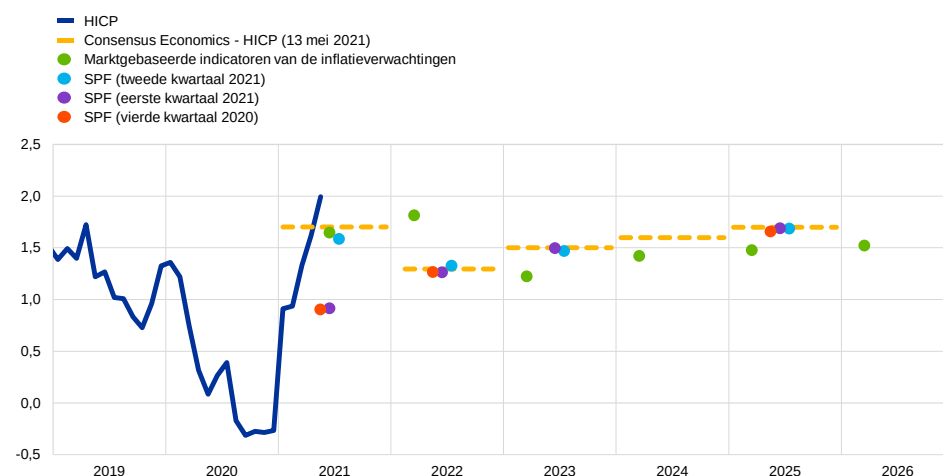
¹⁰ Voor een gedetailleerde analyse van de indicator van de contractlonen, inclusief nadere gegevens over de recente ontwikkelingen van, en de rol die de indicator speelt bij het beoordelen en voorspellen van de loonontwikkelingen op dit ogenblik, zie Kader 7 “[Beoordeling van de loondynamiek tijdens de COVID-19-pandemie: bieden cijfers over contractlonen uitkomst?](#)”, *Economisch Bulletin*, Nummer 8, ECB, 2020.

op lange termijn verklaren. Op kortere termijn zijn de verwachtingen sterker verbeterd, waardoor de inflatietermijncurve is afgevlakt (Grafiek 17). De belangrijkste inflatiegebonden swaprente, de vijfjaars inflatiegebonden swaprente vijf jaar vooruit, bedroeg op 9 juni 1,56%, tegen 1,52% op 20 april. Bij de enquêtegebaseerde maatstaven, blijkt uit de gegevens van de [ECB's Survey of Professional Forecasters \(SPF\)](#) en de Consensus Economics dat de gemiddelde langere-termijn inflatieverwachtingen voor 2025 in april onveranderd bleven op 1,7%.

Grafiek 17

Enquête- en marktgebaseerde indicatoren van de inflatieverwachtingen

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat, Thomson Reuters, Consensus Economics, ECB (SPF) en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De SPF voor het tweede kwartaal van 2021 werd uitgevoerd tussen 31 maart en 12 april 2021. De marktvoorspelde curve is gebaseerd op de eenjaars contante inflatie en de eenjaars termijnrente één jaar vooruit, de eenjaars termijnrente twee jaar vooruit, de eenjaars termijnrente drie jaar vooruit en de eenjaars termijnrente vier jaar vooruit. De meest recente gegevens voor de marktgebaseerde indicatoren van de inflatiecompensatie betreffen 9 juni 2021.

Volgens de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2021 zal de inflatie in de loop van 2021 fors stijgen, alvorens begin 2022 opnieuw te dalen en tot eind 2023 een overwegend vlak verloop te tonen. Verwacht wordt dat de jaar-op-jaar HICP-

inflatie in 2021 gemiddeld 1,9% zal belopen, met een piek van 2,6% in het vierde kwartaal; vervolgens zal ze in 2022 en 2023 op gemiddeld respectievelijk 1,5% en 1,4% uitkomen. De voor 2021 in het vooruitzicht gestelde stevige toename weerspiegelt de opwaartse druk van een aantal tijdelijke factoren, inclusief het terugdraaien van de btw-verlaging in Duitsland, een sterke toename van de energieprijzinflatie (door opwaartse basiseffecten) en een stijging van de inputkosten als gevolg van aanbodbeperkingen. Zodra de impact van die tijdelijke factoren zal zijn vervaagd, zal de HICP-inflatie in 2022 en 2023 vermoedelijk een overwegend vlak verloop laten optekenen. De voorziene economische opleving en de verminderde economische slapte zullen naar verwachting zorgen voor een geleidelijke stijging van de HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen, die volgens de prognoses zal stijgen tot 1,4% in 2023, tegen 1,1% in 2021. Inmiddels zal ook de HICP-inflatie voor voedingsmiddelen tijdens de projectieperiode wellicht ietwat toenemen. De opwaartse druk van deze beide componenten op de totale inflatie zal in 2022 en 2023 vermoedelijk echter voor een groot deel worden

geneutraliseerd door de verwachte dalingen van de energieprijsinflatie, gelet op het neerwaarts profiel van de futurescurve voor de olieprijsen.

Grafiek 18

HICP-inflatie in het eurogebied (inclusief projecties)

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en de "Door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied, juni 2021", gepubliceerd op de website van de ECB op 10 juni 2021.

Toelichting: De verticale lijn geeft het begin van de projectieperiode aan. De meest recente gegevens betreffen het eerste kwartaal van 2021 (gegevens) en het vierde kwartaal van 2023 (projecties). De afsluitingsdatum voor de projectiegegevens was 26 mei 2021 (en 18 mei 2021 voor de aannames).

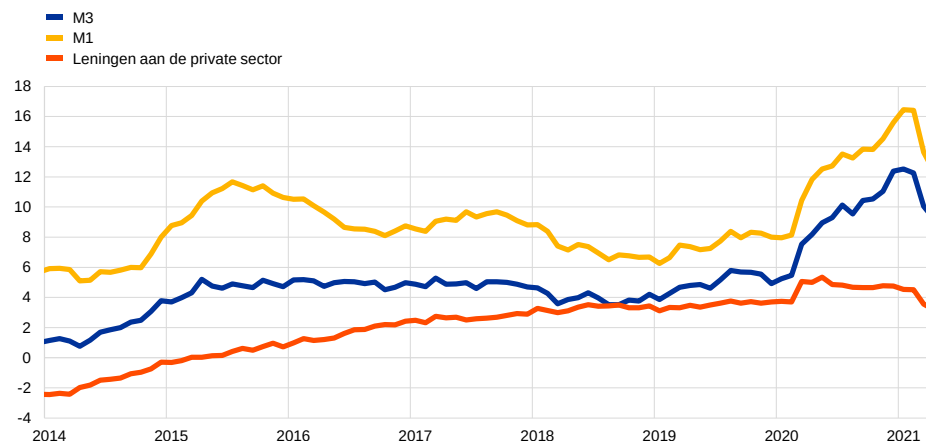
De geldschepping matigde in april 2021 in het eurogebied, een eerste signaal dat de situatie normaliseert na de aanzienlijke met de coronacrisis (COVID-19) samenhangende monetaire expansie. De binnenlandse kredietverlening bleef de overheersende bron van geldschepping. De aankopen van activa van het Eurosysteem leverden daaraan de belangrijkste bijdrage. Terwijl de omvangrijke en tijdige maatregelen doorgevoerd door monetaire, budgettaire en toezichhoudende autoriteiten voor een aanhoudende kredietstroom richting de economie van het eurogebied bleven zorgen, matigde de groei van de leningen aan de private sector. Deze was weer terug op het niveau van voor de pandemie, mede onder invloed van leningen aan het bedrijfsleven. De totale externe financiering van bedrijven heeft zich in het eerste kwartaal van 2021 sterk hersteld. Tegelijkertijd zijn de totale kosten van de externe financiering van bedrijven in de eerste vier maanden van het jaar licht gestegen, hoofdzakelijk als gevolg van de hogere kosten van het eigen vermogen. Ook de kosten van schuldfinanciering via de markt en bankleningen zijn marginaal gestegen.

Gematigder ruim monetair aggregaat in april 2021. De groei van M3 op jaarbasis is in april gedaald naar 9,2%, in vergelijking met 10,0% in maart (Grafiek 19). Dit was het gevolg van een relatief geringe instroom die maand en een matiging van de groei van girale deposito's. Naast een sterk negatief basiseffect (de forse instroom die tijdens de eerste fase van de pandemie werd waargenomen, verdween uit de groeicijfers op jaarbasis) had de afname van de M3-groei ook te maken met een geringere instroom deposito's van huishoudens en met het uitstromen van deposito's van bedrijven. De krimp van de deposito's van huishoudens viel samen met een toename van het consumentenvertrouwen en schraagt de verwachte stijging van de consumentenbestedingen. Hoewel de dynamiek van het ruime monetaire aggregaat op de kortere termijn verder terugliep, bleef het tempo van de geldschepping hoog onder invloed van het monetaire, budgettaire en prudentiële beleid. Het eng gedefinieerde monetaire aggregaat M1 – waartoe de meest liquide componenten van M3 behoren – was de belangrijkste aanjager van de M3-groei. Het twaalfmaands groeitempo van M1 kwam in april uit op 12,3%. Deze daling ten opzichte van 13,6% in maart kwam hoofdzakelijk voor rekening van de ontwikkeling van door bedrijven en huishoudens aangehouden deposito's. Andere kortlopende deposito's en verhandelbare instrumenten leverden nog steeds een beperkte bijdrage aan de M3-groei op jaarbasis als gevolg van de lage rente en het rendementsstreven van beleggers.

Grafiek 19

M3, M1 en leningen aan de private sector

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



Bron: ECB.

Toelichting: De leningen zijn gecorrigeerd voor verkopen en securitisaties van leningen en saldocompensatie (notional cash pooling). De meest recente waarnemingen betreffen april 2021.

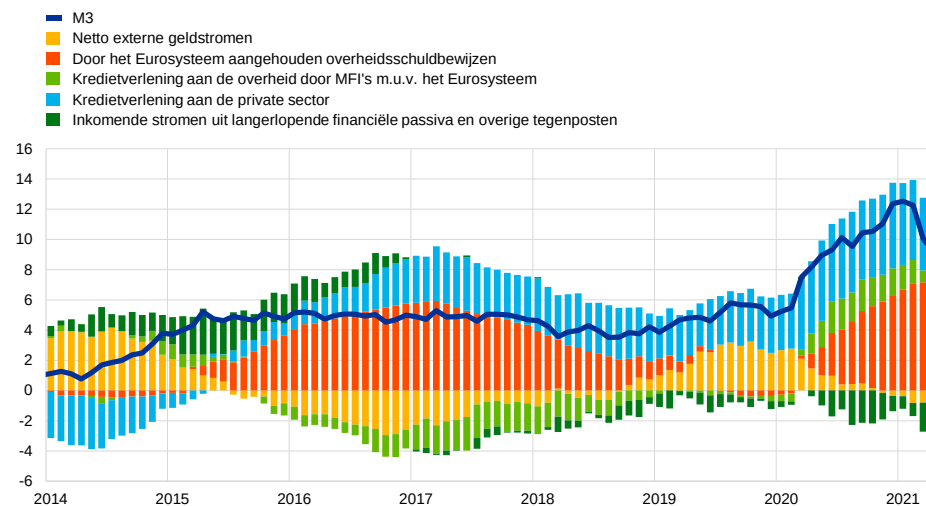
Groei girale deposito's loopt verder terug. Het twaalfmaands groeitempo van de girale deposito's is in april gedaald tot 12,7% (14,2% in maart). De belangrijkste oorzaak waren de deposito's in handen van bedrijven en huishoudens. Wat betreft het bedrijfsleven varieerde de groei van aangehouden deposito's in april per land, als gevolg van verschillen in de liquiditeitsbehoeften van bedrijven en de steunmaatregelen van de nationale overheden. Het groeitempo op jaarbasis van de chartale geldomloop bleef ondertussen in grote lijnen stabiel (9,8%). De voorkeur van geldaanhoudende instellingen voor girale deposito's tijdens de coronapandemie wordt ingegeven door voorzorgsmotieven en het zeer lage renteniveau, waardoor de alternatieve kosten van het aanhouden van dergelijke instrumenten lager zijn.

Geldschepping nog altijd bepaald door aankopen Eurosysteem. De grootste bijdrage aan de M3-groei in april kwam voor rekening van de nettoaankopen van overheidsschuldbewijzen door het Eurosysteem in het kader van het programma voor de aankoop van activa (asset purchase programme – APP) en het pandemie-noodaankoopprogramma (pandemic emergency purchase programme – PEPP) (rode gedeelte van de staven in Grafiek 20). Ondersteuning voor de groei van M3 kwam verder van kredietverlening aan de private sector (blauwe gedeelte van de staven). De bancaire kredietverlening aan overheden leverde niet langer een positieve bijdrage aan de geldschepping. Dat was het gevolg van de verkoop van overheidsobligaties en de geringere uitgifte van overheidseffecten (lichtgroene gedeelte van de staven). De netto externe geldstromen hadden wederom een licht dempend effect op de geldschepping (gele gedeelte van de staven). Ook de langerlopende financiële passiva en andere tegenposten hadden een dempend effect op het ruime monetaire aggregaat (donkergroene gedeelte van de staven), veroorzaakt door ontwikkelingen in andere tegenposten. De gunstige voorwaarden voor gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO's), die de vervanging van de bancaire financiering bleven ondersteunen, leverden een kleine bijdrage aan de M3-groei.

Grafiek 20

M3 en tegenposten

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



Bron: ECB.

Toelichting: Onder de kredietverlening aan de private sector vallen zowel leningen aan de private sector door monetaire financiële instellingen (monetary financial institutions – MFI's) als door MFI's aangehouden schuldbewijzen die zijn uitgegeven door de private niet-MFI-sector in het eurogebied. Door het Eurosysteem in het kader van het aankoopprogramma voor bedrijfsobligaties (corporate sector purchase programme – CSPP) aangekochte schuldbewijzen van niet-MFI's vallen hier derhalve ook onder. De meest recente waarnemingen betreffen april 2021.

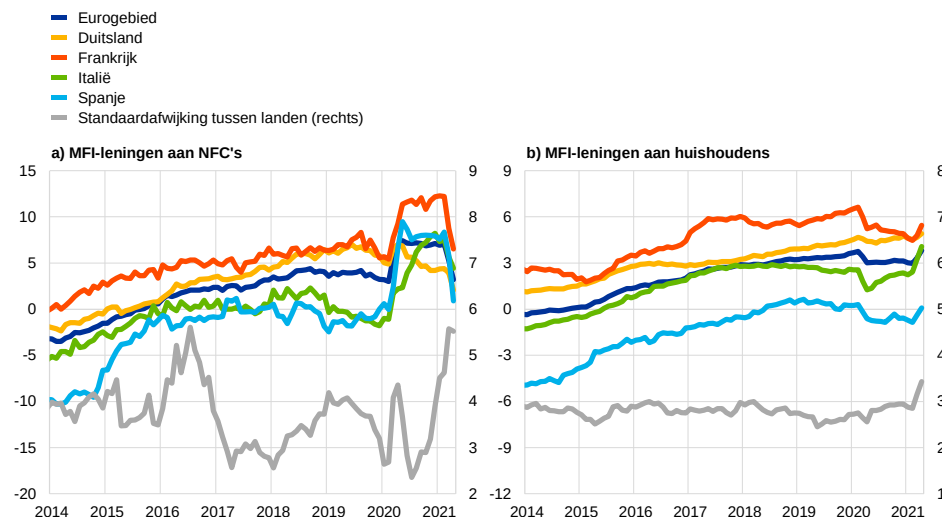
Groei van de leningen aan de private sector in april gedaald en weer terug op het lagere niveau van voor de pandemie.

Het groeitempo op jaarbasis van bankleningen aan de private sector daalde in april tot 3,2%, in vergelijking met 3,6% in maart (Grafiek 19). De verklaring hiervoor was vooral gelegen in de lagere twaalfmaands groei van leningen aan ondernemingen. Die daalde van 5,3% in maart naar 3,2% in april. De twaalfmaands groei van leningen aan huishoudens, die sinds juni 2020 rond de 3,0% stond, steeg daarentegen naar 3,8% in april (Grafiek 21). Dat de kredietverlening aan ondernemingen in april afzwakte, kan worden uitgelegd in het licht van diverse ontwikkelingen. Er kan sprake zijn van een afnemende liquiditeitsbehoefte omdat de sectoren die het zwaarst door de pandemie zijn getroffen tekenen van herstel vertonen. Ook speelde de forse kredietverlening in maart 2021 mee, die voor een deel kan worden verklaard door banken die op de TLTRO-benchmark vooruitliepen om van de aantrekkelijke voorwaarden te profiteren. Bedrijven gaan nog altijd meer met corona samenhangende leningen op langere termijn aan, ten koste van korterlopende leningen.

Grafiek 21

MFI-leningen in specifieke eurolanden

(mutatie in procenten per jaar; standaarddeviatie)



Bron: ECB.

Toelichting: De leningen zijn gecorrigeerd voor verkopen en securitisaties van leningen en in het geval van niet-financiële ondernemingen (non-financial corporations – NFC's) ook voor saldocompensatie (notional cash pooling). De spreiding tussen landen wordt berekend op basis van de minimum- en maximumwaarden bij een vaste steekproef van twaalf landen in het eurogebied. De meest recente waarnemingen betreffen april 2021.

Totale kredietverlening aan huishoudens trok in april aan (Grafiek 21). Dit kwam hoofdzakelijk voor rekening van verstrekte woninghypotheken, waarvan de groei op jaarbasis (5,4%) het hoogste percentage noteerde sinds het begin van de mondiale financiële crisis. Ook de groei op jaarbasis van het consumptief krediet werd weer positief, mede dankzij de verbetering van het consumentenvertrouwen en de bestedingsmogelijkheden. Het cijfer kwam in april uit op 0,3%, in vergelijking met -1,7% in maart. Huishoudens lijken de bestedingen echter vooral te hebben opgevoerd door in te teren op de deposito's die het afgelopen jaar waren opgebouwd. Het twaalfmaands groeitempo van de overige kredietverlening aan huishoudens bleef in april met 1,5% in grote lijnen stabiel. De ontwikkeling in deze categorie leningen, die grotendeels viel te verklaren door kredietverlening aan kleine bedrijven (eenmanszaken en ondernemingen zonder rechtspersoonlijkheid) is ondanks een lichte verbetering de afgelopen maanden gematigd gebleven. Hoewel overheden kleine bedrijven bij hun financieringsbehoefte hebben geholpen, zijn dit soort partijen bijzonder hard geraakt door de vertraging van de economische bedrijvigheid.

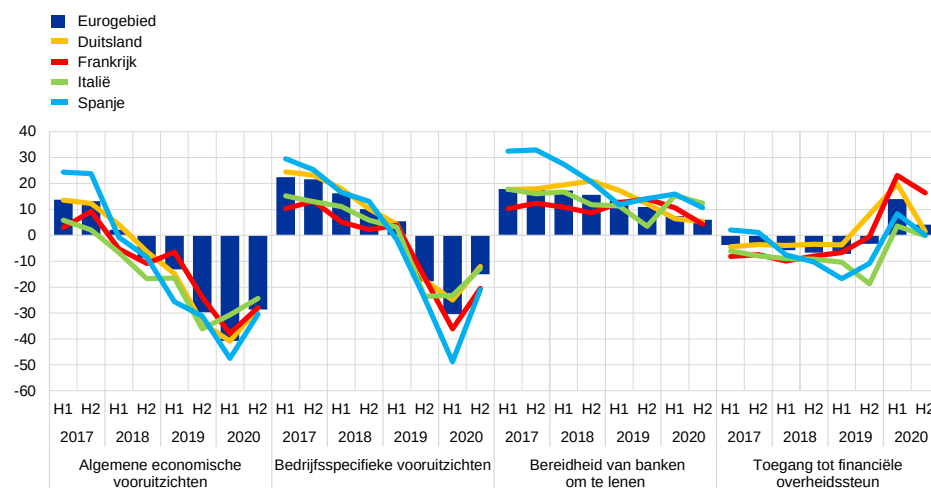
De totale matiging van de groei van leningen aan bedrijven maskeert onderlinge verschillen. Volgens de laatste editie van de ECB-enquête betreffende de toegang van ondernemingen in het eurogebied tot financiering ([Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – SAFE](#)) maakten voor de periode van oktober 2020 tot en met maart 2021 minder kleine en middelgrote ondernemingen melding van een verbetering van de beschikbaarheid van krediet in die periode. Per saldo 3% van deze categorie respondenten in het eurogebied signaleerde een verbetering van de beschikbaarheid van bankleningen (een daling ten opzichte van 6% in de voorgaande enquête). Zeer kleine bedrijven waren het

meest pessimistisch bij de beoordeling van de situatie. Deze groep signaleerde voor het eerst sinds medio 2015 een daling van de beschikbaarheid van bankleningen, terwijl uit de antwoorden van grote bedrijven juist viel op te maken dat die beschikbaarheid weer terug was op het niveau van voor COVID-19. Volgens een kleiner nettopercentage kleine en middelgrote ondernemingen had het macro-economische klimaat een negatief effect op de toegang tot financiering (Grafiek 22). Dat nettopercentage was vergelijkbaar met het niveau van net voor het begin van de pandemie en is mogelijk een indicatie van de gunstige effecten van de voortgaande steunmaatregelen. Een net iets kleiner nettopercentage kleine en middelgrote ondernemingen signaleerde ondertussen een verbetering van de bereidheid van banken om krediet te verlenen. Ook meldde een lager nettopercentage kleine en middelgrote ondernemingen een verbetering van de toegang tot overheidsfinanciering. Waarschijnlijk heeft dat te maken met de eind 2020 waargenomen daling in het gebruik van overheidsgaranties. Bij specifieke vragen naar steunregelingen van de overheid als reactie op de pandemie gaven de meeste respondenten uit de groep kleine en middelgrote ondernemingen aan dat ze de afgelopen 12 maanden toegang tot die regelingen hadden gehad en dat ze daarmee aan hun directe en kortetermijnverplichtingen hadden kunnen voldoen (zie ook [Kader 2](#) in deze uitgave van het Economisch Bulletin).

Grafiek 22

Veranderingen in factoren met effect op de beschikbaarheid van externe financiering voor kleine en middelgrote ondernemingen in het eurogebied

(gedurende de afgelopen zes maanden; nettopercentages van respondenten)



Bron: ECB.

Toelichting: Deze grafiek illustreert de uitkomst van de volgende vraag in de SAFE-enquête: "Bent u, voor elk van de volgende factoren, van mening dat deze in de afgelopen 6 maanden zijn verbeterd, onveranderd zijn gebleven of zijn verslechterd?" Het nettopercentage wordt berekend als het verschil tussen het percentage respondenten dat meldt dat een factor is verbeterd en het percentage dat meldt dat die factor is verslechterd. De cijfers hebben betrekking op periode 17 (april-september 2017) tot en met 24 (oktober 2020-maart 2021) van de enquête.

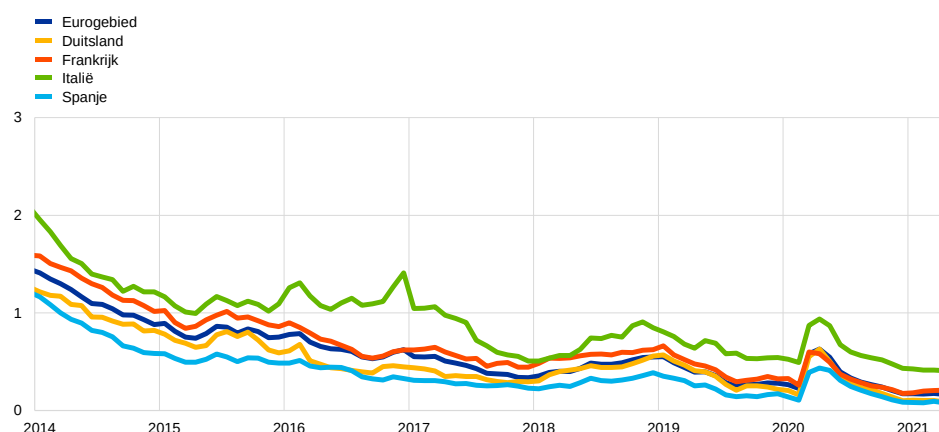
De banken blijven profiteren van gunstige financieringsvoorwaarden, terwijl hun bemiddelingscapaciteit druk ondervindt van een hoger kredietrisico. De samengestelde kosten van schuldfinanciering voor de banken van het eurogebied liggen nog altijd onder het peil van voor de pandemie. Dat heeft te maken met omvangrijke monetaire steunmaatregelen en de voortgaande ondersteuning door overheden en regelgevende instanties (Grafiek 23), en laat zich weinig gelegen

liggen aan een toename van het rendement op bankobligaties sinds begin 2021. De APP- en PEPP-programma's van de ECB oefenen neerwaartse druk uit op de rendementen en banken hebben marktfinanciering gedeeltelijk vervangen door TLTRO's met zeer gunstige voorwaarden. Beide factoren ondersteunden daarnaast de marktvoorwaarden voor bankobligaties. Bovendien worden de koersen van gedekte bankobligaties rechtstreeks ondersteund door het derde aankoopprogramma voor gedekte obligaties (third covered bond purchase programme – CBPP3). Verder bleven de depositorentes van de banken in het eurogebied in april 2021 grotendeels onveranderd op een historisch laag niveau. Deze droegen daarmee bij aan de gunstige schuldfinancieringsvoorwaarden, bij een effectieve doorwerking van de negatieve rentes. Sterker nog, de banken van het eurogebied brengen sinds het begin van de pandemie steeds vaker negatieve rente in rekening op de deposito's van NFC's. Of banken negatieve rente in rekening kunnen brengen, hangt echter af van de macht die ze in de markt hebben. Zo is de rente op retaildeposito's van huishoudens veelal op of boven de nul gebleven. De nettorentemarges van de banken staan daardoor onder druk. Banken hebben in het vierde kwartaal de verliesabsorptiecapaciteit weliswaar verder versterkt door de marktkapitalisatie te verhogen, maar het vermogen van banken om krediet te verlenen kan worden belemmerd door een groeiend kredietrisico en lage winstgevendheid. Zoals kan worden opgemaakt uit de [enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied](#) van april 2021 hebben banken hun kredietnormen in het eerste kwartaal van 2021 verder aangescherpt (zij het alleen voor leningen aan bedrijven en minder dan in de twee voorgaande kwartalen), wat verband houdt met hun verhoogde risicoperceptie en afnemende risicotolerantie als gevolg van de pandemie.

Grafiek 23

Samengestelde kosten van schuldfinanciering voor de banken

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



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

Toelichting: De samengestelde kosten van deposito's worden berekend als het gemiddelde van de rentetarieven op nieuwe contracten van onmiddellijk opvraagbare deposito's, deposito's met een vaste looptijd en deposito's met een opzegtermijn, gewogen naar de respectieve uitstaande bedragen. De meest recente waarnemingen betreffen april 2021.

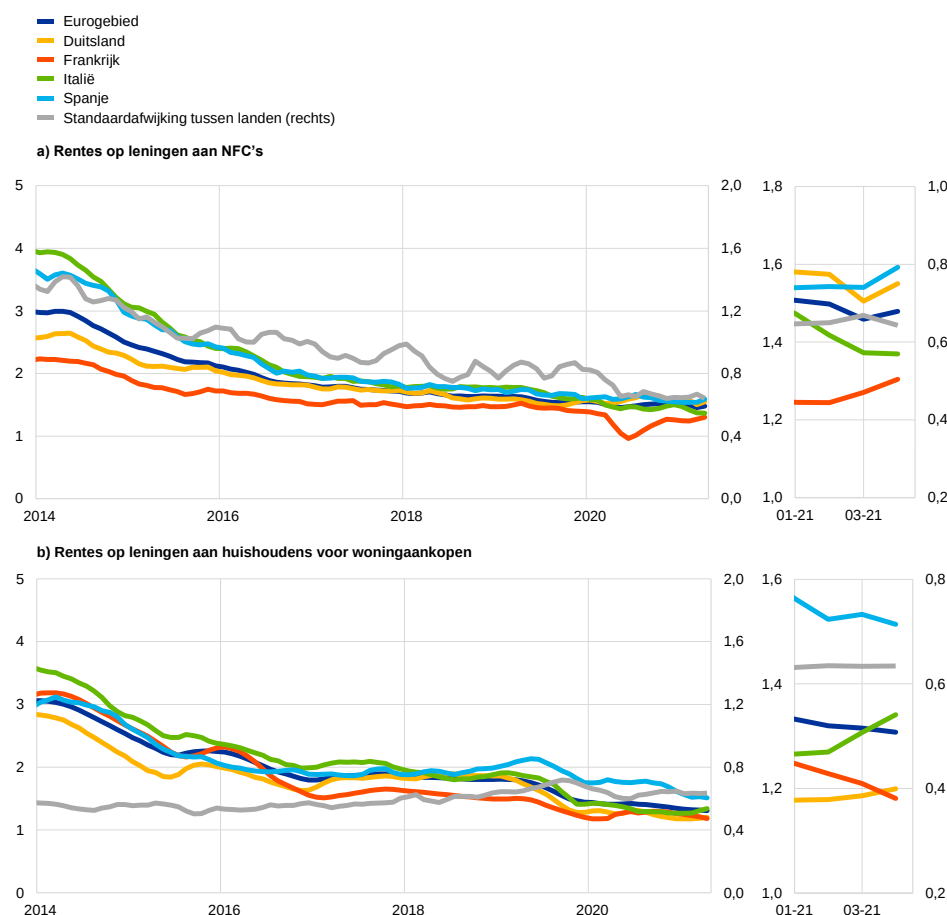
De bancaire rentetarieven voor leningen aan NFC's zijn gestegen, maar bleven historisch laag. In april 2021 steeg het samengestelde rentetarief voor bankleningen aan NFC's met 17 basispunten naar 1,56%, na in het eerste kwartaal

van het jaar te zijn gedaald, terwijl het tarief voor leningen aan huishoudens voor de aankoop van een huis onveranderd bleef op een historisch dieptepunt van 1,31% (Grafiek 24). Hierin is het voortgaande effect van de door de ECB, toezichhoudende autoriteiten en nationale overheden ingevoerde beleidsmaatregelen ter ondersteuning van de kredietverleningsvoorwaarden te zien, in het bijzonder ten bate van de bedrijven die het zwaarst door de pandemie zijn getroffen. Het verschil tussen de bancaire rente op zeer kleine leningen en die op grote leningen is gestabiliseerd op het niveau van voor de pandemie. Tegelijkertijd blijft de onzekerheid over het effect van de pandemie op de economie op langere termijn (en dus op de kredietwaardigheid van kredietnemers en op de balansen van banken) hoog. Alle bestaande steunmaatregelen blijven van essentieel belang om te voorkomen dat die bezorgdheid een brede verkrapping van de financieringsvoorwaarden in gang zet en daarmee de impact van de pandemie versterkt.

Grafiek 24

Samengestelde rentetarieven voor bankkredieten in specifieke eurolanden

(procenten per jaar (driemaands voortschrijdende gemiddelden); standaarddeviatie)



Bron: ECB.

Toelichting: Deze indicatoren voor de totale kosten van bankkrediet worden berekend door de korte- en langetermijnrentes te aggregeren aan de hand van een 24-maands voortschrijdend gemiddelde van de volumes van nieuwe contracten. De standaardafwijking tussen landen wordt berekend aan de hand van een vaste steekproef van twaalf landen in het eurogebied. De meest recente waarnemingen betreffen april 2021.

De totale externe financiering van bedrijven is in het eerste kwartaal van 2021 licht toegenomen.

De groei van de externe financiering op jaarbasis bedroeg in maart 2021 4,5%, waarbij de financieringsdynamiek op kortere termijn een kentering teweegbracht in de neerwaartse trend die eind vorige zomer voor het eerst werd waargenomen. Die financieringsstromen zijn vooral het resultaat van kredietopneming bij banken en in mindere mate ook van de netto-uitgifte van beursgenoteerde aandelen (Grafiek 25, paneel (a)). Ondernemingen lenen minder via de markten, terwijl de externe financieringsstromen nog altijd profiteren van gunstige financieringsvoorwaarden. De verklaring voor de kredietopneming bij banken verschilt per sector: op export gerichte sectoren hebben waarschijnlijk kunnen meeliften op verbeterde mondiale omstandigheden, de bedrijvigheid in de bouw was in sommige landen uitbundig, terwijl andere meer aan de gevolgen van de pandemie blootgestelde sectoren meer liquiditeit nodig hadden.

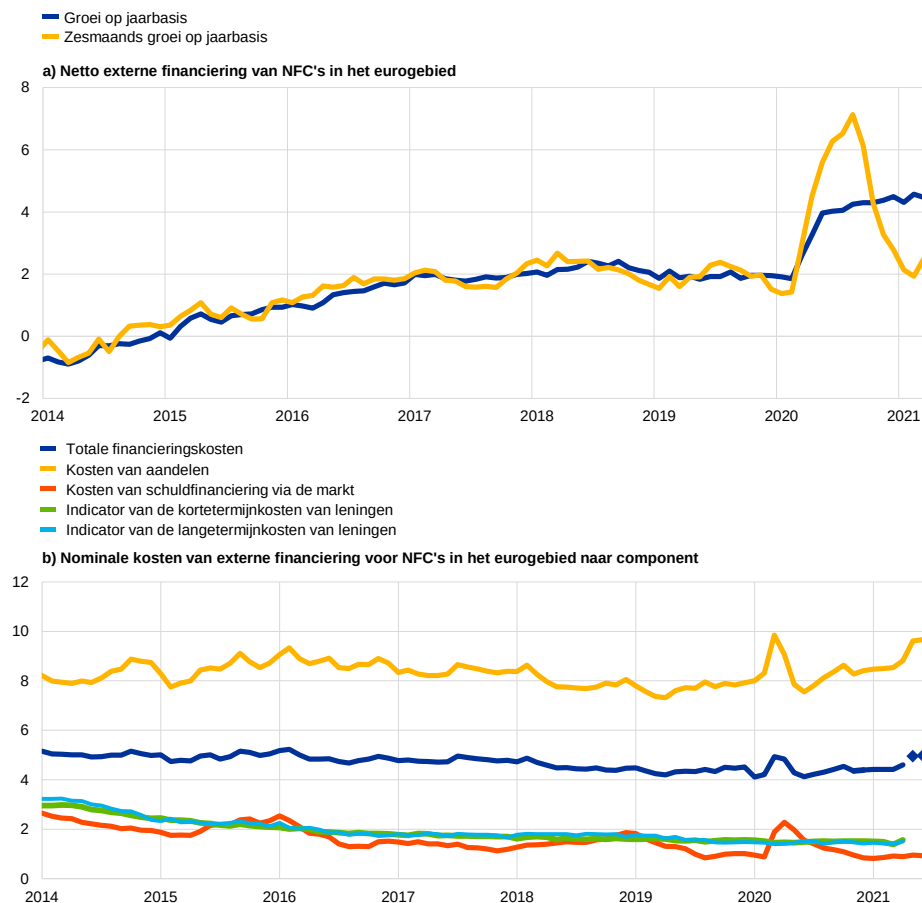
De totale nominale kosten van de externe financiering voor NFC's

(bankkrediet, de uitgifte van schuldbewijzen via de markt en financiering met eigen vermogen) bleven laag maar zijn wel licht gestegen. Die kosten bedroegen eind april 4,6% (Grafiek 25, paneel (b)), zo'n 30 basispunten onder het hoogste punt van maart 2020 en 50 basispunten hoger dan het in juni 2020 waargenomen historische dieptepunt. De lichte stijging van de totale financieringskosten in de eerste vier maanden van 2021 was toe te schrijven aan de hogere kosten van het eigen vermogen (in verband met zowel de hogere risicovrije rente als de hogere risicopremie op aandelen). Tegenover die hogere risicovrije rente stond echter het verder teruglopen van de ecarts op bedrijfsobligaties, waardoor de kosten van schuldfinanciering via de markt per saldo vrijwel onveranderd was. Ook de kosten van bankkrediet, voornamelijk langlopende leningen, zijn licht gestegen. Tussen eind april en 9 juni 2021 zijn de totale financieringskosten naar schatting met nog eens ongeveer 35 basispunten gestegen, hoofdzakelijk vanwege een toename van de kosten van het eigen vermogen. Dit had te maken met een lichte toename van de risicopremie op aandelen na een uitzonderlijk sterke stijging van de verwachtingen voor de bedrijfswinsten op de lange termijn (zoals eveneens blijkt uit enquêtes onder bedrijven), terwijl de disconteringsvoet al met al op een laag peil bleef. Gezien deze sterke toename van de winstverwachtingen en de nog altijd lage disconteringsvoet hadden de modellen normaal gesproken ietwat sterkere koersstijgingen moeten laten zien, wat zich vervolgens automatisch vertaalt in een licht hogere risicopremie. In diezelfde periode zijn de kosten van schuldfinanciering via de markt slechts marginaal gestegen (waarbij de hogere risicovrije rente bijna volledig teniet wordt gedaan door de verdere verlaging van de ecarts op bedrijfsobligaties) in zowel het kredietwaardige als het hoogrentende segment.

Grafiek 25

Externe financiering van niet-financiële ondernemingen in het eurogebied

(mutaties in procenten – paneel (a); procenten per jaar – paneel (b))



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

Toelichting: Paneel (a): De netto externe financiering is gelijk aan de som van de MFI-leningen, de netto-uitgifte van schuldbewijzen en de netto-uitgifte van beursgenoteerde aandelen. De MFI-leningen zijn gecorrigeerd voor verkopen, securitisaties en saldocompensatie. Paneel (b): De totale financieringskosten voor niet-financiële ondernemingen worden berekend als het gewogen gemiddelde van de kosten van bankkrediet, van schuldfinanciering via de markt en van aandelen, op grond van de respectieve uitstaande bedragen. De donkerblauwe ruiten verwijzen naar de prognoses voor de totale financieringskosten voor mei en juni 2021, in de veronderstelling dat de bancaire krediettarieven onveranderd blijven op het peil van april 2021. De meest recente waarnemingen voor paneel (a) betreffen maart 2021. De meest recente waarnemingen voor paneel b) hebben betrekking op 9 juni 2021 voor de kosten van schuldfinanciering via de markt (maandgemiddelde van daggegevens), 4 juni 2021 voor de kosten van het eigen vermogen (weekgegevens) en april 2021 voor de kosten van kredietverlening (maandgegevens).

Als gevolg van de zeer sterke economische neergang tijdens de coronapandemie (COVID-19) in combinatie met een ongeëvenaard krachtige begrotingsrespons is het begrotingstekort van de totale overheid in het eurogebied sterk gestegen, van 0,6% bbp in 2019 naar 7,3% in 2020. Dit jaar, terwijl landen in het eurogebied werden getroffen door nieuwe pandemiegolven, zijn veel noodmaatregelen uitgebreid en is er aanvullende herstelsteun gerealiseerd. Als gevolg daarvan voorzien de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties van juni 2021 slechts een marginale verbetering van het begrotingssaldo van de overheid in het eurogebied, naar -7,1% bbp in 2021. Maar nu de pandemie afzwakt en het economische herstel is ingezet, zal de tekortquote naar verwachting sneller dalen, tot 3,4% in 2022 en 2,6% aan het einde van de projectieperiode in 2023. De schuld in het eurogebied zal volgens de prognoses in 2021 een hoogtepunt bereiken van net iets minder dan 100% bbp en in 2023 dalen naar circa 95% bbp, ongeveer 11 procentpunten hoger dan vóór de coronacrisis. Toch blijft een ambitieuze en gecoördineerde begrotingskoers van cruciaal belang, aangezien een voortijdige intrekking van de budgettaire steun het herstel zou verzwakken en de schade op lange termijn zou vergroten. Het nationaal begrotingsbeleid moet dan ook kritieke en tijdige ondersteuning blijven verlenen aan bedrijven en huishoudens die het sterkst door de pandemie en de daarmee gepaard gaande beheersingsmaatregelen worden getroffen. Tegelijkertijd dienen de begrotingsmaatregelen tijdelijk en anticyclisch te blijven, en voldoende gericht te zijn om de zwakke plekken doeltreffend aan te pakken en een snel herstel van de economie van het eurogebied te ondersteunen. Als aanvulling op nationale begrotingsmaatregelen zal het EU Next Generation-pakket (NGEU) naar verwachting een essentiële rol spelen door bij te dragen aan een sneller, sterker en uniformer herstel. Het zou de economische veerkracht en het groeipotentieel van de economieën van de EU moeten vergroten, met name als de middelen worden gebruikt voor productieve overheidsuitgaven en gepaard gaan met een productiviteitsverhogend structureel beleid. Volgens de macro-economische projecties van juni zou de combinatie van NGEU-subsidies en -leningen tussen 2021 en 2023 een extra stimulans van ongeveer 0,5% bbp per jaar moeten opleveren.

In de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2021 wordt voorzien dat het begrotingssaldo van de totale overheid in het eurogebied in 2021 slechts marginaal zal aantrekken maar in 2022 krachtig zal herstellen.¹¹ Het tekort van de totale

overheid in het eurogebied steeg in 2020 van 0,6% bbp in 2019 naar 7,3%¹² bbp, het grootste tekort sinds de introductie van de euro. Het zal naar verwachting in 2021 slecht marginaal dalen, tot 7,1%, maar daarna sterker dalen tot 3,4% in 2022 en 2,6% in 2023 (Grafiek 26). De stijging van het begrotingstekort in 2020 was grotendeels toe te schrijven aan een verslechtering van het voor de conjunctuur gecorrigeerde primaire saldo die volgde op economische steunmaatregelen als

¹¹ Zie de [Door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied, juni 2021](#).

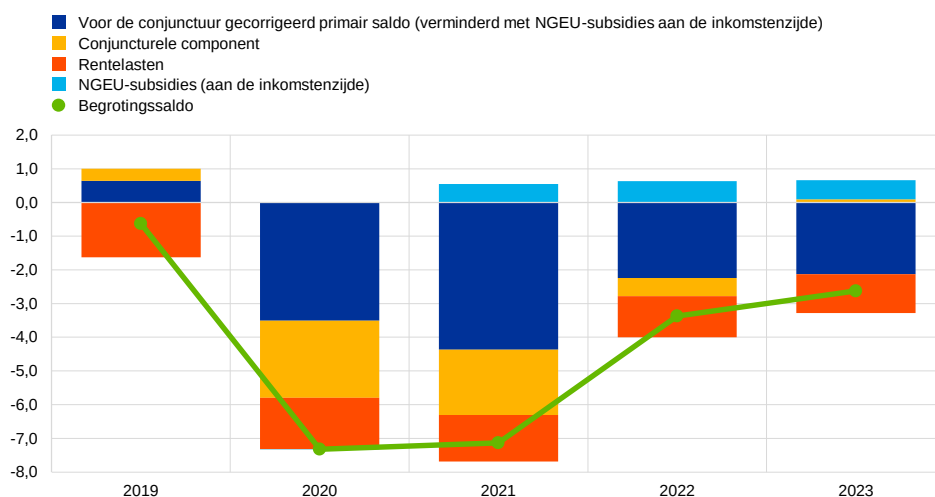
¹² Het begrotingssaldo van het eurogebied voor 2020 is bijgesteld ten opzichte van de publicatie van Eurostat-gegevens op 22 april 2021 (eerste bekendmaking: -7,2% bbp) na een bijstelling van de gegevens voor Duitsland.

reactie op de pandemie ter waarde van circa 4% bbp. De crisis- en herstelsteun zullen volgens de huidige prognoses in 2021 stijgen naar circa 4,5% bbp. Dit weerspiegelt het feit dat overheden noodmaatregelen hebben verlengd, geleidelijk uitgebreid of ingesteld ter ondersteuning van het herstel, waaronder maatregelen gefinancierd vanuit de NGEU. De toename van het tekort vorig jaar was deels het gevolg van een grote negatieve conjunctuurcomponent, die in 2021 naar verwachting zal afnemen, hoewel slechts marginaal. De meer significante verbetering van het begrotingssaldo vanaf 2022 zal volgens de prognoses worden gedreven door een hoger conjunctuurgezuiverd primair saldo, doordat een groot deel van de noodmaatregelen (niet gefinancierd met NGEU-subsidies) zal vervallen. Daarnaast zal de bijdrage van de conjunctuur naar verwachting vanaf 2022 snel afnemen. In mindere mate, maar gedurende de gehele projectieperiode, zal de verbetering van het begrotingssaldo ook worden gesteund door een geleidelijk dalende bijdrage van rentebetalingen.

Grafiek 26

Begrotingssaldo en componenten

(in procenten bbp)



Bronnen: ECB en de Door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2021.
Toelichting: De gegevens betreffen het aggregaat van de totale overheid van de landen in het eurogebied.

De projecties voor het eurogebied zijn inclusief NGEU-subsidies ter waarde van circa 0,6% bbp voor elk jaar van de projectieperiode, die in combinatie met een beperkt aantal leningen worden aangenomen goed te zijn voor de financiering van 0,5% bbp van de aanvullende stimulans per jaar. In de projecties meegenomen NGEU-subsidies komen neer op ongeveer 1,75% bbp tijdens de periode 2021-2023. In combinatie met leningen ter waarde van circa 0,3% bbp zal de NGEU naar verwachting goed zijn voor de financiering van nabij 1,9% bbp, waarvan iets meer dan 1,5% bbp wordt besteed aan een aanvullende stimulans, terwijl de rest zou worden gebruikt voor de financiering van bestaande plannen.

De totale begrotingskoers was in 2020 zeer expansief en zal naar verwachting in 2021 expansief blijven.¹³ Een verkrapting van het begrotingsbeleid ten opzichte van de zeer hoge niveaus aan steun zal naar verwachting in 2022 plaatsvinden, wanneer de begrotingssteun afneemt en tegelijk de steunmaatregelen voor de pandemie en van tijdelijke aard vervallen. Voor 2023 wordt een min of meer neutrale begrotingskoers verwacht.¹⁴ Niettemin zal het niveau aan begrotingssteun voor het economische herstel gedurende de gehele projectieperiode hoog blijven, wat terugkomt in het feit dat het algehele primaire begrotingssaldo sterk negatief blijft en pas geleidelijk zal herstellen van -5,8% in 2021 tot -1,5% bbp in 2023.

Naast de aan hun economieën verleende begrotingssteun hebben de landen van het eurogebied aanzienlijke kredietgaranties verstrekt om de liquiditeit van bedrijven te versterken. In totaal bedragen deze garanties ongeveer 19% bbp voor het eurogebied in 2021, hoewel de omvang van de pakketten en de gebruikmaking hiervan van land tot land aanzienlijk verschillen. De kredietgaranties zijn voorwaardelijke verplichtingen voor overheden en ingeroepen garanties zullen dus extra overheidsuitgaven vergen die de overheidsschuld zullen verhogen.

Het begrotingssaldo in 2021 zal nu naar verwachting significant lager uitvallen dan volgens de eerder door medewerkers van de ECB opgestelde macro-economische projecties van maart 2021 en ook de vooruitzichten voor 2022 en 2023 zijn enigszins neerwaarts bijgesteld. Meer specifiek is het begrotingssaldo van de totale overheid in het eurogebied als percentage bbp voor 2021 met 1,0 procentpunt neerwaarts bijgesteld en voor de twee jaar daarop met respectievelijk 0,2 en 0,3 procentpunt. Deze bijstellingen zijn het gevolg van de hogere discretionaire begrotingsmaatregelen als reactie op de pandemie (met name in 2021) die slechts voor een deel worden gecompenseerd door een sterkere conjunctuurbijdrage. De voorspelde rentebetalingen blijven grotendeels gelijk aan die uit de projecties van maart.

De geaggregeerde schuldquote van de overheid in het eurogebied steeg in 2020 sterk en zal naar verwachting oplopen tot iets onder 100% bbp in 2021 en vervolgens geleidelijk dalen naar 95% in 2023. De stijging van de schuldquote met 14 procentpunten in 2020 weerspiegelt een combinatie van een hoog primair tekort en een sterk negatief rente-groei-ecart, naast een significante tekortschuldaanpassing naar aanleiding van onder andere liquiditeitssteun als reactie op de pandemie. In 2021 zal een nog steeds hoog primair tekort slechts ten dele worden gecompenseerd door een significante bijdrage aan de schuldvermindering

¹³ De begrotingskoers weerspiegelt de richting en omvang van de economische stimulans die uitgaat van het begrotingsbeleid, en niet slechts de automatische reactie van de overheidsfinanciën op de conjunctuur. 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, is het conjunctuurgezuiverde primaire saldo in deze context bijgesteld zonder die inkomsten mee te tellen. Hier moet verder worden opgemerkt dat in de begrotingsprojecties voor het eurogebied waarnaar in deze Paragraaf wordt verwezen de schuld op supranationaal Europees niveau en schuld in verband met NGEU-transacties niet zijn meegerekend. Zie voor meer informatie over het begrip 'begrotingskoers binnen het eurogebied' het artikel "[The euro area fiscal stance](#)", *Economisch Bulletin*, Nummer 4, ECB, 2016.

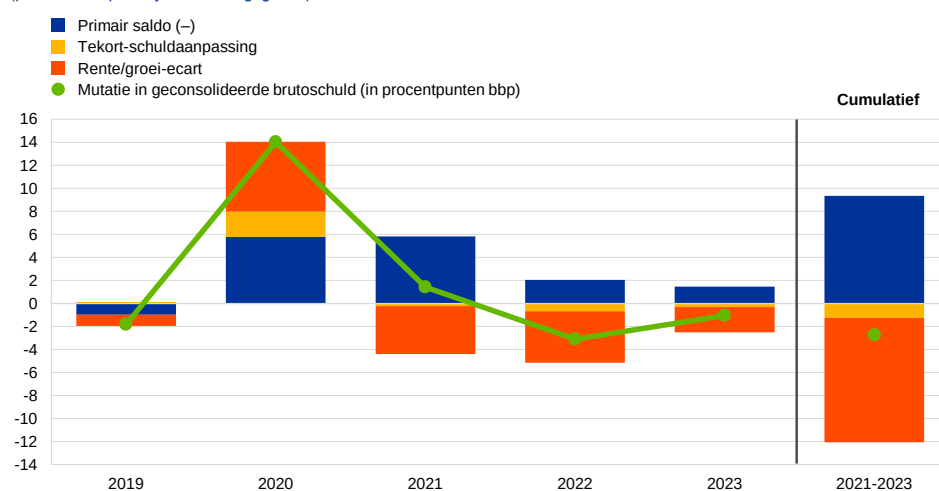
¹⁴ De begrotingskoers is beoordeeld op -4,2 procentpunt bbp in 2020 en zal naar verwachting -1, +2,1 en +0,1 procentpunt bbp bedragen in respectievelijk 2021, 2022 en 2023, na bijstelling voor inkomsten die verband houden met NGEU-subsidies.

door het rente/groei-ecart. In 2022 en 2023 zal de schuldquote echter beginnen te dalen doordat kleinere primaire tekorten ruimschoots worden gecompenseerd door gunstige bijdragen van rente/groei-ecarts en, in mindere mate, negatieve tekortschuldaanpassingen (Grafiek 27). Daardoor zal aan het einde van de projectieperiode in 2023 de schuldquote circa 11 procentpunten hoger zijn dan het niveau van voor de crisis. Hierbij moet echter worden opgemerkt dat de coronacrisis een iets kleiner ongunstig effect op het schuldverloop had dan tijdens de eerste fase van de crisis veelal werd verwacht.

Grafiek 27

Bepalende factoren voor mutaties in overheidsschulden in het eurogebied

(procenten bbp tenzij anders aangegeven)



Bronnen: ECB en de Door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2021.
Toelichting: De gegevens betreffen het aggregaat van de totale overheid van de landen in het eurogebied.

Het nationaal begrotingsbeleid moet kritieke en tijdige ondersteuning blijven verlenen aan bedrijven en huishoudens die het sterkst door de huidige pandemie en de daarmee gepaard gaande beheersingsmaatregelen worden getroffen. Een voortijdige intrekking van de budgettaire steun zou het herstel kunnen verzwakken en de schade op lange termijn vergroten. Tegelijkertijd dienen de begrotingsmaatregelen tijdelijk en anticyclisch te blijven, en voldoende gericht te zijn om de zwakke plekken doeltreffend aan te pakken en een snel herstel van de economie van het eurogebied te ondersteunen. De duurzaamheid van begrotingen zal worden bevorderd door het verwachte economische herstel en daarnaast ook in belangrijke mate door de financieringsvoorwaarden, die ondersteunend van aard moeten blijven. Het blijft echter essentieel dat lidstaten onevenwichtigheden in hun begroting geleidelijk verminderen zodra de economische bedrijvigheid voldoende is hersteld. Dit proces kan worden versterkt door een beslissende verschuiving in de richting van een meer groeivriendelijke samenstelling van de openbare financiën en structurele hervormingen om het groeipotentieel van economieën binnen het eurogebied te vergroten, zoals ook wordt gesteld in de aanbevelingen voor begrotingsbeleid van de Commissie van 2 juni (zie voor meer details het Kader “Gevolgen van de stabiliteitsprogramma’s voor 2021 voor het begrotingsbeleid in het eurogebied” in dit nummer van het Economisch Bulletin). De faciliteit voor herstel en

veerkracht van de NGEU kan hierbij belangrijke steun bieden, niet in de laatste plaats door de groene en digitale transitie te versnellen.

Kaders

1 Ontwikkelingen in de lopende rekening van het eurogebied tijdens de pandemie

Door Michael Fidora, Fausto Pastoris en Martin Schmitz

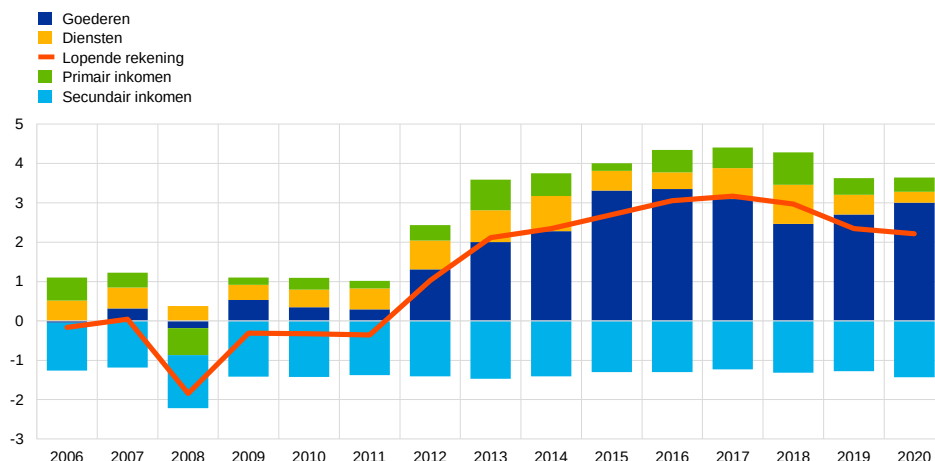
Ondanks de toegenomen volatiliteit van de economische bedrijvigheid en de internationale handel als gevolg van de coronaviruspandemie (COVID-19) is het overschot op de lopende rekening van het eurogebied in 2020 slechts licht gedaald ten opzichte van 2019, van 2,3% tot 2,2% van het bbp (Grafiek A, paneel a). De gematigde afname van het overschot op de lopende rekening in verhouding tot het bbp maskeert echter een forse daling van de waarde ervan, van € 280 miljard in 2019 tot € 250 miljard in 2020, aangezien het nominale bbp in deze periode sterk is gedaald. Bovendien vonden er uitgesproken verschuivingen plaats in de samenstelling van de handelsstromen en de geografische uitsplitsing van het overschot, evenals in de onderliggende bruto externe (krediet- en debet)transacties. Dit Kader geeft een overzicht van de belangrijkste ontwikkelingen in de lopende rekening van het eurogebied in 2020, met bijzondere aandacht voor de gevolgen van de pandemie voor de verschillende componenten ervan.

Grafiek A

Ontwikkelingen in de lopende rekening van het eurogebied

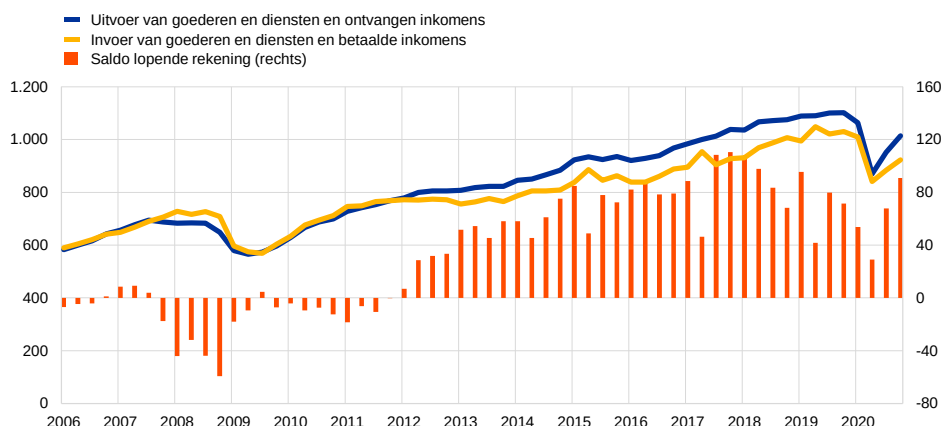
a) Saldo lopende rekening eurogebied

(in procenten bbp)



B) Kwartaaltransacties lopende rekening eurogebied

(EUR miljard; gecorrigeerd voor seizoensinvloeden en het aantal werkdagen)



Bronnen: ECB en Eurostat.

De externe transacties op de lopende rekening van het eurogebied zijn in de eerste helft van 2020 sterk gekrompen na de uitbraak van de pandemie en de invoering van maatregelen om de verspreiding ervan tegen te gaan (Grafiek A, paneel b). Nominaal was het overschot op de lopende rekening van het eurogebied in de eerste helft van 2020 € 55 miljard lager dan in de eerste helft van 2019¹. Dit was het gevolg van een sterke daling van de bruto kredietstromen, d.w.z. de uitvoer van goederen en diensten en ontvangen inkomens uit het buitenland, die de inkrimping van de bruto debetstromen, d.w.z. de invoer van goederen en diensten en inkomensbetalingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, ruimschoots compenseerde. Doordat de externe vraag zich in de tweede helft van het jaar herstelde en de uitvoer vanuit het eurogebied zich sterker herstelde dan de invoer, was het overschot op de lopende rekening in de tweede helft van 2020 € 7 miljard

¹ De gepresenteerde gegevens over de ontwikkelingen gedurende het jaar zijn gecorrigeerd voor seizoensinvloeden en het aantal werkdagen.

hoger dan in de tweede helft van 2019.² Nominaal was het overschot op de lopende rekening in 2020 in totaal meer dan 10% lager dan in 2019.

Het overschot op de goederenhandel steeg in 2020 tot 3,0% van het bbp, aangezien de daling van de uitvoer vanuit het eurogebied ruimschoots werd gecompenseerd door een nog sterkere daling van de invoer. In 2020 steeg het overschot op de goederenhandelsbalans met € 17 miljard (0,3 procentpunt van het bbp). Dit maskeerde een aanzienlijke daling van de waarde van de goederenuitvoer met € 216 miljard (0,8 procentpunt van het bbp), die meer dan gecompenseerd werd door een sterkere daling van de invoer, met € 234 miljard (1,1 procentpunt van het bbp). Uit de statistieken voor de goederenhandel komt een aanzienlijke daling van het tekort aan energie in het eurogebied naar voren, dat verband houdt met zowel de gunstige ontwikkeling van de energieprijzen als de lagere invoervolumes die het gevolg zijn van de daling van de economische bedrijvigheid. Anderzijds nam het overschot aan industrieproducten van het eurogebied aanzienlijk af als gevolg van de verstoringen van de mondiale waardeketens, die ook tot uiting kwamen in een merkbare vermindering van het tekort aan halffabricaten in het eurogebied.³

De economische gevolgen van de pandemie zijn met name zichtbaar in het saldo van de dienstenhandel, doordat reisbeperkingen hebben geleid tot een sterke daling van het overschot op reisdiensten van het eurogebied (Grafiek B). Het overschot op de dienstenhandelsbalans daalde in 2020 met € 29 miljard (0,2 procentpunt van het bbp). Deze daling werd voornamelijk veroorzaakt door lagere overschotten voor reisdiensten (gedaald van 0,3% bbp in 2019 tot 0,1% bbp in 2020) en vervoersdiensten (gedaald van 0,2% bbp tot 0,1% bbp). Voor de reisdiensten was dit het gevolg van de ineenstorting van de uitvoer (met nominaal ongeveer 65% ten opzichte van 2019) als gevolg van de reisbeperkingen die zijn ingevoerd om de pandemie in te dammen.⁴ Anderzijds nam het overschot voor telecommunicatie-, computer- en informatiediensten toe (van 0,8% bbp tot 0,9% bbp), als gevolg van de hogere uitvoer. De grote verschuivingen in de tekorten voor kosten voor het gebruik van intellectuele eigendom (die met 0,2 procentpunt in termen van het bbp stegen) en onderzoeks- en ontwikkelingsdiensten (die met 0,4 procentpunt in termen van het bbp daalden) waren het gevolg van een sterke volatiliteit van de invoer van deze

² Hoewel de handelsbalans in de tweede helft van het jaar verbeterde, is de inkomensbalans verder verslechterd. De inkrimping van de inkomensbalans van het eurogebied in 2020 was het gevolg van een verslechtering van het tekort aan secundair inkomen en een daling van het overschot op de beleggingsopbrengsten. Het saldo van de beleggingsopbrengsten weerspiegelt de winsten van het eurogebied op netto buitenlandse activa. De ontwikkelingen in de netto buitenlandse activa van het eurogebied (de netto internationale investeringspositie) zijn de afgelopen jaren niet alleen aangedreven door het saldo op de lopende rekening, maar ook door het waarderingskanaal (d.w.z. schommelingen in de waarderungen van externe activa en passiva als gevolg van wisselkoersveranderingen en andere veranderingen in de activaprijzen). Zie voor informatie het Kader "[Factors driving the recent improvement in the euro area's international investment position](#)", Economic Bulletin, Issue 3, ECB, 2018.

³ Zie ook het Kader "[The great trade collapse of 2020 and the amplification role of global value chains](#)", Economic Bulletin, Issue 5, ECB, 2020.

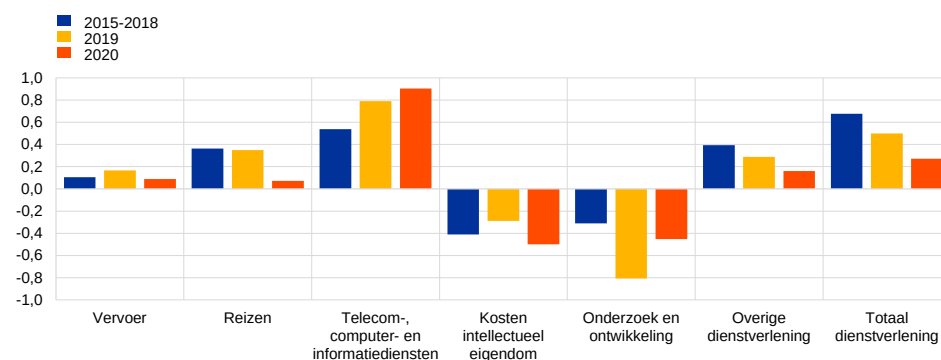
⁴ Zie ook Kader 5 "[Ontwikkelingen in de toeristische sector tijdens de COVID-19-pandemie](#)", Economisch Bulletin, Nummer 8, ECB, 2020.

diensten in het eurogebied de afgelopen jaren, die verband hield met de activiteiten van grote multinationale bedrijven.⁵

Grafiek B

Ontwikkelingen in de dienstenhandelsbalans van het eurogebied naar hoofdtype dienst

(in procenten bbp)



Bron: ECB.

Toelichting: "Overige dienstverlening" omvat de handelscategorieën die in de rest van de grafiek niet worden weergegeven.

Uit gegevens over de geografische tegenposten van de lopende rekening van het eurogebied blijkt dat het eurogebied in 2020 een daling vertoonde van de grootste bilaterale overschotten (Grafiek C, paneel a). Net als de afgelopen jaren waren de grootste bilaterale overschotten van het eurogebied in 2020 ten opzichte van het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten en Zwitserland (respectievelijk 1,3%, 0,7% en 0,5% bbp). De groep "overige landen" – waaronder de grote olieproducenten – droeg ook positief bij aan het externe overschot van het eurogebied (met een overschot van circa 1,6% bbp), terwijl het eurogebied een tekort op de lopende rekening vertoonde ten opzichte van China (0,6% bbp) en de groep "offshorecentra" (0,7% bbp).

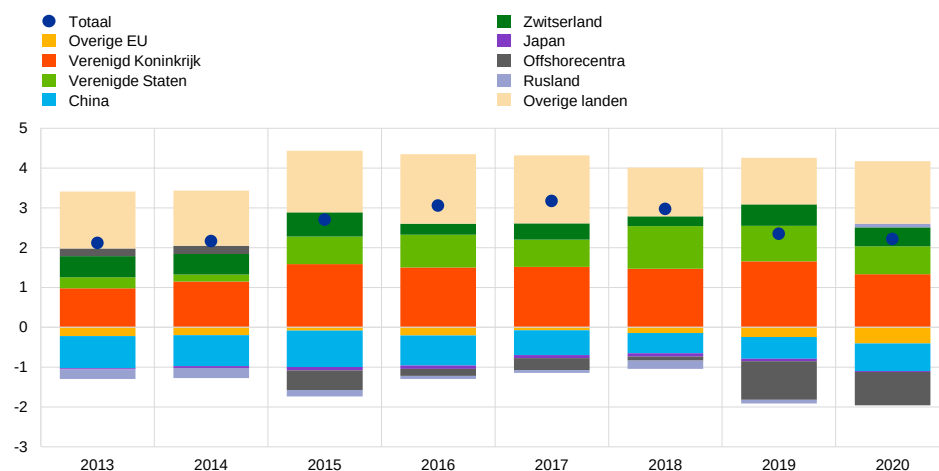
⁵ Zie voor meer informatie over het effect van transacties van multinationals op de externe rekeningen van het eurogebied het artikel "[Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective](#)", *Economisch Bulletin*, Nummer 2, ECB, 2020; en Lane, P.R., "[Maximising the user value of statistics: lessons from globalisation and the pandemic](#)", toespraak voor het Europese Statistische Forum (virtueel), 26 april 2021.

Grafiek C

Geografische uitsplitsing van de lopende rekening van het eurogebied

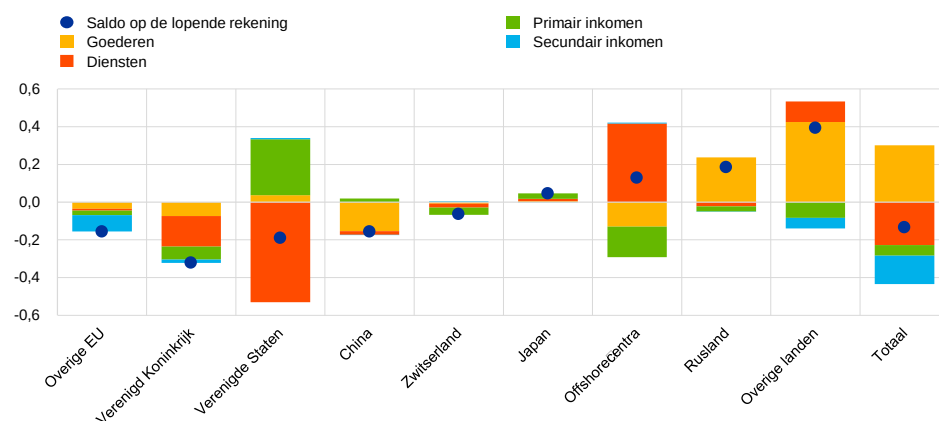
a) Lopende rekening eurogebied per belangrijkste geografische tegenpost

(in procenten bbp)



B) Verandering bilaterale saldi op lopende rekening eurogebied tussen 2020 en 2019

(procentpunten bbp)



Bronnen: ECB en Eurostat.

Toelichting: "Overige EU" omvat de EU-landen buiten het eurogebied en de EU-instanties en -organen die voor statistische doeleinden worden beschouwd als zijnde buiten het eurogebied, zoals de Europese Commissie en de Europese Investeringsbank.

"Offshorecentra" zijn landen of rechtsgebieden buiten de EU die financiële diensten verlenen aan niet-ingezetenen op een schaal die niet in verhouding staat tot de omvang van hun binnenlandse economie, waaronder bijvoorbeeld de SAR Hongkong en de Kaaimaneilanden. "Overige landen" zijn alle landen en landengroepen die niet in deze tabel zijn opgenomen, evenals niet-toegewezen transacties.

De meest uitgesproken veranderingen in de geografische uitsplitsing van het saldo op de lopende rekening van het eurogebied in 2020 waren dalende overschotten ten opzichte van het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten en een toenemend overschot ten opzichte van de groep "overige landen" (Grafiek C, paneel b).

De daling van de overschotten ten opzichte van het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten werd voornamelijk veroorzaakt door de dienstensector. Met betrekking tot het Verenigd Koninkrijk was dit voornamelijk te wijten aan een aanzienlijke daling van de reisuivoer uit het eurogebied als gevolg van de reisbeperkingen als reactie op de pandemie, terwijl dit voor de Verenigde Staten ook een duidelijke stijging weerspiegelde van de betalingen voor het gebruik van intellectuele eigendom in verband met de activiteiten van multinationale

bedrijven.⁶ Het goederenoverschot ten opzichte van de groep “overige landen” nam sterk toe als gevolg van de eerder genoemde daling van de energie-invoer, die tevens de drijvende kracht was achter de verschuiving van een bilateraal tekort op de lopende rekening naar een overschot ten opzichte van Rusland. Het goederentekort ten opzichte van China nam in 2020 verder toe, deels als gevolg van een stijging van de invoer van medische benodigdheden in verband met de pandemie.

Vanuit het oogpunt van sparen/investeren heeft de stabiliteit van het netto financieringssaldo van het eurogebied t.o.v. rest van de wereld in 2020 een ongekende stijging gemaskeerd van het netto vorderingenoverschot van de huishoudens en het netto vorderingentekort van de overheidssector (Grafiek D).

De noodzaak om de gevolgen van de pandemie voor de economie in te dammen heeft de gestage daling van het netto vorderingentekort van de overheidssector van de afgelopen jaren abrupt een halt toegevoegd: het netto vorderingentekort van de overheden van het eurogebied steeg in 2020 tot 7,3% bbp. Dit werd echter bijna volledig gecompenseerd door een sterke stijging van het vorderingenoverschot van de huishoudens in het eurogebied (tot 7,3% bbp), die zowel voorzorgsbesparingen als gedwongen besparingen betrof.⁷ Aangezien het vorderingenoverschot van zowel de niet-financiële als de financiële sector in 2020 – zij het bescheidener – is toegenomen, bleef het vorderingenoverschot van het eurogebied t.o.v. de rest van de wereld over het geheel genomen stabiel op ongeveer 2,2% bbp.

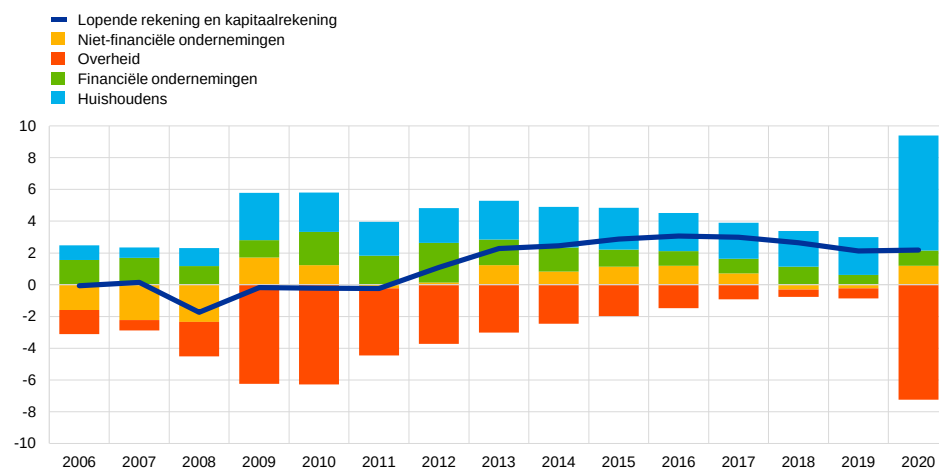
⁶ Deze activiteiten worden ook weerspiegeld in een overeenkomstige verlaging van het dienstentekort in het eurogebied ten opzichte van offshorecentra.

⁷ Zie ook Kader 5 “COVID-19 en de toename van het spaargeld van de huishoudens: uit voorzorg of gedwongen?”, *Economisch Bulletin*, nummer 6, ECB, 2020.

Grafiek D

Vorderingenoverschot/-tekort van sectoren in het eurogebied en het saldo op de lopende rekening en de kapitaalrekening

(in procenten bbp)



Bronnen: ECB en Eurostat.

Toelichting: De uitsplitsing naar sector van het vorderingenoverschot/-tekort in het eurogebied weerspiegelt de balansen van de sectoren in het eurogebied gebaseerd op de gegevens van de niet-financiële sectorrekeningen. De lopende rekening en de kapitaalrekening van het eurogebied weerspiegelen de vorderingenoverschotten en -tekorten van het eurogebied t.o.v. de rest van de wereld, zoals opgenomen in de betalingsbalansgegevens. Tussen de twee indicatoren kunnen kleine verschillen bestaan als gevolg van verschillen tussen de gegevensbronnen.

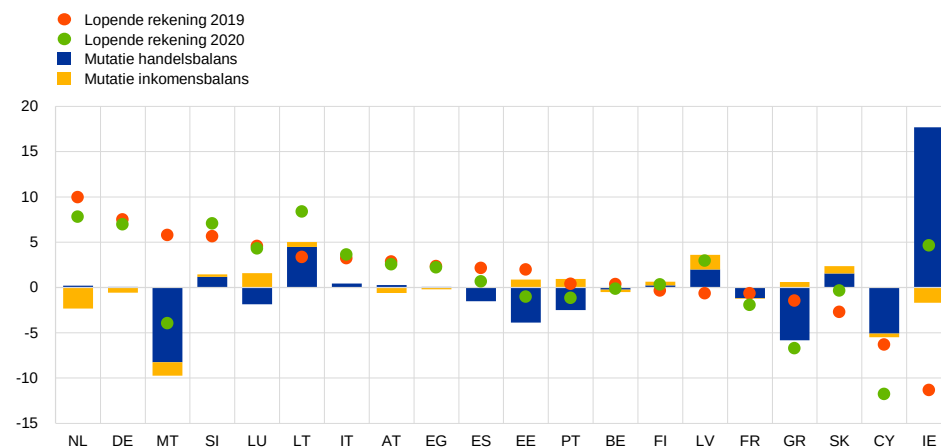
De saldi op de lopende rekening van de landen van het eurogebied hebben zich in 2020 heterogeen ontwikkeld, waarbij landen die sterk afhankelijk zijn van toerisme hun handelsbalansen sterk zagen verslechteren (Grafiek E). Deze scherpe bewegingen, voornamelijk in verband met een significante daling van de reisuivoer, leidden tot een aanzienlijke verslechtering van de saldi op de lopende rekening van Spanje (van 2,1% naar 0,7% bbp), Portugal (van 0,4% naar -1,2% bbp) en Griekenland (van -1,5% naar -6,7% bbp). Malta en Cyprus noteerden ook een sterke verslechtering van hun saldi op de lopende rekening, voornamelijk als gevolg van een daling van de netto-uitvoer van reizen en andere diensten. Tegelijkertijd zag Ierland het saldo op de lopende rekening sterk verbeteren, als gevolg van veranderingen in de dienstenhandel (en in mindere mate in de goederenhandel) die voornamelijk de activiteiten van grote multinationale bedrijven weerspiegelden.⁸

⁸ De uitzonderlijke verbetering van het Ierse dienstensaldo in 2020 was het gevolg van een sterke daling van de invoer van diensten op het gebied van onderzoek en ontwikkeling tegen de achtergrond van een uitgesproken volatiliteit in de externe rekeningen van Ierland als gevolg van de zeer grote impact van de activiteiten van multinationals.

Grafiek E

Mutaties op de lopende rekeningen van de landen van het eurogebied tussen 2020 en 2019

(in procenten bbp; procentpunten)



Bronnen: ECB en Eurostat.

Toelichting: De handelsbalans omvat de saldi voor goederen en diensten. De inkomensbalans omvat de primaire en secundaire inkomensbalans. "EG" staat voor "eurogebied".

Het effect van begrotingssteunmaatregelen op de liquiditeitsbehoefte van bedrijven tijdens de pandemie

Door Roberto A. De Santis, Annalisa Ferrando en Elena Sofia Gabbani

De Europese overheden reageerden op de uitbraak van de coronapandemie (COVID-19) met omvangrijke begrotingspakketten om huishoudens,

werknemers en bedrijven te ondersteunen. Na bijna een jaar begrotingssteun is onderzocht hoe deze pakketten tijdens deze periode zijn gebruikt om in de liquiditeitsbehoefte van bedrijven op korte en middellange termijn te voorzien, door middel van de enquête over de toegang tot financiering van bedrijven (*Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE*).¹ De begrotingsmaatregelen van overheden zijn onderverdeeld in drie hoofdgroepen: i) tegemoetkoming in de loonkosten,² ii) belastingverlagingen en belastingmoratoria, en iii) overige soorten steun.³ Dit kader bevat een samenvatting van de enquêteresultaten, waarbij de bevindingen per land in vier verschillende sectoren zijn gegroepeerd (industrie, bouw/nijverheid, groothandel en detailhandel, en overige zakelijke dienstverlening).⁴

Twee derde van de ondervraagde bedrijven heeft gebruik gemaakt van ten minste één overheidsbeleidsmaatregel die is ingevoerd als reactie op de pandemie. Ongeveer 55% van de grote bedrijven in het eurogebied en 48% van de kleine en middelgrote bedrijven in het eurogebied die zijn ondervraagd hebben gebruik gemaakt van overheidssteun om hun loonkosten te verlichten; ongeveer 28% van de grote bedrijven en 25% van de kleine en middelgrote bedrijven profiteerden van belastingverlagingen en belastingmoratoria, en ongeveer 24% van

¹ De tweejaarlijkse SAFE-enquête is gehouden in de periode 8 maart-22 april 2021. Bedrijven in het eurogebied werden verzocht om verslag uit te brengen over veranderingen in hun financiële situatie en over de behoefte aan, en beschikbaarheid van, externe financiering in de periode tussen oktober 2020 en maart 2021. De totale steekproefomvang bedroeg 11.007 bedrijven, waarvan 10.054 (91%) uit het mkb. Alle cijfers in dit Kader zijn gewogen naar grootteklasse, sector en land om de economische opbouw van de onderliggende bedrijvenpopulatie te weerspiegelen. Bekijk het [SAFE-rapport](#).

² Tegemoetkoming in de loonkosten verwijst naar overheidssubsidies in de vorm van gesubsidieerde lonen voor werknemers die tijdelijk te maken kregen met een volledige of gedeeltelijke verkorting van hun arbeidstijd, ook wel werktijdverkortingsregelingen genoemd.

³ Hoewel dit in de vragenlijst niet is gespecificeerd, kan deze derde categorie verschillende regelingen omvatten die verband houden met overheidssteun, zoals bankgaranties die niet voor loonkosten worden gebruikt, rechtstreekse financiële steun en herkapitalisatie- en herstructureringsfondsen. Zie ook het kader [Government support policies during the COVID-19 period](#) in het SAFE-rapport voor meer informatie over de ad-hocvragen die aan de SAFE zijn toegevoegd.

⁴ Dit kader vormt een aanvulling op verwante beoordelingen van overheidsregelingen. [Albertazzi et al.](#) beoordelen hoe de aangekondigde overheidsgarantieregelingen voor leningen van invloed kunnen zijn op de omvang van de verliezen waarmee banken geconfronteerd kunnen worden. [Falagiarda et al.](#) bespreken de kenmerken van deze regelingen en de gebruikmaking ervan in de grotere landen van het eurogebied. [Anderson et al.](#) geven een overzicht van de kredietondersteuningsmaatregelen in de vijf grootste economieën van Europa. Een [OESO-onderzoek](#) uit 2021 geeft een overzicht van de liquiditeitssteunmaatregelen en structurele steunmaatregelen wereldwijd. Zie Albertazzi, U., Bijsterbosch, M., Grodzicki, M., Metzler, J. en Ponte Marques, A., "Potential impact of government loan guarantee schemes on bank losses", *Financial Stability Review*, ECB, mei 2020; Falagiarda, M., Prapiestis, A. en Rancoita, E., "Overheidsgaranties voor leningen en bankkrediet in de COVID-19-periode", *Economisch Bulletin*, Nummer 6, ECB, 2020; Anderson, J., Papadia, F. en Véron, N., "COVID-19 credit-support programmes in Europe's five largest economies", *Working Paper*, 03/2021, Bruegel, 2021; en *One year of SME and entrepreneurship policy responses to COVID-19: Lessons learned to "build back better"*, OESO, april 2021.

de grote bedrijven en 32% van de kleine en middelgrote bedrijven maakte gebruik van andere steunregelingen van de overheid (Grafiek A, paneel a).

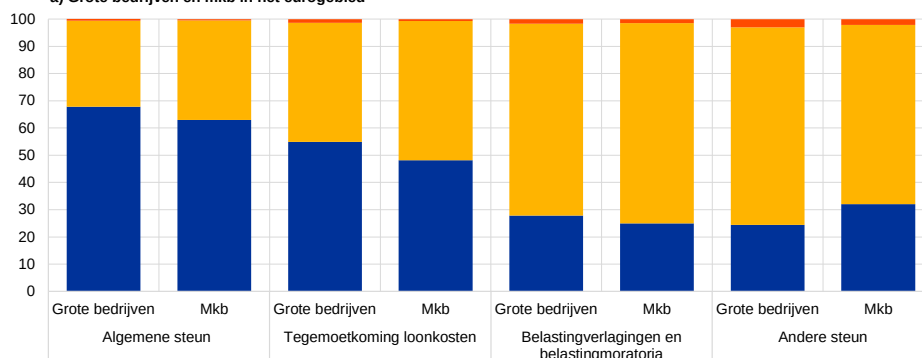
Grafiek A

Percentage bedrijven in het eurogebied dat in het kader van de pandemie begrotingssteun van de overheid ontving: uitgesplitst naar grootte en sector

(in % van de respondenten)

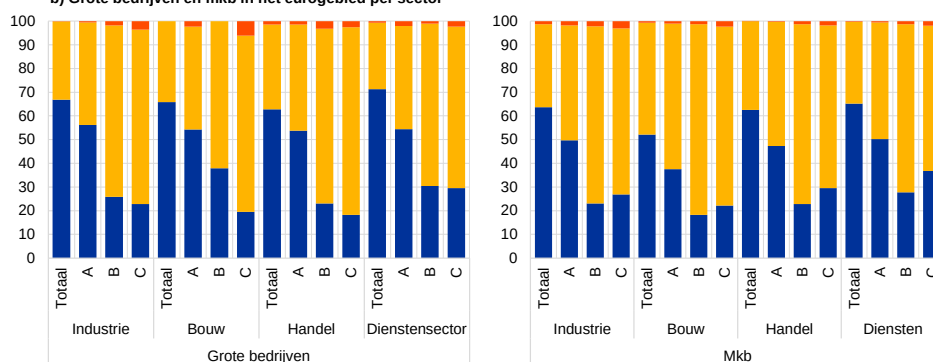
■ Ja
■ Nee
■ Onbekend

a) Grote bedrijven en mkb in het eurogebied



■ Ja
■ Nee
■ Onbekend

b) Grote bedrijven en mkb in het eurogebied per sector



Bron: Enquête van de ECB en de Europese Commissie naar de toegang tot financiering van bedrijven (SAFE).
Toelichting: "A" verwijst naar overheidssteun ter tegemoetkoming in de loonkosten; "B" verwijst naar overheidssteun in de vorm van belastingverlagingen en belastingmoratoria; "C" verwijst naar andere overheidssteunregelingen; "Totaal" verwijst naar het aggregaat van de beleidsregelingen (d.w.z. ten minste één soort beleidssteun ontvangen).

In alle sectoren was de overheidssteun aan het mkb hoger in de industrie en de dienstensector dan in de bouwsector. Activiteiten die zwaar werden getroffen door contactbeperkende maatregelen, zoals horeca, reizen, entertainment en cultuur, zijn doorgaans het domein van kleine en middelgrote bedrijven (mkb) met maximaal 249 werknemers, d.w.z. het soort bedrijven dat het meest prominent vertegenwoordigd is in de SAFE. Voor dit soort activiteiten ontving het mkb relatief meer steun dan grote bedrijven in de vorm van andere overheidssteunregelingen, mede vanwege het feit dat landspecifieke beleidsmaatregelen voornamelijk bedoeld waren om kleinere bedrijven te helpen. De overheidssteun aan het mkb was in de industrie en de dienstensector relatief hoger dan in de bouwsector, met name in de vorm van tegemoetkoming in de loonkosten. Grote bedrijven profiteerden daarentegen van overheidssteun om de loonkosten in alle sectoren te verlichten

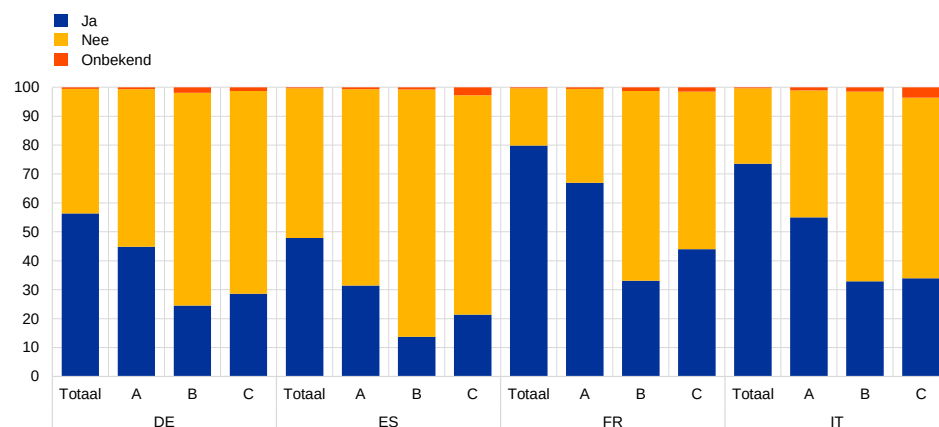
(Grafiek A, paneel b). Ongeveer de helft van de ondervraagde mkb-bedrijven in de industrie, de groothandel en de detailhandel (“Handel” in de grafieken) en overige zakelijke dienstverlening (“Diensten”) en 37% van het mkb in de bouwsector ontvingen overheidssteun om de loonkosten te verlichten; die percentages bedroegen ongeveer één kwart respectievelijk 18% waar het ging om steun in de vorm van belastingverlagingen en belastingmoratoria. De verschillen tussen sectoren zijn groter voor steun in de vorm van andere overheidssteunregelingen (Grafiek A, paneel b).

De overheidssteun varieerde van land tot land. Vergeleken met het mkb in Frankrijk en Italië maakte in Spanje en Duitsland een relatief kleiner deel van het mkb gebruik van begrotingssteun, ongeacht het soort steun (Grafiek B). Meer specifiek gebruikte ongeveer twee derde van de Franse bedrijven liquiditeitssteun van de overheid om hun loonkosten te verlichten, terwijl slechts een derde van de bedrijven in Spanje aangaf dergelijke steun te hebben ontvangen. Wat steun in de vorm van belastingverlagingen en belastingmoratoria betreft gaf een derde van de bedrijven in Italië aan dat zij van dergelijke steun gebruik hadden gemaakt, terwijl dit aandeel in Spanje slechts 14% bedroeg. 44% van de ondervraagde bedrijven in Frankrijk maakte eveneens gebruik van andere overheidssteunregelingen, terwijl dat cijfer voor in Spanje gevestigde bedrijven ongeveer 21% was.

Grafiek B

Percentage van het mkb dat als reactie op de pandemie gebruik heeft gemaakt van begrotingssteun van de overheid: uitgesplitst naar land

(in % van de respondenten)



Bron: Enquête van de ECB en de Europese Commissie naar de toegang tot financiering van bedrijven (SAFE).
Toelichting: “A” verwijst naar overheidssteun ter tegemoetkoming in de loonkosten; “B” verwijst naar overheidssteun in de vorm van belastingverlagingen en belastingmoratoria; “C” verwijst naar andere overheidssteunregelingen; “Totaal” verwijst naar het aggregaat van de beleidsregelingen (d.w.z. ten minste één soort beleidssteun ontvangen).

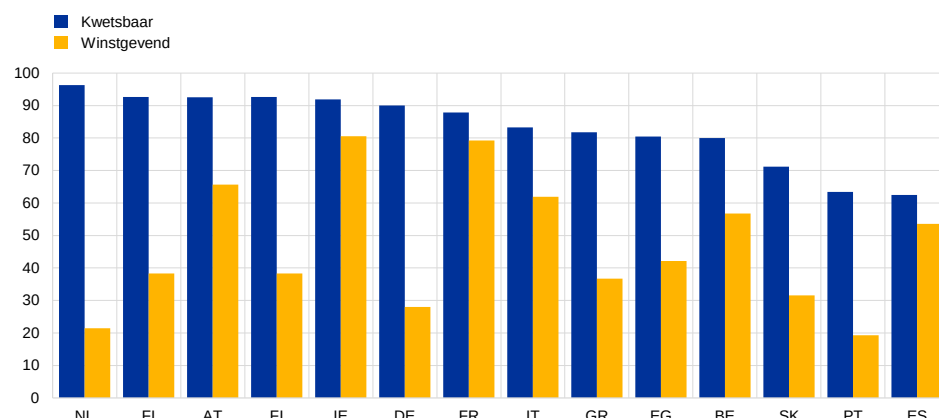
Een analyse op basis van antwoorden op bedrijfsniveau wijst erop dat bedrijven die meer negatieve gevolgen van de pandemie ondervonden, meer gebruik hebben gemaakt van begrotingssteun. Wat de financiële situatie van individuele bedrijven betreft maken we onderscheid tussen “kwetsbare” bedrijven, d.w.z. bedrijven die in de laatste enquêteronde (oktober 2020-maart 2021) een dalende omzet en winst én stijgende rentelasten en schuldverhouding ten opzichte van de voorgaande zes maanden hadden gemeld, en “winstgevende” bedrijven, die in dezelfde periode een stijgende omzet en winst en lagere rentelasten en

schuldverhouding hadden gemeld.⁵ Grafiek C toont het percentage van deze twee groepen bedrijven dat ten minste van één soort begrotingssteun gebruik heeft gemaakt voor alle landen van het eurogebied. De percentages van beide groepen zijn zeer hoog in Ierland en Frankrijk, maar lager in Portugal. In het eurogebied als geheel heeft gemiddeld 80% van de kwetsbaardere bedrijven en ongeveer 40% van de meer winstgevende bedrijven (in beide gevallen wordt het percentage binnen de eigen groep bedoeld) tijdens de pandemie gebruikgemaakt van fiscale steun. Als wordt gekeken naar de historische gegevens was een relatief groot deel van de kwetsbare bedrijven vóór de uitbraak van de pandemie als niet-kwetsbaar aangemerkt. Dit wijst erop dat er meer begrotingssteun was voor de zwaarst getroffen bedrijven, die een onmiddellijke liquiditeitsbehoefte hadden.

Grafiek C

Aandeel kwetsbare en winstgevende bedrijven die gebruik hebben gemaakt van overheidssteun

(percentage respondenten binnen hun respectieve groep)



Bron: Enquête van de ECB en de Europese Commissie naar de toegang tot financiering van bedrijven (SAFE).
Toelichting: Kwetsbare bedrijven zijn gedefinieerd als bedrijven die tijdens de huidige SAFE-ronde (oktober 2020 - maart 2021) ten opzichte van de vorige SAFE-ronde (april - september 2020) zowel een lagere omzet en winst, hogere rentelasten en een hogere of ongewijzigde schuld als percentage van totale activa rapporteerden; winstgevende bedrijven zijn gedefinieerd als bedrijven die in de huidige SAFE-periode ten opzichte van de vorige zowel een hogere omzet en winst, lagere of geen rentelasten en een lagere of niet bestaande schuld als percentage van totale activa rapporteerden.

De meeste bedrijven die gebruik maakten van overheidssteun gebruikten deze om hun directe verplichtingen en verplichtingen op korte termijn te dekken.

Bedrijven die gebruik maakten van overheidssteun werden verzocht het belang te beoordelen van de verschillende maatregelen voor het verlichten van hun liquiditeitsbehoefte (waarbij liquiditeit verwijst naar het bedrag aan liquide middelen dat nodig is om de directe verplichtingen en kortetermijnverplichtingen van het bedrijf te dekken). Over het geheel genomen speelden deze steunregelingen een belangrijke rol bij het beperken van het liquiditeitsrisico, zij het met enige variatie per sector en soort overheidssteun. Ongeveer 90% van de mkb-bedrijven in het eurogebied die overheidssteun ontvingen om hun loonkosten te verlichten gaf aan dat deze steun van belang was om aan hun kortetermijnverplichtingen te kunnen voldoen, waarbij de hoogste percentages werden gerapporteerd door bedrijven in de dienstensector (Grafiek D). Daarnaast werden belastingverlagingen en -moratoria

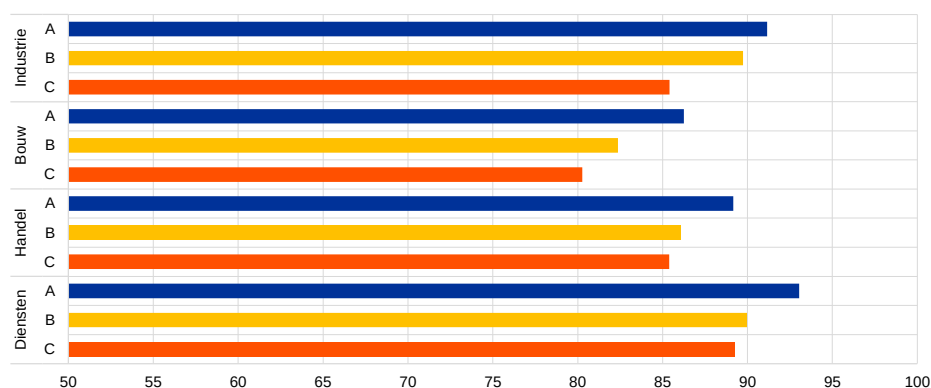
⁵ Zie voor de ontwikkeling in de tijd van kwetsbare en winstgevende bedrijven vóór de pandemie de [Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area](#), oktober 2017 tot maart 2018, ECB.

door 87% van het mkb als belangrijk beschouwd, met de hoogste percentages in de industrie en de dienstensector. Ten slotte werden andere steunregelingen door meer dan twee derde van het mkb als belangrijk beschouwd, met name in de dienstensector. Van het relatief kleine deel van het mkb in Duitsland dat begrotingssteun ontving (Grafiek B) meldde de meerderheid dat zij op grote schaal gebruik hadden gemaakt van alle soorten overheidssteun om hun liquiditeit te vergroten. Het Italiaanse mkb vond de loonkostensteun en belastingverlagingen en -moratoria belangrijker, terwijl het Franse mkb hogere percentages meldde voor andere soorten steun en loonsteunregelingen.

Grafiek D

Belang van overheidssteunmaatregelen per soort voor kleine en middelgrote bedrijven in het eurogebied die steun hebben gebruikt om kortetermijnverplichtingen na te komen

(percentage respondenten dat "zeer belangrijk" of "enigszins belangrijk" heeft geantwoord)



Bron: Enquête van de ECB en de Europese Commissie naar de toegang tot financiering van bedrijven (SAFE).
Toelichting: "A" verwijst naar overheidssteun ter tegemoetkoming in de loonkosten; "B" verwijst naar overheidssteun in de vorm van belastingverlagingen en belastingmoratoria; "C" verwijst naar andere overheidssteunregelingen.

Meer dan twee derde van de bedrijven die gebruik maakten van overheidssteunmaatregelen gaf aan dat de maatregelen die momenteel van kracht zijn of gepland staan als reactie op de pandemie het voor hen gemakkelijker zouden maken om de komende twee jaar aan hun schuldverplichtingen te voldoen. Bedrijven werden gevraagd om te beoordelen of de pandemiegerelateerde steunmaatregelen die momenteel van kracht zijn of naar verwachting in de nabije toekomst door de overheid zullen worden ingevoerd voldoende zouden zijn om het risico te verkleinen dat zij in de komende twee jaar failliet zouden gaan (d.w.z. hoe waarschijnlijk het was dat het bedrijf niet in staat zou zijn om zijn schulden op de middellange en lange termijn na te komen). 74% van het mkb en 65% van de grote bedrijven die overheidssteun hadden ontvangen gaven aan dat het beleid hun liquiditeitsbehoefte op de middellange termijn zou verlichten (Grafiek E, paneel a). Met name bedrijven in overige zakelijke dienstverlening verklaarden dat de regelingen hun faillissementsrisico de komende twee jaar zouden helpen verkleinen. In alle landen beschouwden bedrijven de overheidsmaatregelen ter ondersteuning van de liquiditeit van kritiek belang voor het verkleinen van het faillissementsrisico.

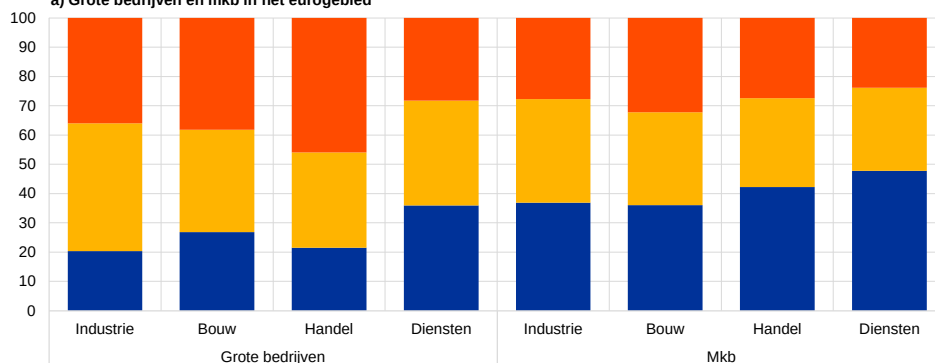
Grafiek E

Belang van overheidssteunmaatregelen voor bedrijven in het eurogebied die steun hebben gebruikt om verplichtingen voor de langere termijn na te komen

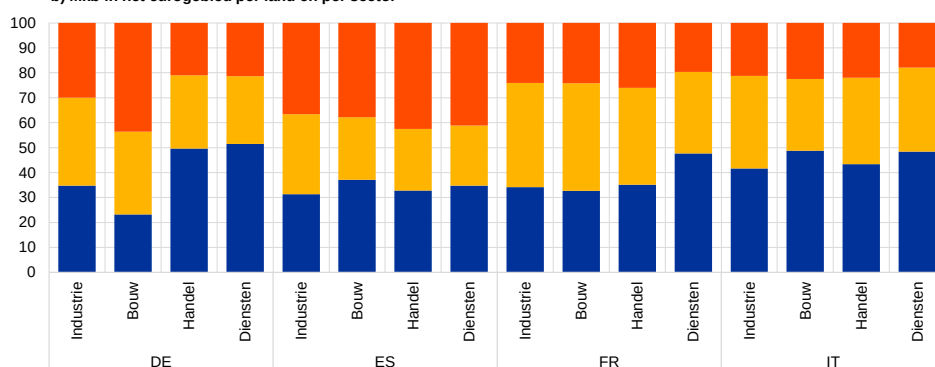
(in % van de respondenten)

■ Heel belangrijk
■ Enigszins belangrijk
■ Niet belangrijk

a) Grote bedrijven en mkb in het eurogebied



b) Mkb in het eurogebied per land en per sector



Bron: Enquête van de ECB en de Europese Commissie naar de toegang tot financiering van bedrijven (SAFE).

Over het geheel genomen hebben de begrotingssteunmaatregelen van overheden de liquiditeitsbehoeften van bedrijven na de uitbraak van de pandemie doeltreffend verlicht. Ongeveer twee derde van de ondervraagde grote bedrijven en kleine en middelgrote bedrijven maakte gebruik van overheidssteunmaatregelen. De meeste bedrijven gebruikten de regelingen om hun directe verplichtingen en kortetermijnverplichtingen te dekken, met name om hun loonkosten en belastingssituatie te verlichten. Bedrijven gaven daarnaast aan dat de pandemiegerelateerde maatregelen die momenteel van kracht zijn of door overheden zijn gepland het voor hen gemakkelijker zullen maken om de komende twee jaar aan hun schuldverplichtingen te voldoen.

Liquiditeitsverhoudingen en monetairbeleidstransacties van 27 januari tot en met 27 april 2021

Door Guido Della Valle en Nikolaus Solonar

Dit Kader geeft een overzicht van de monetairbeleidstransacties van de ECB en liquiditeitsontwikkelingen in het eurogebied in de eerste en tweede reserveaanhoudingsperiode van 2021. Deze twee aanhoudingsperiodes liepen samen van 27 januari tot en met 27 april (de “verslagperiode”).

De hoeveelheid centralebankliquiditeit in het bankwezen bleef tijdens de verslagperiode toenemen. Dit was grotendeels te wijten aan de nettoaankopen van activa in het kader van het programma voor de aankoop van activa (APP) en het pandemie-noodaankoopprogramma (PEPP), en aan de afwikkeling van de zevende transactie in de derde reeks gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO III). Op 11 maart sprak de Raad van Bestuur de verwachting uit dat aankopen in het kader van het PEPP in het tweede kwartaal aanzienlijk sneller zouden worden verricht dan in de eerste maanden van het jaar. Tijdens de verslagperiode bleven de netto autonome liquiditeitsfactoren op een niveau dat ongeveer gelijk was aan dat van de vorige verslagperiode, die liep van 4 november 2020 tot en met 26 januari 2021.

Liquiditeitsbehoefte

Tijdens de verslagperiode steeg de gemiddelde dagelijkse liquiditeitsbehoefte van het bankwezen (gedefinieerd als de som van de netto autonome factoren en de reserveverplichtingen) marginaal met € 4,4 miljard naar gemiddeld € 2.030,6 miljard. Deze bescheiden stijging ten opzichte van de vorige verslagperiode is toe te schrijven aan de gecombineerde effecten van een kleine stijging met € 2,2 miljard van de netto autonome factoren naar € 1.883,7 miljard en een stijging met € 2,2 miljard van de minimumreserveverplichtingen naar € 146,9 miljard (zie het onderdeel van Tabel A getiteld “Overige liquiditeitsgegevens”).

De stijging van de netto autonome factoren was voornamelijk toe te schrijven aan hogere overheidsdeposito's, die tijdens de verslagperiode met € 29,6 miljard (ofwel 5%) zijn gestegen tot € 618,3 miljard. Deze stijging betekent een gedeeltelijke omslag van een daling in het laatste kwartaal van 2020 ten opzichte van de recordhoogte die eerder in 2020 werd waargenomen, toen overheden hun uitgifte van effecten opvoerden om de beleidsrespons op de coronacrisis (COVID-19) te financieren en hun voorzorgskassen als reactie op onzekerheid verhoogden. Ondanks deze stijging blijven de overheidsdeposito's in het algemeen onder de recordhoogte van € 729,8 miljard die in de zesde aanhoudingsperiode van 2020 werd waargenomen, maar nog steeds aanzienlijk boven het historische gemiddelde van € 246,8 miljard in dezelfde periode in voorgaande jaren (27 januari tot en met 27 april in 2020, 2019 en 2018). De stijging

van de overheidsdeposito's werd gedeeltelijk gecompenseerd door een daling van € 24,5 miljard van andere autonome factoren, naar € 891,1 miljard. De bankbiljetten in omloop namen met € 23,4 miljard toe naar € 1.440,0 miljard. In totaal namen de liquiditeitsverkrappende autonome factoren toe, met € 28,4 miljard naar € 2.949,4 miljard. De toename van liquiditeitsverkrappende factoren werd gedeeltelijk gecompenseerd door een toename van € 26,2 miljard van de liquiditeitsverschaffende autonome factoren naar € 1.066,0 miljard, die toe te schrijven was aan de gecombineerde effecten van een stijging van de in euro luidende nettoactiva met € 56,5 miljard en een daling van de netto buitenlandse activa met € 30,3 miljard. Tabel A geeft een overzicht van de hierboven besproken autonome factoren en de mutaties daarin.

Tabel A
Liquiditeitsverhoudingen Eurostelsysteem

Passief

(gemiddelden; EUR miljard)

	Huidige verslagperiode: 27 januari 2021 tot en met 27 april 2021						Vorige verslagperiode: 4 november 2020 tot en met 26 januari 2021	
	Eerste en tweede aanhoudings-periode		Eerste aanhoudings-periode: 27 januari tot en met 16 maart		Tweede aanhoudings-periode: 17 maart tot en met 27 april		Zevende en achtste aanhoudings-periode	
Autonome liquiditeitsfactoren	2.949,4	(+28,4)	2.930,2	(+54,4)	2.971,8	(+41,5)	2.921,0	(-77,4)
Bankbiljetten in omloop	1.440,0	(+23,4)	1.433,4	(+4,0)	1.447,7	(+14,3)	1.416,7	(+31,8)
Overheidsdeposito's	618,3	(+29,6)	595,8	(+65,4)	644,5	(+48,8)	588,7	(-141,1)
Overige autonome factoren (netto) ¹⁾	891,1	(-24,5)	901,1	(-15,1)	879,6	(-21,5)	915,7	(+32,0)
Rekeningen-courant boven minimumreserveverplichtingen	3.132,3	(+282,0)	3.011,2	(+127,4)	3.273,6	(+262,4)	2.850,3	(+287,6)
waarvan vrijgestelde overreserves binnen het tweeledige systeem ²⁾	874,1	(+14,9)	871,4	(+8,4)	876,8	(+5,4)	859,2	(+12,0)
waarvan niet-vrijgestelde overreserves binnen het tweeledige systeem ²⁾	2.268,4	(+277,2)	2.139,9	(+118,9)	2.396,9	(+257,1)	1.991,2	(+269,9)
Minimumreserveverplichtingen ³⁾	146,9	(+2,2)	146,5	(+1,0)	147,5	(+1,0)	144,8	(+1,8)
Vrijstelling ³⁾	881,6	(+13,0)	878,8	(+5,8)	884,8	(+5,9)	868,5	(+10,9)
Depositofaciliteit	634,2	(+73,0)	598,0	(+11,1)	676,4	(+78,4)	561,2	(+125,8)
Liquiditeitsverkrappende 'fine-tuning'-transacties	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Bron: ECB.

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

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

2) Zie voor een toelichting op vrijgestelde en niet-vrijgestelde overreserves de [website](#) van de ECB.

3) Pro-memoriepост die niet op de balans van het Eurostelsysteem is opgenomen en derhalve bij de berekening van de totale verplichtingen buiten beschouwing moet worden gelaten.

Actief

(gemiddelden; EUR miljard)

	Huidige verslagperiode: 27 januari 2021 tot en met 27 april 2021						Vorige verslagperiode: 4 november 2020 tot en met 26 januari 2021	
	Eerste en tweede aanhoudingsperiode		Eerste aanhoudingsperiode: 27 januari tot en met 16 maart		Tweede aanhoudingsperiode: 17 maart tot en met 27 april		Zevende en achtste aanhoudingsperiode	
Autonome liquiditeitsfactoren	1.066,0	(+26,2)	1.068,3	(+81,6)	1.063,3	(-4,9)	1.039,8	(-57,2)
Netto buitenlandse activa	826,5	(-30,3)	834,9	(-13,6)	816,7	(-18,2)	856,8	(-8,4)
In euro's luidende nettoactiva	239,5	(+56,5)	233,3	(+95,2)	246,6	(+13,3)	183,0	(-48,8)
Monetairbeleidsinstrumenten	5.797,2	(+359,5)	5.617,9	(+112,1)	6.006,3	(+388,4)	5.437,7	(+395,1)
Openmarkttransacties	5.797,2	(+359,5)	5.617,9	(+112,1)	6.006,3	(+388,4)	5.437,7	(+395,1)
Tendertransacties	1.913,8	(+139,9)	1.792,8	(-0,1)	2.054,9	(+262,1)	1.773,9	(+125,9)
MRO's	0,4	(-0,0)	0,4	(+0,1)	0,3	(-0,1)	0,4	(-0,9)
Driemaands LTRO's	0,5	(-0,4)	0,7	(-0,2)	0,3	(-0,4)	0,9	(-0,7)
TLTRO II-transacties	9,7	(-12,8)	15,7	(+0,0)	2,6	(-13,1)	22,5	(-17,9)
TLTRO III-transacties	1.876,5	(+152,3)	1.749,4	(-0,0)	2.024,8	(+275,4)	1.724,2	(+141,5)
PELTRO's	26,7	(+0,8)	26,6	(+0,0)	26,9	(+0,3)	25,9	(+3,9)
Rechtstreeks effectenverkeer	3.883,4	(+219,6)	3.825,1	(+112,2)	3.951,4	(+126,3)	3.663,8	(+269,2)
Eerste programma voor de aankoop van gedekte obligaties	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,5	(-0,0)
Tweede programma voor de aankoop van gedekte obligaties	2,6	(-0,2)	2,6	(-0,1)	2,5	(-0,1)	2,8	(-0,1)
Derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties	289,5	(+2,2)	289,3	(+1,5)	289,7	(+0,4)	287,3	(+1,5)
Programma voor de effectenmarkten	25,6	(-3,0)	27,1	(-1,5)	23,8	(-3,3)	28,6	(-4,5)
Programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa	28,7	(-1,0)	28,8	(-0,8)	28,7	(-0,1)	29,7	(+0,1)
Aankoopprogramma voor staatsobligaties	2.374,3	(+37,2)	2.366,1	(+20,9)	2.383,9	(+17,8)	2.337,1	(+53,9)
Aankoopprogramma voor bedrijfsobligaties	263,4	(+13,5)	259,4	(+7,4)	268,1	(+8,7)	249,9	(+17,6)
Pandemie-noodaankoopprogramma	898,8	(+170,9)	851,3	(+84,8)	954,2	(+102,9)	727,9	(+200,6)
Marginale beleningsfaciliteit	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)

Bron: ECB.

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

Overige liquiditeitsgegevens

(gemiddelden; EUR miljard)

	Huidige verslagperiode: 27 januari 2021 tot en met 27 april 2021						Vorige verslagperiode: 4 november 2020 tot en met 26 januari 2021
	Eerste en tweede aanhoudingsperiode		Eerste aanhoudingsperiode: 27 januari tot en met 16 maart		Tweede aanhoudingsperiode: 17 maart tot en met 27 april		Zevende en achtste aanhoudingsperiode
Totale liquiditeitsbehoefte ¹⁾	2.030,6	(+4,4)	2.008,7	(-26,4)	2.056,3	(+47,7)	2.026,3 (-18,2)
Netto autonome factoren ²⁾	1.883,7	(+2,2)	1.862,2	(-27,3)	1.908,9	(+46,7)	1.881,5 (-20,1)
Overliquiditeit ³⁾	3.766,5	(+355,1)	3.609,3	(+138,5)	3.950,0	(+340,7)	3.411,4 (+413,4)

Bron: ECB.

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

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

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

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

Renteontwikkelingen

(gemiddelden; procenten)

	Huidige verslagperiode: 27 januari 2021 tot en met 27 april 2021						Vorige verslagperiode: 4 november 2020 tot en met 26 januari 2021
	Eerste en tweede aanhoudingsperiode		Eerste aanhoudingsperiode: 27 januari tot en met 16 maart		Tweede aanhoudingsperiode: 17 maart tot en met 27 april		Zevende en achtste aanhoudingsperiode
MRO's	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00 (+0,00)
Marginale beleningsfaciliteit	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25 (+0,00)
Depositofaciliteit	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50 (+0,00)
EONIA ¹⁾	-0,480	(-0,005)	-0,478	(-0,001)	-0,481	(-0,003)	-0,475 (-0,006)
€STR	-0,565	(-0,005)	-0,563	(-0,001)	-0,567	(-0,003)	-0,560 (-0,006)

Bron: ECB.

Toelichting: Cijfers tussen haakjes geven de wijziging ten opzichte van de vorige verslag- of aanhoudingsperiode aan.

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

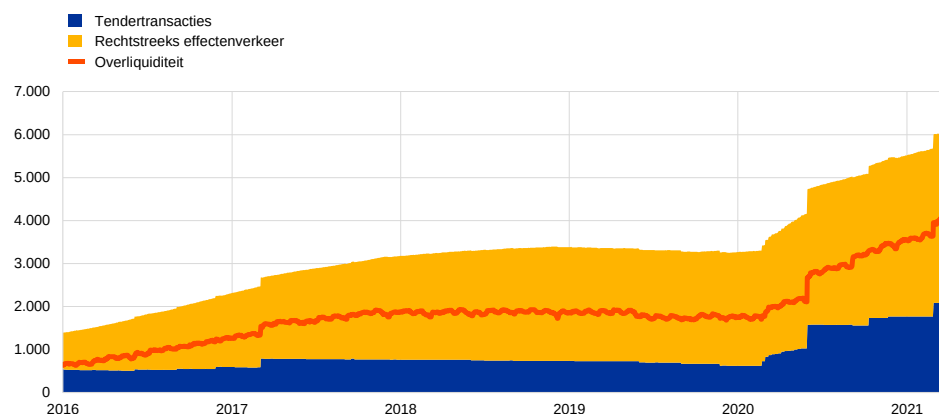
Liquiditeitsverschaffing door monetairbeleidsinstrumenten

Het gemiddelde bedrag van de liquiditeit die werd verschaft via monetairbeleidsinstrumenten steeg tijdens de verslagperiode met € 359,5 miljard naar gemiddeld € 5.797,2 miljard (Grafiek A). Ongeveer 61% van de stijging is het gevolg van aanhoudende nettoaankopen in het kader van de programma's voor de aankoop van activa, voornamelijk het PEPP, terwijl de resterende 39% het resultaat is van krediettransacties, met name de toewijzing van de zevende transactie van de TLTRO III-reeks in maart 2021.

Grafiek A

Ontwikkeling liquiditeit die werd verschaft via openmarkttransacties en overliquiditeit

(EUR miljard)



Bron: ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen 27 april 2021.

Het gemiddelde bedrag van de liquiditeit die werd verschaft met

krediettransacties steeg tijdens de verslagperiode met € 139,9 miljard. Dit was grotendeels het gevolg van de afwikkeling van de zevende transactie in de TLTRO III-reeks op 24 maart, waarmee € 330,5 miljard werd geïnjecteerd. Deze injectie werd gedeeltelijk gecompenseerd door het aflopen van de TLTRO II-reeks, waarbij € 9,7 miljard werd terugbetaald. De eerste transactie van de vier aanvullende langerlopende noodherfinancieringstransacties voor de pandemie (pandemic emergency longer-term refinancing operations – PELTRO's), aangekondigd in december 2020 en verrekend op 25 maart 2021, voegde nog eens € 0,8 miljard aan liquiditeit toe. De basisherfinancieringstransacties (main refinancing operations – MRO's) en driemaands langerlopende herfinancieringstransacties (longer-term refinancing operations – LTRO's) blijven een marginale rol spelen. Het gemiddelde beroep op deze twee reguliere herfinancieringstransacties daalde met € 0,4 miljard ten opzichte van de vorige verslagperiode, tot een nieuw historisch dieptepunt van € 0,9 miljard.

Tegelijkertijd nam het rechtstreekse effectenverkeer met € 219,6 miljard toe tot € 3.883,4 miljard als gevolg van de nettoaankopen in het kader van het APP en het PEPP. De gemiddelde aanhoudingen in het PEPP stegen met € 170,9 miljard ten opzichte van het gemiddelde tijdens de voorgaande verslagperiode, tot € 898,8 miljard. De aankopen in het kader van het PEPP vertegenwoordigden veruit de grootste stijging in alle programma's voor activa-aankoop, gevolgd door aankopen in het kader van het aankoopprogramma voor staatsobligaties (public sector purchase programme – PSPP) en het aankoopprogramma voor bedrijfsobligaties (corporate sector purchase programme – CSPP), waarin de gemiddelde aanhoudingen stegen met respectievelijk € 37,2 miljard (naar € 2.374,3 miljard) en € 13,5 miljard (naar € 263,4 miljard).

Overliquiditeit

De gemiddelde overliquiditeit is met € 355,1 miljard gestegen naar een nieuw historisch hoogtepunt van € 3.766,5 miljard (Grafiek A). Overliquiditeit wordt berekend als de som van de reserves van banken naast de minimumreserveverplichtingen en het beroep op de depositofaciliteit na aftrek van het beroep op de marginale beleningsfaciliteit. Deze weerspiegelt het verschil tussen de verschaft liquiditeit en de liquiditeitsbehoefte. De door banken op rekeningen-courant aangehouden tegoeden naast de reserveverplichtingen stegen met € 282,0 miljard tot € 3.132,3 miljard, terwijl het gemiddelde beroep op de depositofaciliteit met € 73 miljard steeg tot € 634,2 miljard.

De overreserves die in het kader van het tweeledige systeem¹ zijn vrijgesteld van de negatieve rente van de depositofaciliteit stegen met € 14,9 miljard tot € 874,1 miljard, terwijl de niet-vrijgestelde reserves met € 277,2 miljard stegen tot € 2.268,4 miljard. De stijging van de vrijgestelde overreserves is grotendeels het gevolg van een verhoging van de vrijstelling met € 13 miljard tot € 881,6 miljard. En dit is weer een functie van de minimumreserveverplichting en de verhoging daarvan tijdens de verslagperiode. De stijging van de niet-vrijgestelde reserves wordt toegeschreven aan de algemene stijging van de overliquiditeit als gevolg van de nettoaankopen van activa en het grotere beroep op krediettransacties. De totale benuttingsgraad van de vrijstelling, d.w.z. de verhouding tussen de vrijgestelde reserves en het maximum dat kan worden vrijgesteld, is marginaal gestegen van 98,9% tot 99,1%. Uit de stabiel hoge benuttingsgraad blijkt dat overliquiditeit nog steeds breed verspreid is en dat een grote meerderheid van de banken reserves aanhoudt die de minimumverplichting ruimschoots overstijgen. De benuttingsgraad is sinds de derde aanhoudingsperiode van 2020 steeds boven de 98% gebleven. In deze verslagperiode waren de vrijgestelde overreserves goed voor 23,3% van de totale overliquiditeit, tegenover 25,2% in de vorige verslagperiode.

Renteontwikkelingen

De gemiddelde €STR daalde tijdens deze verslagperiode marginaal ten opzichte van de voorgaande verslagperiode. De €STR bedroeg tijdens deze verslagperiode gemiddeld -56,5 basispunten, vrijwel onveranderd ten opzichte van het gemiddelde van -56,0 basispunten tijdens de vorige verslagperiode, doordat de omvang van de overliquiditeit de €STR relatief inelastisch maakt, zelfs bij grote liquiditeitsveranderingen. Opgemerkt moet worden dat de EONIA sinds oktober 2019 wordt berekend als de €STR plus een vast ecart van 8,5 basispunten. Daardoor heeft deze zich parallel aan de €STR bewogen en zal hij dat blijven doen. De beleidsrentes van de ECB – d.w.z. de rentes op de depositofaciliteit, de MRO en de marginale beleningsfaciliteit – zijn tijdens de verslagperiode ongewijzigd gelaten.

¹ Het tweeledige systeem voor de vergoeding van aangehouden overreserves wordt toegelicht op de [website](#) van de ECB.

Impact van de COVID-19-crisis op de arbeidsmarkt van het eurogebied voor mannen en vrouwen

Door Vasco Botelho en Pedro Neves

Uit de gegevens die beschikbaar zijn tot en met het vierde kwartaal van 2020 blijkt dat de coronacrisis (COVID-19) in het eurogebied geleid heeft tot een daling van het aantal arbeidskrachten, een vermindering van de werkgelegenheid en een stijging van de werkloosheid. Daarbij werden tijdens de crisis verschillen opgetekend tussen mannen en vrouwen.¹ De

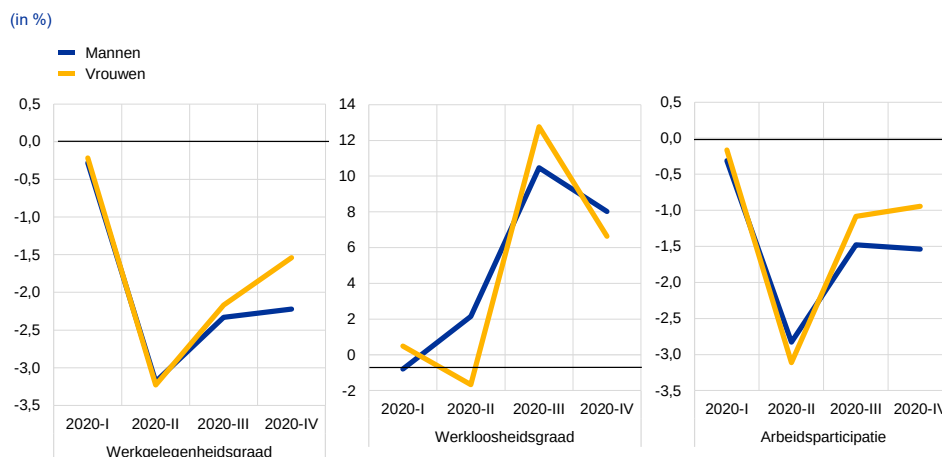
werkgelegenheid in het eurogebied liep tussen het vierde kwartaal van 2019 en het vierde kwartaal van 2020 in het eurogebied met ongeveer 3,1 miljoen werkenden terug (Grafiek A). Ongeveer 1,9 miljoen daarvan zijn naar schatting mannen en plusminus 1,2 miljoen vrouwen. Dat komt neer op een totale daling van de werkloosheid in die periode met 2,2% voor de mannen en 1,5% voor de vrouwen.² De werkloosheid nam tijdens dezelfde periode met 0,9 miljoen toe: er werden 495.000 mannen en 388.000 vrouwen werkloos. In totaal nam de werkloosheid tussen het vierde kwartaal van 2019 en het vierde kwartaal van 2020 met 8,0% toe bij de mannen en met 6,6% bij de vrouwen. De procentuele stijging van de werkloosheid piekte tijdens die periode in het derde kwartaal van 2020, met 10,5% voor de mannen en 12,8% voor de vrouwen. Tijdens het vierde kwartaal van 2020 daalde het aantal werkloze vrouwen vervolgens sterker dan het aantal werkloze mannen. De forse daling van de werkgelegenheid ging niet gepaard met overeenstemmende stijgingen van de werkloosheid voor de beide geslachten: tussen het vierde kwartaal van 2019 en het vierde kwartaal van 2020 werden 2,2 miljoen mensen inactief, waarvan 1,4 miljoen mannen en 0,8 miljoen vrouwen. Terwijl de arbeidsmarktparticipatie van de vrouwen sterker werd geraakt tijdens de eerste golf van de pandemie, tot en met het tweede kwartaal van 2020, herstelde ze zich sneller tijdens de tweede helft van het jaar.

¹ De aggregaten 'werkgelegenheid' en 'totaal aantal gewerkte uren' zijn gebaseerd op de gegevens van de nationale rekeningen van Eurostat, terwijl de informatie over de werkloosheid, de gendersamenstelling van de werkgelegenheid en de gewerkte uren afkomstig is van de driemaandelijke EU-arbeidskrachtenenquête van Eurostat. De genderspecifieke effecten op de werkgelegenheid en op de gewerkte uren worden op het sectorspecifiek en geaggregeerd niveau overgenomen uit de arbeidskrachtenenquête en toegepast op de gegevens van de nationale rekeningen. Dit veronderstelt dat de genderverdeling in het eurogebied zoals ze wordt berekend op basis van de arbeidskrachtenenquête, ook in grote lijnen geldt voor de gegevens van de nationale rekeningen. In dit Kader worden de termen 'gebruikelijk gewerkte uren' en 'contractueel gewerkte uren' door elkaar gebruikt.

² Tot en met het derde kwartaal van 2020 daalde de werkgelegenheid in ongeveer dezelfde mate voor mannen en vrouwen, namelijk met gecumuleerd circa 2,3% voor de mannen en met 2,2% voor de vrouwen vanaf het vierde kwartaal van 2019.

Grafiek A

Veranderingen in de werkgelegenheid, de werkloosheid en de arbeidsmarktparticipatie van het eurogebied voor mannen en vrouwen tijdens de COVID-19-crisis



Bronnen: Eurostat, Enquête Beroepsbevolking van de EU en berekeningen door medewerkers van de ECB.

Toelichting: De grafiek toont het veranderingspercentage van het aantal werkende en werkloze arbeidskrachten voor vrouwen en mannen tussen het vierde kwartaal van 2019 en elk kwartaal van 2020. De verandering in de arbeidsparticipatie wordt op basis daarvan berekend. De arbeidskrachten worden berekend als de som van werkenden en werklozen.

Er zijn meer vrouwen dan mannen werkloos, maar er is enige onzekerheid over de omvang van de kloof tussen het werkloosheidscijfer van de vrouwen en dat van de mannen (Grafiek B). Het werkloosheidscijfer bij de vrouwen ligt hoger dan dat bij de mannen, namelijk 8,3% in het vierde kwartaal van 2020, tegen 7,7% bij de mannen. Dit gegeven is niet nieuw: in het vierde kwartaal van 2019, vóór het uitbreken van de COVID-19-crisis, beliep het werkloosheidscijfer 7,7% voor de vrouwen en 7,1% voor de mannen. De werkloosheidskloof tussen vrouwen en mannen bedroeg aldus in het vierde kwartaal van 2019 0,6 procentpunt en in het vierde kwartaal van 2020 0,5 procentpunt.³ Het verschil in werkloosheidscijfer tussen vrouwen en mannen werd in het tweede kwartaal van 2020 kleiner; in het derde kwartaal werd het opnieuw groter. Over het verloop nadien bestaat enige onzekerheid. Dat komt doordat verschillende statistische indicatoren uit de Enquête Beroepsbevolking van de EU worden gebruikt (namelijk tijdreeksen op maandbasis versus tijdreeksen op kwartaalbasis) en ook doordat de werknemers in de regelingen voor baanbehoud statistisch constant worden geherclassificeerd.⁴ Volgens Eurostat zijn tijdreeksen op kwartaalbasis robuuster maar minder tijdig dan tijdreeksen op maandbasis. Volgens deze laatste bleef de werkloosheidskloof tussen vrouwen en mannen in het vierde kwartaal van 2020 in grote lijnen ongewijzigd; het werkloosheidscijfer van de vrouwen lag daarbij 1 procentpunt hoger dan dat van de mannen. De driemaandelijksse tijdreeksen daarentegen lijken erop te wijzen dat de

³ De werkloosheidskloof tussen vrouwen en mannen bedroeg in het vierde kwartaal van 2020 meer bepaald 0,53 procentpunt omdat het tot twee cijfers na de komma berekende werkloosheidscijfer 8,25% bedroeg voor de vrouwen en 7,72% voor de mannen.

⁴ De COVID-19-crisis heeft de arbeidsmarktparticipatie grondig gewijzigd; de maandelijkse arbeidsmarktindicatoren naar geslacht geven die wijzigingen onvoldoende weer en worden ex post herzien. De onzekerheid over de omvang van de werkloosheidskloof tussen vrouwen en mannen als gevolg van de frequentie van het gegevensbestand is een tijdelijk probleem dat wellicht in de nabije toekomst zal worden verholpen door de invoering van de methodologie van de Geïntegreerde Europese Sociale Statistieken.

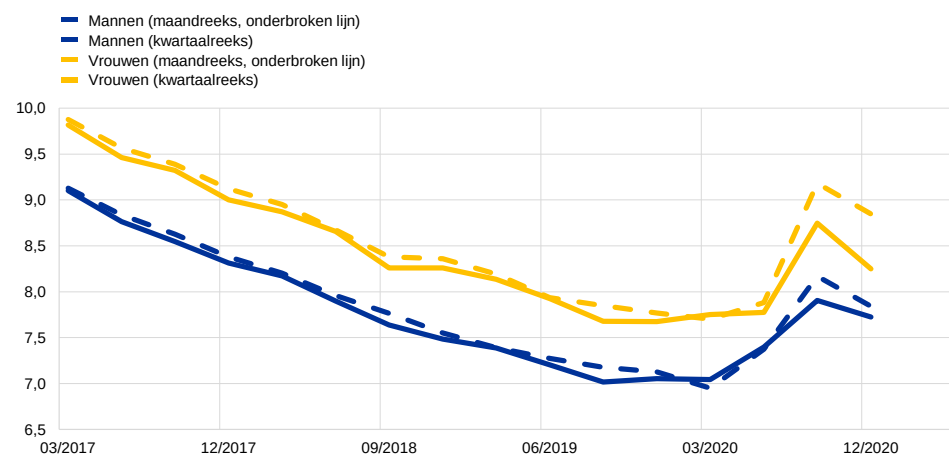
werkloosheidskloof tussen vrouwen en mannen in het vierde kwartaal van 2020 verkleinde: het werkloosheidscijfer van de vrouwen lag 0,5 procentpunt hoger dan dat van de mannen.

Grafiek B

Werkloosheidskloof tussen vrouwen en mannen – driemaandelijks versus maandelijks statistieken

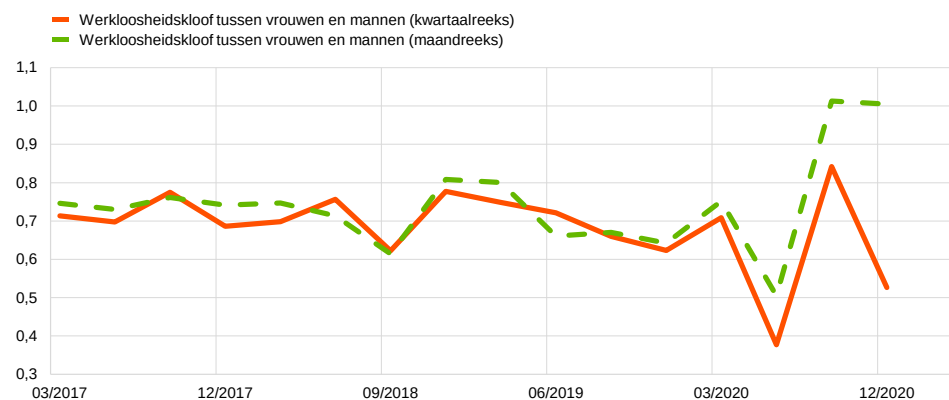
a) Werkloosheidsgraad

(in %)



b) Werkloosheidskloof tussen vrouwen en mannen

(in %)



Bronnen: Eurostat, Enquête Beroepsbevolking van de EU en berekeningen door medewerkers van de ECB.

Toelichting: Gegevens met verschillende tijdsfrequenties geven een ander beeld van de kloof tussen het werkloosheidscijfer van de vrouwen en dat van de mannen. De tijdens de pandemie toegenomen volatiliteit op de arbeidsmarkt, die kan worden toegeschreven aan het aantal mensen die de beroepsbevolking verlieten en aan de wijdverbreide toepassing van regelingen voor baanbehoud, kan die werkloosheidskloof beïnvloeden. De laatste waarnemingen dateren van maart 2021 voor de tijdreeksen op maandbasis en van het vierde kwartaal van 2020 voor de tijdreeksen op kwartaalbasis.

Uit voorlopige cijfers blijkt dat zowel mannen als vrouwen in hoge mate genoten van de ruime toepassing van de regelingen voor baanbehoud. Het aantal werknemers die tijdelijke werkloosheid vermeldten als reden voor hun afwezigheid op het werk tijdens een bepaalde week, is grotendeels vergelijkbaar tussen mannen en vrouwen; daarbij werden 49,4% van de vrouwen uit EU-lidstaten in het vierde kwartaal van 2020 in tijdelijke werkloosheid geplaatst. Die indicator kan worden beschouwd als een proxy voor het aantal werknemers in

baanbehoudregelingen die nul uren werken.⁵ De wijdverbreide toepassing van de regelingen voor baanbehoud heeft tijdens de pandemie de werkgelegenheid breed ondersteund en banen beschermd. Het aantal tijdelijk werklozen piekte tijdens het tweede kwartaal van 2020 met 38,9% van het totale aantal werkverzuimen; in het vierde kwartaal stabiliseerde het zich op 14,1%.⁶ Het aandeel van de vrouwen in tijdelijke werkloosheid steeg bovendien van gemiddeld 34,7% tussen 2006 en 2019 tot 45,7% in het eerste kwartaal van 2020; vervolgens steeg het verder tot 49,4% in het vierde kwartaal van 2020.⁷

Een analyse van het totale aantal gewerkte uren kan inzicht verschaffen in de diverse factoren die de ontwikkelingen op de arbeidsmarkt tijdens de COVID-19-crisis voor zowel mannen als vrouwen hebben beïnvloed. Het totale aantal gewerkte uren liep tussen het vierde kwartaal van 2019 en het vierde kwartaal van 2020 met 6,4% terug. De mannen verklaarden 4,4 procentpunten van die daling; de vrouwen 2,0 procentpunten. Bij de mannen werd de daling van het totale aantal gewerkte uren voor 1,3 procentpunt veroorzaakt door de daling van de werkgelegenheid; de afname van het gemiddeld aantal gewerkte uren verklaarde de overige 3,1 procentpunten. Bij de vrouwen droegen deze factoren bij voor respectievelijk 0,6 procentpunt en 1,4 procentpunt. De duidelijke daling van het gemiddeld aantal gewerkte uren naar geslacht kan nog verder worden geanalyseerd door de wijzigingen uit te splitsen naar gebruikelijk gewerkte uren (te interpreteren als contractueel gewerkte uren) en de werkelijk gewerkte uren.⁸ De kloof tussen de werkelijk gewerkte uren en de contractueel gewerkte uren kan aldus extra informatie verschaffen over ad-hocfactoren die maakten dat het totale aantal gewerkte uren tijdens de COVID-19-pandemie zowel bij de mannen als bij de vrouwen daalde.

De vermindering van het gemiddeld aantal contractueel gewerkte uren verklaart voor een derde de daling van het gemiddeld aantal door mannen gewerkte uren, terwijl de door vrouwen contractueel gewerkte uren grotendeels ongewijzigd bleven (Grafiek C). De daling van het aantal door mannen contractueel gewerkte uren verklaart voor 1,2 procentpunt de vermindering van het totale aantal gewerkte uren tussen het vierde kwartaal van 2019 en het vierde kwartaal van 2020, terwijl de door vrouwen contractueel gewerkte uren tijdens

⁵ Zie Gómez, A.L. en Montero, J.M., “[Impact of lockdown on the euro area labour market in 2020 H1](#)”, *Economic Bulletin*, Nummer 4, Banco de España, 2020. Voor een uitgebreide beoordeling van de impact en de wijdverbreide toepassing van baanbehoudregelingen, zie het artikel “[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)”, *Economic Bulletin*, Nummer 8, ECB, 2020.

⁶ Door de COVID-19-crisis is het aantal personen die in de EU in tijdelijke werkloosheid werden geplaatst, aanzienlijk gestegen. Tussen 2006 en 2019 maakte die categorie gemiddeld slechts 2,7% van het totale aantal afwezigheden op het werk uit.

⁷ In Duitsland geeft de Bundesagentur für Arbeit een uitsplitsing naar geslacht van het aantal werknemers met een regeling van arbeidstijdverkorting (“Kurzarbeit”). Die gegevens zijn beschikbaar tot en met oktober 2020 en bevestigen dat zowel mannen als vrouwen in hoge mate ondersteund werden door de in het land geldende regelingen voor baanbehoud. Ze geven echter ook aan dat wellicht meer mannen in Kurzarbeit zijn dan vrouwen, waarbij het aandeel van de vrouwelijke werknemers in Kurzarbeit in maart 2020 een piek van 46,1% bereikte, voordat het geleidelijk verkleinde tot 37,4% in oktober 2020. Het kan dus zijn dat de regelingen voor baanbehoud in een bepaald land niet dezelfde relatieve impact hebben op de geslachten.

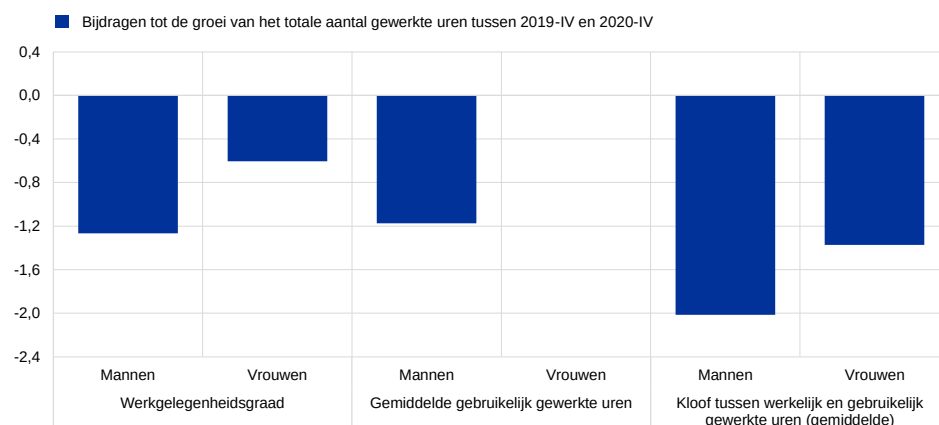
⁸ De werkelijk gewerkte uren omvatten (i) de contractueel gewerkte uren, en (ii) de bezoldigde en niet-bezoldigde overuren en uren die zijn gewerkt in het kader van bijbanen. De werkelijk gewerkte uren omvatten niet de niet-gewerkte tijd om reden van, onder meer, officiële feestdagen, de jaarlijkse betaalde vakantie, eigen ziekte, letsel en tijdelijke arbeidsongeschiktheid, zwangerschapsverlof, ouderschapsverlof, scholing of opleiding, gering arbeidsaanbod om technische of economische redenen, stakingen of arbeidsgeschillen, slechte weersomstandigheden en compensatieverlof.

die periode grotendeels gelijk bleven.⁹ Wijzigingen in de contractueel gewerkte uren zijn meestal het gevolg van compositie-effecten, die verschillend zijn afhankelijk van het geslacht. Uit voorlopige gegevens afkomstig van de driemaandelijke Enquête Beroepsbevolking van de EU blijkt dat het deeltijdwerk en het aantal vaste medewerkers bij de vrouwen sterker verminderden dan bij de mannen. Omgekeerd waren er bij de mannen sterkere dalingen van het aantal voltijdwerkers en uitzendkrachten, en een forsere stijging van het aantal onderbezette deeltijdwerkers. Dat er zich zo goed als geen wijzigingen voordeden in de gebruikelijk door vrouwen gewerkte uren heeft te maken met compositie-effecten zoals de daling van het deeltijdwerk, die vrouwen zwaarder trof dan mannen.¹⁰ Aangezien deeltijdwerkers minder uren werken dan voltijdwerkers, sorteerde dit een compositie-effect dat maakt dat het aantal contractueel gewerkte uren stijgt. Daarentegen werd de daling van het aantal door mannen gebruikelijk gewerkte uren in de hand gewerkt door een relatief sterkere daling van het aantal mannelijke voltijdwerkers en door een stijging van het aantal onderbezette deeltijdwerkers.¹¹

Grafiek C

Bijdragen van de werkgelegenheid, de gebruikelijk gewerkte uren en de werkelijk gewerkte uren tot de wijzigingen in het totale aantal gewerkte uren

(in procentpunten)



Bronnen: Eurostat, Enquête Beroepsbevolking van de EU en berekeningen door medewerkers van de ECB.

Toelichting: De bijdragen van de werkgelegenheid, de gebruikelijk gewerkte uren, en de kloof tussen de werkelijk en de gebruikelijk gewerkte uren hebben betrekking op de periode tussen het vierde kwartaal van 2019 en het vierde kwartaal van 2020.

De kloof tussen de werkelijk en de gebruikelijk gewerkte uren draagt onevenredig bij tot de daling van het totale aantal gewerkte uren naar geslacht,

⁹ Het gemiddelde aantal door vrouwen gebruikelijk gewerkte uren is tijdens het vierde kwartaal van 2019 en het vierde kwartaal van 2020 niet veranderd; het bleef 32,9 uur per week.

¹⁰ De genderspecifieke dalingen van het deeltijdwerk tijdens de COVID-19-crisis stemmen in grote lijnen overeen met de gendersamenstelling van het deeltijdwerk in het vierde kwartaal van 2019.

¹¹ De daling van het aantal mannelijke zelfstandigen droeg, hoewel in veel mindere mate, ook bij tot de vermindering van de contractueel gewerkte uren. De zelfstandigen maken ongeveer 14% van de totale werkgelegenheid uit en 18,5% van het totale aantal gewerkte uren. Daaruit kan worden afgeleid dat zelfstandigen, gemiddeld beschouwd, meer uren werken dan loontrekkenden. Zelfstandigen zijn goed voor om en nabij 17% van de totale werkgelegenheid bij de mannen en voor ongeveer 10% bij de vrouwen. Ondanks het geringe aandeel zelfstandigen in de totale werkgelegenheid, zowel voor mannen als voor vrouwen, kan banenverlies bij de mannelijke zelfstandigen een belangrijke rol spelen in de daling van de contractueel gewerkte uren aangezien (i) zelfstandigen gemiddeld meer uren werken dan loontrekkenden, en (ii) mannelijke zelfstandigen gemiddeld meer werken dan vrouwelijke zelfstandigen, waardoor het compositie-effect sterker is voor de mannen. Voor meer informatie, zie Eurostat, "Hours of work – annual statistics", mei 2020.

wat enig inzicht biedt in de arbeidsaanbodbeslissingen op gezinsniveau. De kloof tussen de werkelijk en de gebruikelijk gewerkte uren verklaart voor ongeveer twee derde de daling van het door mannen gemiddeld aantal gewerkte uren, en de volledige daling van het gemiddeld aantal door vrouwen gewerkte uren tussen het vierde kwartaal van 2019 en het vierde kwartaal van 2020. De wijzigingen in de kloof tussen de door mannen werkelijk en gebruikelijk gewerkte uren droegen ten belope van 2,0 procentpunten bij tot de daling van het totale aantal gewerkte uren, terwijl de bijdrage van de wijzigingen in de kloof tussen de door vrouwen werkelijk en gebruikelijk gewerkte uren 1,4 procentpunt bedroeg.¹² De regelingen voor baanbehoud moedigden labour hoarding aan (het hamsteren van arbeid) en zorgden voor flexibiliteit via aanpassingen in het aantal gewerkte uren, wat leidde tot een bredere kloof tussen de door zowel mannen als vrouwen werkelijk en contractueel gewerkte uren.¹³ Dit wijst erop dat de onevenredige dalingen van het gemiddelde aantal werkelijk gewerkte uren voor een deel ook het gevolg zijn van ad-hoc gedeeltelijke verkortingen van de arbeidstijd van effectief werkende werknemers, die een zwaardere impact kunnen hebben op vrouwen dan op mannen.¹⁴ Dit resultaat kan ook inzicht verschaffen in de arbeidsaanbodbeslissingen op gezinsniveau. Die beslissingen worden nader toegelicht door Fuchs-Schündeln et al.¹⁵, die aantonen dat de toegenomen behoefte aan persoonlijke kinderopvang als gevolg van de sluiting van scholen en opvangvoorzieningen door de COVID-19-pandemie, in Europa tot wel 35% van de arbeidskrachten zou kunnen treffen (en tot 12% van de gebruikelijk gewerkte uren).

De daling van het totale aantal gewerkte uren had te maken met uiteenlopende sectorspecifieke ontwikkelingen tussen de geslachten (Grafiek D).¹⁶ Afgaand op de wijzigingen in het totale aantal gewerkte uren tussen het vierde kwartaal van 2019 en het vierde kwartaal van 2020 werden zowel de mannen als de vrouwen in

¹² Bij deze bijdragen in procentpunten is rekening gehouden met de genderspecifieke basiseffecten, namelijk het feit dat de vrouwen in het eurogebied ongeveer 40% van het totale aantal gewerkte uren voor hun rekening nemen. Bij wijze van robuustheidstest werd dezelfde oefening opnieuw uitgevoerd op basis van een bottom-upbenadering die, op sectorniveau, het groeitempo van de werkgelegenheid en de gewerkte uren in kaart brengt tussen de Enquête Beroepsbevolking van de EU en de gegevens van de nationale rekeningen. Interessant is dat de verschillen tussen mannen en vrouwen in de bijdragen van de werkgelegenheid en het gemiddeld aantal gewerkte uren volgens deze alternatieve berekeningen kleiner zijn. In dit geval bedragen de genderbijdragen tot de daling van het totale aantal gewerkte uren: (i) voor de werkgelegenheid, -1,0 procentpunt voor de mannen en -0,9 procentpunt voor de vrouwen; en (ii) voor het gemiddeld aantal gewerkte uren, -2,7 procentpunten voor de mannen en -1,9 procentpunt voor de vrouwen. Dit zou dan een effect sorteren op de kwantitatieve bijdrage van de wijzigingen in de kloof tussen de werkelijk en de gebruikelijk gewerkte uren naar geslacht: zwakker voor de mannen en sterker voor de vrouwen. Daarom zouden sectorspecifieke compositie-effecten in aanmerking kunnen worden genomen om de naar gender gedifferentieerde impact van de COVID-19-crisis op de arbeidsmarkt beter te duiden.

¹³ Labour hoarding is het gedeelte van de arbeidsinput dat een onderneming tijdens haar productieproces op geen enkel ogenblik volledig gebruikt. Labour hoarding kan bedrijven mogelijk helpen om heraanwervings- en opleidingskosten te vermijden wanneer de economische situatie na een recessie verbetert.

¹⁴ De bijdrage van de kloof tussen het gemiddeld aantal door mannen werkelijk en contractueel gewerkte uren tot de daling van het totale aantal gewerkte uren wordt ook beïnvloed door de sterkere stijging van het aantal mannen die tussen het vierde kwartaal van 2019 en het vierde kwartaal van 2020 onderbezette deeltijdwerkers waren.

¹⁵ Fuchs-Schündeln, N., Kuhn, M. en Tertilt, M., "The short-run macro implications of school and child-care closures", *IZA Discussion Paper Series*, nr. 13353, IZA Institute of Labor Economics, Bonn, juni 2020.

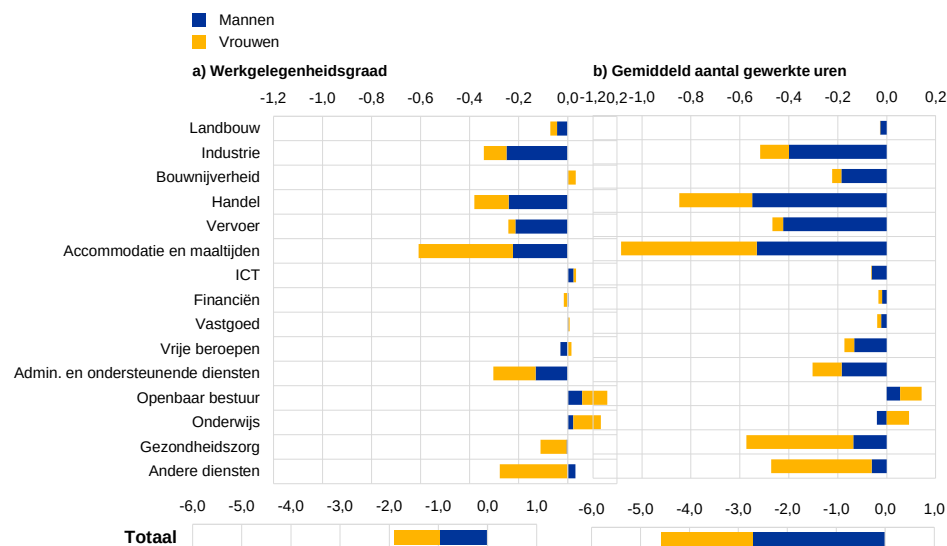
¹⁶ De in Grafiek D toegelichte sectorspecifieke en gendereffecten van de COVID-19-crisis op de werkgelegenheid en op het gemiddeld aantal gewerkte uren zijn berekend op basis van de hierboven beschreven bottom-upbenadering.

alle sectoren zwaar getroffen door de pandemie. Vergeleken met het aandeel van het totale aantal door mannen in het vierde kwartaal van 2019 gewerkte uren in elke sector, was de crisis relatief beschouwd duidelijk voelbaarder voor mannen werkzaam in de handel, het vervoer, en de professionele dienstensector. De bijdragen tot de daling van het totale aantal gewerkte uren waren daarentegen relatief groter voor de vrouwen werkzaam in de branches accommodatie en maaltijden, administratieve en ondersteunende diensten, en recreatie en persoonlijke diensten. Bijna overal was de daling van het totale aantal gewerkte uren het resultaat van een daling van de werkgelegenheid en van het gemiddelde aantal gewerkte uren. Het banenverlies was tussen het vierde kwartaal van 2019 en het vierde kwartaal van 2020 vooral geconcentreerd in de groot- en kleinhandel en in de transportsector voor de mannen, en in de recreatie en persoonlijke diensten voor de vrouwen. Omgekeerd, waren het de vrouwelijke werknemers die profiteerden van de werkgelegenheidsdaling in de overheidsadministratie en het onderwijs. De vastgestelde dalingen van de werkgelegenheid waren behalve aan de sectorspecifieke asymmetrie en de genderheterogeniteit binnen de sectoren ook toe te schrijven aan de daling van het gemiddelde aantal gewerkte uren. Die daling verklaarde grotendeels de vermindering van het totale aantal gewerkte uren.

Grafiek D

Sectorspecifieke bijdragen tot de werkgelegenheidsdaling en tot de daling van het gemiddeld aantal gewerkte uren naar geslacht

(in procentpunten)



Bronnen: Eurostat, Enquête Beroepsbevolking van de EU en berekeningen door medewerkers van de ECB.

Toelichting: De sectorspecifieke bijdragen tot de werkgelegenheidsdaling en tot de daling van het gemiddeld aantal gewerkte uren hebben betrekking op de periode tussen het vierde kwartaal van 2019 en het vierde kwartaal van 2020. Die bijdragen zijn berekend volgens de eerder beschreven bottom-upbenadering, die de gender- en sectorspecifieke samenstelling in de Enquête Beroepsbevolking van de EU vertaalt naar de sectorspecifieke samenstelling voor de werkgelegenheid en het aantal gewerkte uren in de gegevens van de nationale rekeningen. "Andere diensten" omvat de branches recreatie en persoonlijke diensten.

Samengevat wordt in dit Kader toegelicht wat de impact is van de COVID-19-crisis op de arbeidsmarkt van het eurogebied. Dat gebeurt op basis van gegevens die beschikbaar zijn tot en met het vierde kwartaal van 2020 en die aantonen dat zowel mannen als vrouwen zwaar werden geraakt. Meer mannen dan vrouwen verloren hun baan en werden tijdens de COVID-19- crisis inactief,

hoewel de regelingen voor baanbehoud de werkgelegenheid blijkbaar algemeen hebben beschermd, en dit in aanzienlijke mate voor de beide geslachten. Het gemiddelde aantal gewerkte uren daalde ietwat sterker voor de mannen dan voor de vrouwen. De factoren achter die daling verschilden echter tussen de geslachten. De daling van het gemiddelde aantal door mannen gewerkte uren was deels het gevolg van een afname van het aantal contractueel gewerkte uren, terwijl ad-hocverminderingen van het aantal gewerkte uren, die de kloof tussen de werkelijk gewerkte en de contractueel gewerkte uren groter maken, bijdroegen tot de daling van het gemiddelde aantal gewerkte uren, zowel voor mannen als voor vrouwen. Die ontwikkelingen kunnen worden toegeschreven aan de asymmetrische sectorspecifieke impact van de COVID-19- crisis.¹⁷ De in dit Kader toegelichte effecten betreffen enkel de geaggregeerde impact op de werkgelegenheid, de werkloosheid, de arbeidsmarktparticipatie en de gewerkte uren naar geslacht; er is geen rekening gehouden met het welvaartsverlies dat werkenden lijden als een ander gezinslid zijn/haar baan verliest. Bluedorn et al.¹⁸ stellen bovendien dat de omvang en het aanhouden van een afwijkende reactie op het vlak van werkgelegenheid voor vrouwen tijdens de COVID-19-crisis aanzienlijk verschilt van land tot land en dat genderverschillen in werkgelegenheid meestal van korte duur zijn.

¹⁷ Voor meer informatie ter zake, zie het Kader "[High-frequency data developments in the euro area labour market](#)", *Economic Bulletin*, Issue 5, 2020, dat een eerste kijk geeft op de sectorspecifieke heterogeniteit van de COVID-19-crisis op de arbeidsmarkt vanuit een perspectief van hoogfrequente gegevens. Voor een uitgebreide beoordeling van de impact van COVID-19 op de arbeidsmarkt van het eurogebied, inclusief de ruime toepassing van de regelingen voor baanbehoud, zie het artikel "[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)", *Economisch Bulletin*, Nummer 8, ECB, 2020.

¹⁸ Bluedorn, J., Caselli, F., Hansen, N.-J. en Mendes Tavares, M., "[Gender and Employment in the COVID-19 Recession: Evidence on 'She-cessions'](#)", *IMF Working Paper Series*, nr. 2021/095, maart 2021.

Verloop van de huizenprijzen in het eurogebied tijdens de coronapandemie

Door Moreno Roma

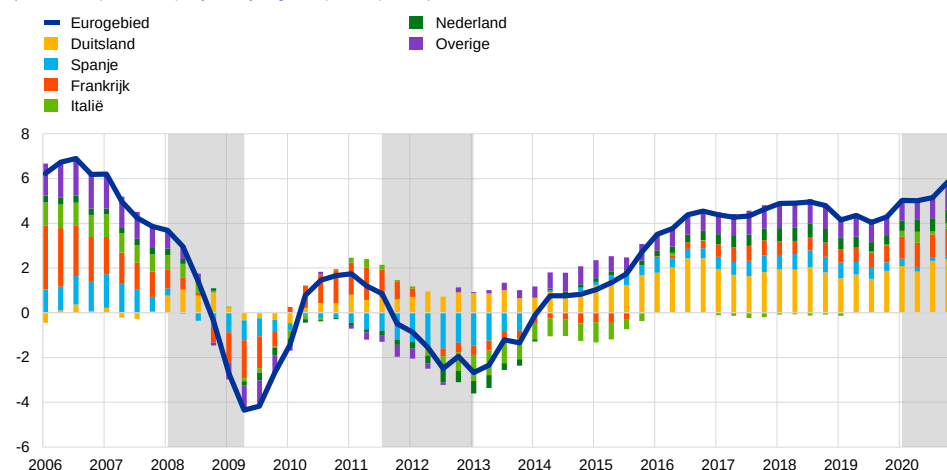
De dynamiek van de huizenprijzen in het eurogebied als geheel bleef gedurende de coronapandemie (COVID-19) robuust. De groei op jaarbasis van de huizenprijzen steeg van 4,3% eind 2019 tot 5,8% in het laatste kwartaal van 2020. Dat is het hoogste groeicijfer sinds medio 2007. In dit Kader worden de recente ontwikkelingen van de huizenprijzen in het eurogebied en het verband van die prijzen met de macro-economische omstandigheden belicht vanuit verschillende invalshoeken (naar land, woningtype en ligging).

De pandemie is anders dan de vorige crisissen. De mondiale financiële crisis van 2008 ontstond op de Amerikaanse huizenmarkt en de in 2010 begonnen overheidsschuldencrisis had nadelige gevolgen voor de financieringsvoorwaarden in verscheidene landen van het eurogebied. In beide gevallen liepen de huizenprijzen in het eurogebied relatief snel terug (Grafiek A, gearceerde delen). De COVID-19-crisis trof de huishoudens op een ogenblik dat het inkomen en de werkgelegenheid relatief sterk waren; terwijl de groei scherp daalde, hielden de huizenprijzen stand en ze zijn zelfs toegenomen sinds de aanvang van de pandemie.

Grafiek A

Huizenprijzen in het eurogebied en bijdragen naar land

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: ECB, eigen berekeningen en Eurostat. De meest recente waarnemingen betreffen het vierde kwartaal van 2020. Toelichting: De gearceerde delen geven recessieperiodes in het eurogebied weer.

Een eerste invalshoek om het totale verloop van de huizenprijzen in het eurogebied te beoordelen, is die van de onderliggende bijdragen van de landen. De waargenomen veerkracht van de huizenprijzen in 2020 was breed gedragen en alle grote eurolanden droegen positief bij tot de stijging op jaarbasis van de huizenprijzen in het eurogebied. Duitsland, Frankrijk en Nederland zorgden

voor ongeveer 73% van de totale stijging in het laatste kwartaal van 2020 (Grafiek A), wat meer is dan hun gewicht in de totale huizenprijsindex. Duitsland leverde een positieve bijdrage tot de huizenprijzen in het eurogebied vanaf medio 2010, en maakte aldus ook in zekere mate een inhaalbeweging na een periode met gematigde ontwikkelingen van de huizenprijzen.

De veerkracht van de woningprijzen in het eurogebied is toe te schrijven aan een combinatie van factoren. In de eerste plaats hangt de negatieve invloed van de covidgerelateerde schok samen met een scherpe daling van de transactievolumes op de huizenmarkt in het tweede kwartaal van 2020 als gevolg van de lockdownmaatregelen.¹ Deze verschuiving hield in het derde kwartaal van 2020 enigszins aan en behelsde doorgaans een aanpassing van de volumes veeleer dan een prijsaanpassing. Ten tweede temperden de moratoria op de terugbetalingen van leningen en de regelingen voor het behoud van banen, tot op zekere hoogte, de afname van het inkomen van de huishoudens en de stijging van de werkloosheid. Ten derde namen de leningen voor woningaankoop in 2020 verder toe en bleven de financieringsvoorwaarden gunstig, waarbij de samengestelde rente op leningen voor woningaankopen eind 2020 met 1,3% op het laagste niveau ooit lag. Bovendien is het mogelijk dat een periode met gedwongen sparen die met de pandemie gepaard ging, de liquiditeitsbeperkingen voor sommige huishoudens heeft verlicht, vooral in landen met hogere vereisten voor de eigen inbreng. Ten slotte droegen particuliere en institutionele beleggers, tegen de achtergrond van de aanzienlijke economische onzekerheid en het klimaat van lage rendementen, bij tot de vraag naar woningen om beleggingsredenen.

Een tweede invalshoek om het totale verloop van de huizenprijzen in het eurogebied te beoordelen, bestaat erin de prijzen van nieuwe en bestaande woningen van elkaar te onderscheiden. Op een levendige huizenmarkt zou te verwachten vallen dat de prijzen van bestaande huizen sterker toenemen dan die van nieuwbouw, aangezien de vraag deels kan worden overgeheveld naar de bestaande woningvoorraad om het schaarse aanbod van nieuwe woningen te compenseren. De prijzen van de bestaande woningen waren tijdens de pandemie inderdaad bijzonder dynamisch, en wegens hun grote gewicht in de huizenprijsindices droegen ze sterk bij tot de stijgingen van de huizenprijzen (Grafiek B).² Volgens de cijfers van Eurostat namen de prijzen van bestaande huizen in het eurogebied in de loop van 2020 met 0,8 procentpunt, op jaarbasis, meer toe dan die van nieuwe woningen.

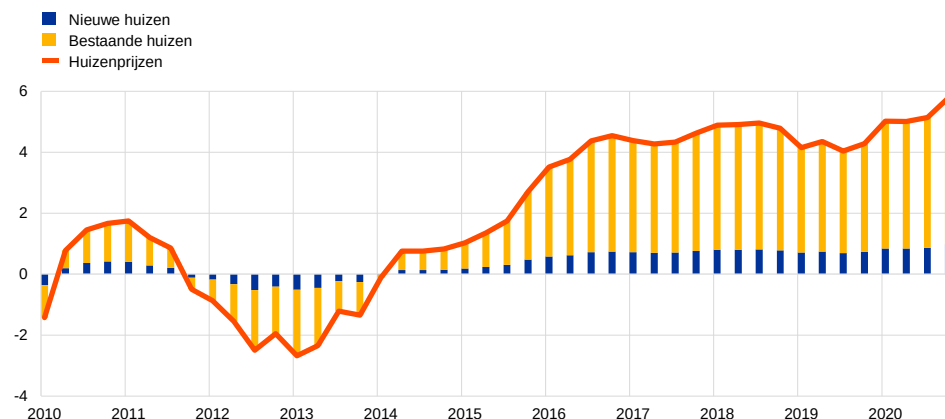
¹ De beschikbaarheid van gegevens over woningtransacties blijft beperkt tot bepaalde landen van het eurogebied (Eurostat en nationale bronnen). Verder is er geen informatie beschikbaar over het totaal voor het eurogebied. Niettemin wijzen de beschikbare gegevens doorgaans op scherp afnemende veranderingen op jaarbasis van de transacties tijdens het tweede kwartaal van 2020 (van dalingen met meer dan 40% in Spanje en Ierland tot een stijging dicht bij 7% in Nederland), gevolgd door een geleidelijke normalisering in het derde kwartaal van 2020.

² Het gewicht van de bestaande woningen in het eurogebied belooft ongeveer 83%.

Grafiek B

Huizenprijzen in het eurogebied en bijdragen naar woningtype

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: ECB, eigen berekeningen en Eurostat. De meest recente waarnemingen betreffen het vierde kwartaal van 2020.

Toelichting: De gewichten voor nieuwe en bestaande woningen in het eurogebied zijn een gewogen gemiddelde van de gewichten per land dat gebaseerd is op het bbp-gewicht. Voor Griekenland werden de gewichten van nieuwe en bestaande woningen geschat aan de hand van het gemiddelde voor het eurogebied met uitzondering van Griekenland. De huizenprijzen in het eurogebied berusten op de huizenprijsindicator van de ECB.

De ontwikkelingen in het eurogebied verschilden aanzienlijk van land tot land, maar in de landen met een sterke dynamiek van de huizenprijzen (Duitsland, Frankrijk en Oostenrijk) lagen de prijsstijgingen voor bestaande woningen doorgaans hoger. Dit zou erop kunnen wijzen dat de in 2020 opgetekende inkrimping van de investeringen in woningen in het eurogebied – meer dan 5% op jaarbasis – een nadelige invloed had op het aanbod van nieuwbouw, en aldus extra opwaartse druk op de prijzen van bestaande huizen uitoefende. De daling van het aantal goedkeuringen van bouwvergunningen in de loop van 2020 zou de duur van dat verschijnsel kunnen verlengen, en zo de huizenprijzen blijven ondersteunen.

Het totale verloop van de huizenprijzen in het eurogebied kan worden beoordeeld vanuit een derde invalshoek, door de ontwikkelingen in de hoofdsteden te vergelijken met die in de rest van het land.³ Het uiteenlopende

verloop van de huizenprijzen op regionaal niveau zou kunnen worden gerechtvaardigd door fundamentals, zoals regionale verschillen in inkomen, werkgelegenheid, bevolkingsdynamiek en voorzieningen, maar ze zouden ook de overmatig hoge huizenprijzen in bepaalde gebieden kunnen weerspiegelen.⁴ De recente veerkracht van de huizenmarkt lijkt een algemeen verschijnsel te zijn dat niet beperkt blijft tot de hoofdsteden (Grafiek C). Volgens ramingen van de ECB stegen de huizenprijzen in een aantal hoofdsteden van het eurogebied, in de loop van 2020, op jaarbasis, met 0,7 procentpunt minder dan het totaal voor het eurogebied. Dit zou kunnen wijzen op enige natuurlijke vertraging van de prijsdynamiek, gelet op de sterke toename van de huizenprijzen in de hoofdsteden tijdens de voorgaande jaren.

³ De huizenprijzen in het eurogebied kunnen worden uitgesplitst naar ontwikkelingen in een aantal hoofdsteden van het eurogebied en worden vergeleken met die van een synthetisch totaal voor het eurogebied. Dit synthetische totaal omvat eurolanden waarvoor huizenprijzen in de hoofdsteden beschikbaar zijn en bestrijkt ongeveer 95% van het eurogebied (zie de toelichting onder Grafiek C). De ontwikkelingen van de officiële en de synthetische huizenprijzen in het eurogebied tijdens de beschouwde periode zijn min of meer vergelijkbaar.

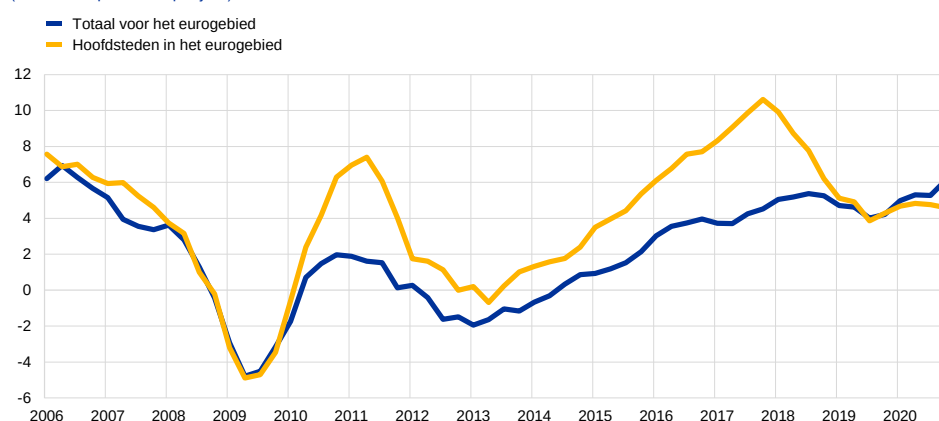
⁴ Voor een bespreking wordt verwezen naar het Kader “Residential real estate prices in capital cities: a review of trends”, *Financial Stability Review*, mei, ECB, 2017.

Het zou ook kunnen betekenen dat de in sommige landen bereikte hoge prijsniveaus doorwerkten in de prijzen of leidden tot verschuivingen van de vraag naar gebieden buiten de hoofdsteden. De waargenomen stijging van de huizenprijzen buiten de hoofdsteden kan ook wijzen op nieuwe voorkeuren die samenhangen met de toegenomen mogelijkheden om thuis te werken. Of en in hoeverre een dergelijke mobiliteit naar minder centraal gelegen plaatsen permanent is, moet worden gestaafd met verder bewijsmateriaal zodra de pandemie achter de rug is.

Grafiek C

Woningprijzen voor een synthetisch totaal voor het eurogebied en een aantal hoofdsteden in het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: ECB, eigen berekeningen, Eurostat en nationale bronnen. De meest recente waarnemingen betreffen het vierde kwartaal van 2020.

Toelichting: De synthetische geaggregeerde reeks voor het eurogebied is een gemiddelde dat gewogen is aan de hand van het bbp van 2019. Het aggregaat omvat België, Duitsland, Estland, Ierland, Spanje, Frankrijk, Italië, Nederland, Oostenrijk, Slovenië en Finland. In de aggregatie voor het vierde kwartaal van 2020 zijn België en Slovenië niet opgenomen.

Al met al wijst een beoordeling van het recente verloop van de huizenprijzen vanuit verschillende invalshoeken op een veerkrachtige en breed gebaseerde groei in de landen en naar woningtype en ligging. De dynamiek van de huizenprijzen blijft sterk afhankelijk van het herstelpad in een omgeving die wordt gekenmerkt door, enerzijds, gunstige financieringsvoorwaarden en, anderzijds, onzekerheden die verband houden met de pandemie.

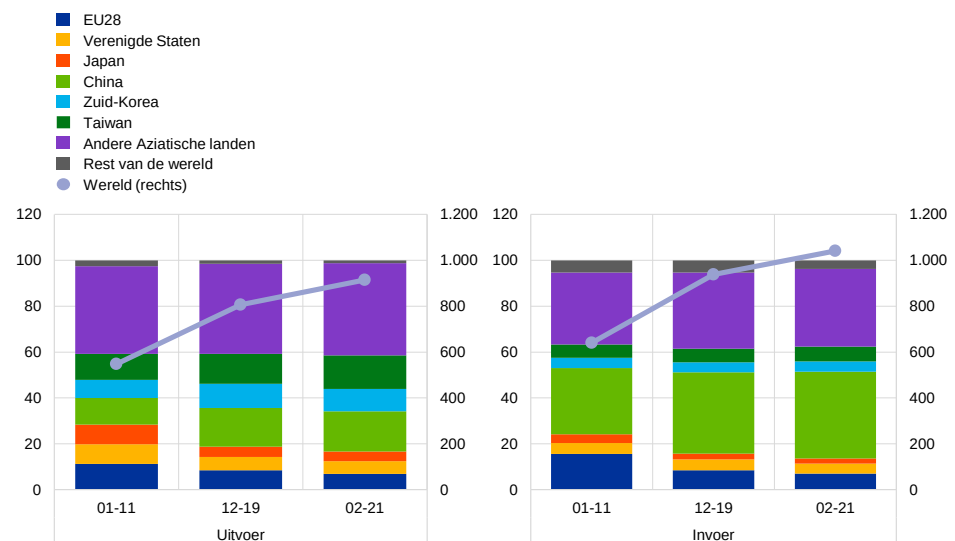
Het tekort aan halfgeleiders en de gevolgen daarvan voor de handel, de productie en de prijzen in het eurogebied

Door Maria Grazia Attinasi, Roberta De Stefani, Erik Frohm, Vanessa Gunnella, Gerrit Koester, Alexandros Melemenidis en Máté Tóth

In de halfgeleiderindustrie is de vraag recentelijk sterk gestegen. De inkomsten uit de wereldwijde verkoop van halfgeleiders zijn het afgelopen decennium bijna verdubbeld en de Aziatische economieën hebben hun marktdominantie op dat gebied verstevigd (Grafiek A). Op het vlak van de invoer lijkt het aandeel van de Chinese invoer van halfgeleiders toe te nemen ten opzichte van dat van de EU en de Verenigde Staten. Terwijl de verkoop van halfgeleiders aan de auto-industrie in het tweede kwartaal van 2020 wereldwijd instortte, werd dit tekort bij de aanvang van de COVID-19-pandemie ruimschoots gecompenseerd door een sterke vraag naar computerapparatuur en elektronische uitrusting. Dit was toe te schrijven aan de verschuiving naar telewerk en afstandsonderwijs. Naarmate het wereldwijde herstel vaste voet kreeg, was de productie van halfgeleiders niet toereikend om te voldoen aan de stijging van de vraag van de auto-industrie. Bovendien hebben diverse ongunstige gebeurtenissen, zoals branden en droogte die grote industriële bedrijven troffen, het wereldwijde aanbodtekort van halfgeleiders verzwaard.

Grafiek A De wereldwijde handel in halfgeleiders naar regio

(links: aandeel in procenten; rechts: USD miljard)



Bronnen: Trade Data Monitor en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Onderdelen van halfgeleiders worden in het geharmoniseerde systeem (Harmonized System - HS) ingedeeld bij de HS-codes 8541 en 8542. De meest recente waarnemingen betreffen februari 2021.

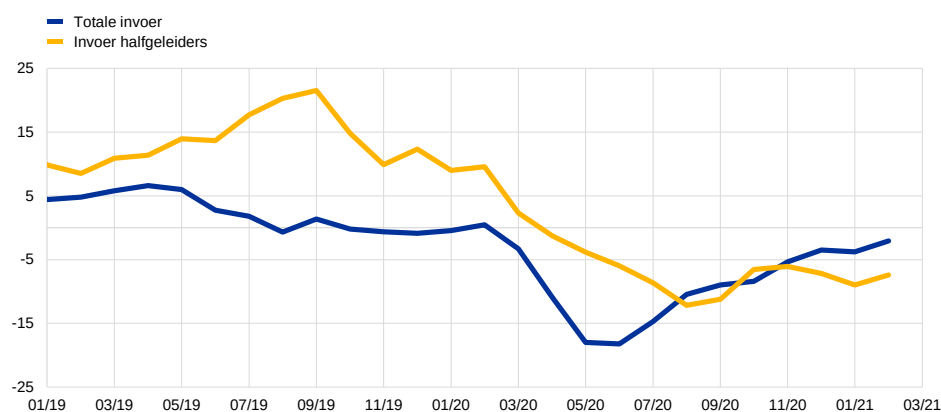
Toen de vraag zich herstelde, konden producenten van industriële goederen in het eurogebied moeilijk halfgeleiders verkrijgen. Aangezien het aanbod inmiddels werd gericht op andere producten, daalde de invoer van halfgeleiders in het eurogebied na het begin van de pandemie aanzienlijk, hoewel die invoer veerkrachtiger was dan de totale invoer. De groei ervan bleef tijdens de herstelfase

evenwel achter bij die van de totale invoer (Grafiek B). Hoewel het aandeel in de productie van inputs uit de IT- en elektronica-sector niet zo groot uitvalt, is deze sector een cruciale toeleverancier. Eventuele verstoringen zullen daarom wellicht voelbaar zijn in vele andere sectoren van de economie. Samen met tekorten aan andere inputs (bv. chemische producten, kunststof, metalen en hout) en verstoringen van de scheepvaart, heeft het tekort aan halfgeleiderchips de leveringstermijnen van de leveranciers ernstig beïnvloed. Dit resulteerde in een ongeken- de stijging van de verhouding tussen de PMI-component orderontvangst en de leveringstermijn van leveranciers¹ voor fabrikanten in het eurogebied, met name in industrieën die halfgeleiders gebruiken voor de productie, zoals de fabrikanten van auto's en auto-onderdelen alsook van technologische apparatuur (Grafiek C).

Grafiek B

De invoer van halfgeleiders in het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar van de driemaands voortschrijdende gemiddelden van de waarden)



Bronnen: Trade Data Monitor en berekeningen van de ECB.

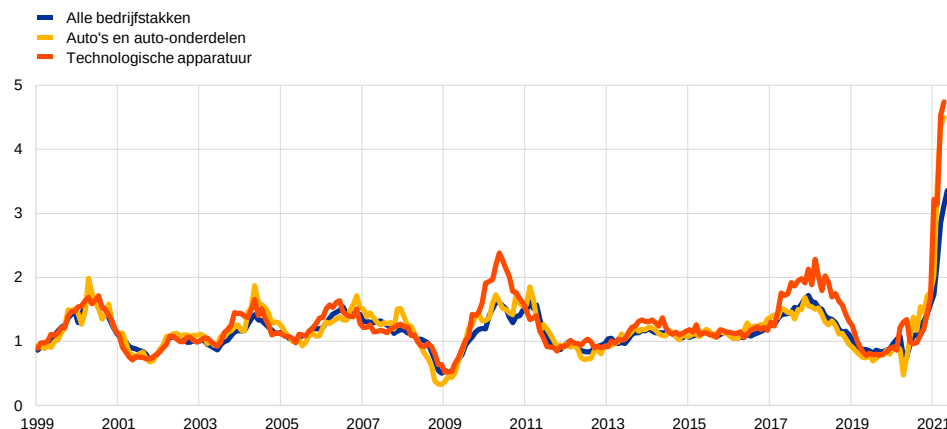
Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen februari 2021.

¹ Daarbij moet worden opgemerkt dat een stijging (daling) van de PMI-index voor de leveringstermijnen van leveranciers wijst op een kortere (langere) leveringstijd.

Grafiek C

Leveringstermijnen van leveranciers in het eurogebied

(verhouding tussen de PMI-component orderontvangsten en de leveringstermijn van leveranciers)



Bronnen: Markit en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen april 2021 voor de PMI naar sector en mei 2021 voor de totale PMI.

Recente enquêteresultaten wijzen op ernstige knelpunten in enkele van de belangrijkste branches uit de verwerkende industrie, met name in Duitsland.

Volgens de laatste kwartaalenquête van de Europese Commissie onder de producenten deelde 23% van de bedrijven uit de verwerkende industrie in het eurogebied mee dat een gebrek aan materiaal en/of apparatuur een belangrijke factor was die de productie beperkte (Grafiek D), wat momenteel ruim hoger is dan het historische gemiddelde (ongeveer 6%). Uit Grafiek D blijkt dat de effecten van die knelpunten inzake halfgeleiders het meest zichtbaar zijn in industrieën met een hoger aandeel van de input van elektronische apparatuur, zoals de vervaardiging van computers en elektronica, elektrische apparatuur en auto's. Tussen de landen komt dit tekort vooral duidelijk tot uiting voor Duitse bedrijven.

Grafiek D

Het tekort aan materiaal en/of apparatuur als factor die de productie beperkt

(percentage respondenten per bedrijfstak)

	Eurogebied	Duitsland	Frankrijk	Italië	Spanje	Nederland
Verwerkende industrie	23	42	6	7	14	20
Computers/elektronica	34	70	-1	14	19	11
Elektrische apparatuur	36	56	23	12	32	37
Auto's/aanhangwagens	35	58	2	7	50	35

Bron: Enquête van de Europese Commissie onder de producenten, april 2021.

Toelichting: De tijdreeksen voor de antwoorden op de enquête zijn gecorrigeerd voor seizoensinvloeden, wat de negatieve waarden in sommige bedrijfstakken kan verklaren.

Die afwijking tussen productie en orders in enkele van de belangrijkste bedrijfstakken in de industrie wijst eveneens op knelpunten in het aanbod. Tot

dusver lijkt de auto-industrie het zwaarst te zijn getroffen door het tekort aan chips.

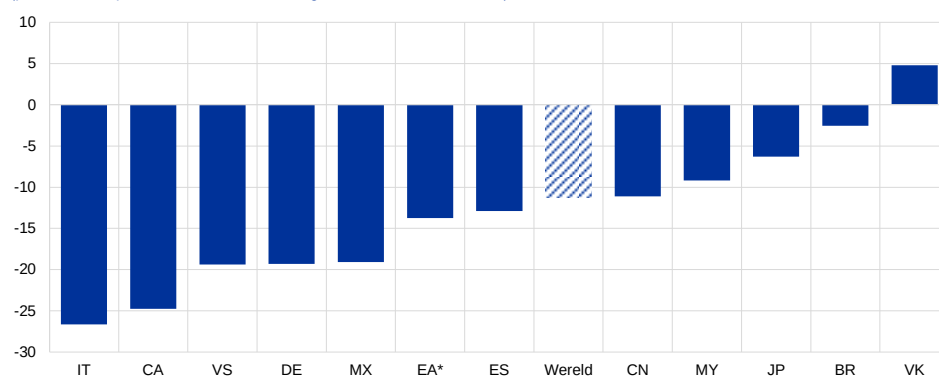
In het eerste kwartaal van 2021 liep de mondiale productie van personenauto's terug

met bijna 1,3 miljoen voertuigen. Dat komt neer op een daling met 11,3% ten opzichte van het laatste kwartaal van 2020 en met ongeveer 2,8% in vergelijking met het productieniveau in 2019 (Grafiek E). De productie van auto's in het eurogebied daalde tot maart 2021 gedurende vier opeenvolgende maanden, en lag dan 18,2% onder het peil van november 2020. In Duitsland viel de maandelijks oplopende achterstand inzake productieorders aanhoudend hoger uit dan de productiegroei tussen januari en maart 2021, met name in de auto-industrie en de vervaardiging van computers/elektronica. Dit wordt bevestigd door de recente contacten van de ECB met niet-financiële ondernemingen.² Volgens die contacten zouden de aanbodbeperkingen in het tweede kwartaal van 2021 verslechteren, alvorens geleidelijk af te nemen in de tweede helft van het jaar.

Grafiek E

De wereldwijde productie van auto's

(productie van personenauto's, verandering tussen 2020-IV en 2021-I)



Bronnen: Haver, Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De landen werden gekozen op basis van de beschikbaarheid van gegevens; hun mondiale totaal omvat 70% van de wereldwijde productie van auto's. Voor seizoen gecorrigeerde reeksen. *De gegevens voor het eurogebied (EA) stemmen overeen met de gegevens over de industriële productie in het eurogebied, NACE2-code 29.1.

Tot dusver zijn er maar zeer weinig gegevens over de effecten van de tekorten aan halfgeleiders op het prijsverloop in de hele prijsketen.

Opwaartse prijseffecten zouden bijvoorbeeld kunnen voortvloeien uit een schaarste in het aanbod van goederen, een toenemend prijszettingsvermogen op de verschillende niveaus van de aanbodketen of het feit dat ondernemingen de kosten van een gedwongen onderbenutting van de productiecapaciteit proberen door te berekenen. De producentenprijsinflatie in het eurogebied voor zowel elektronische componenten als printplaten, waarvoor halfgeleiders een belangrijke rol spelen, blijft negatief (Grafiek F). In de latere stadia van de prijsketen gaat de consumptieprijsinflatie voor computers en auto's (de twee grootste componenten van de elektronische consumptiegoederen) enigszins omhoog voor auto's³, terwijl de prijzen voor computers feitelijk weer begonnen te dalen. Daarbij moet echter worden opgemerkt dat de opwaartse prijseffecten van de tekorten aan halfgeleiders pas met een aanzienlijke vertraging in de hele prijsketen tot uiting zouden kunnen komen.

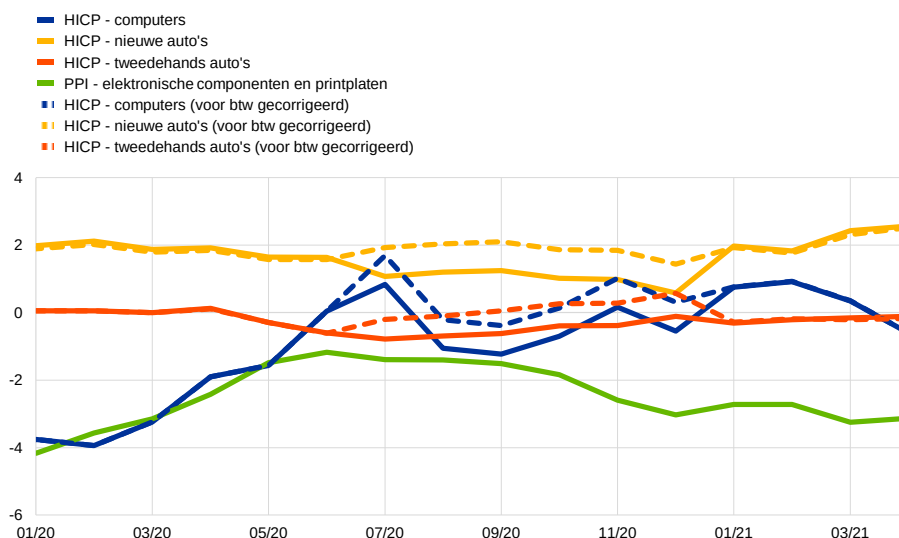
² Zie het Kader "Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2021.

³ Terwijl in de Verenigde Staten vooral de prijzen van tweedehands auto's tijdens de pandemie zeer sterk stegen – deels als gevolg van de recente vertraging van de productie van nieuwe auto's door de tekorten aan halfgeleiders – vertoonden ze in het eurogebied geen sterk opwaartse dynamiek.

Grafiek F

Producenten- en consumptieprijen voor producten die afhankelijk zijn van halfgeleiders

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van ECB-medewerkers.

Toelichting: Onderbroken lijnen geven reeksen bij constante belastingen weer (uitgaande van een volledige doorwerking van de veranderingen in de indirecte belastingen, waaronder de tijdelijke btw-verlaging in Duitsland). De meest recente waarnemingen betreffen april 2021.

Het tekort aan halfgeleiders zal naar verwachting op korte termijn aanhouden.

Hoewel de belangrijkste bedrijven ter wereld die chips vervaardigen van plan zijn hun capaciteit uit te breiden en hun kapitaaluitgaven met bijna 74% te verhogen, wat tegen eind 2021 grotendeels zou zijn uitgevoerd, is het zo complex en vergt het zoveel tijd om nieuwe productie-eenheden te bouwen dat de ongunstige ontwikkelingen in de industrie vermoedelijk nog het hele jaar zullen blijven bestaan.

Gevolgen van de stabiliteitsprogramma's voor 2021 voor het begrotingsbeleid in het eurogebied

Door Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier en Steffen Osterloh

De stabiliteitsprogramma's voor de periode 2021-2024 bevatten voor het eerst uitgebreide details over de begrotingsplannen op middellange termijn van de landen van het eurogebied als reactie op de coronapandemie (COVID-19).

Gezien de nieuwheid van de grote gezondheidscrisis en de daarmee gepaard gaande extreme onzekerheid hebben de overheden van het eurogebied vorig jaar veelal geen gedetailleerde begrotingsplannen ingediend. De geactualiseerde programma's die eind april 2021 zijn ingediend zijn opgesteld door overheden in de wetenschap dat de algemene ontsnappingsclausule van het stabiliteits- en groeipact (SGP) tot ten minste eind 2021 van kracht zou blijven, zodat zij konden afwijken van de aanpassingsvereisten van het SGP.¹ Daarnaast moesten de programma's de landspecifieke aanbevelingen (LSA's) weerspiegelen die de Europese Raad op 20 juli 2020 voor de periode 2020-2021 heeft aangenomen, waarin geen cijfermatige begrotingsaanpassingsvereisten waren opgenomen, maar waarin werd opgeroepen tot een begrotingsbeleid gericht op het bereiken van prudente begrotingssituaties op de middellange termijn en het waarborgen van de houdbaarheid van de schuld "wanneer de economische omstandigheden dit toelaten". Voor de korte termijn werd aanbevolen dat overheden "alle nodige maatregelen nemen om de pandemie doeltreffend aan te pakken, de economie te schragen en het daaruit voortvloeiende herstel te ondersteunen". Tot slot vormen de programma's een eerste weerspiegeling van de plannen voor herstel en veerkracht die de lidstaten uiterlijk op 30 april moesten indienen, met daarin een beschrijving van de hervormingen en projecten die zij voornemens zijn uit te voeren met de middelen die beschikbaar zijn gemaakt in het kader van de Next Generation EU (NGEU). Tegen deze achtergrond worden in dit Kader de begrotingsplannen voor de middellange termijn van de landen van het eurogebied om uit de huidige crisis te komen geëvalueerd en wordt gewezen op de resterende uitdagingen die voortvloeien uit de aanbevelingen voor begrotingsbeleid die de Europese Commissie op 2 juni heeft gedaan in haar voorjaarspakket voor het Europees Semester 2021.

In de stabiliteitsprogramma's voor 2021 zijn de begrotingsprognoses van de lidstaten geschetst voor een tijd waarin het begrotingsbeleid een kritieke rol speelt in de beleidsrespons op de pandemie. Bij aanvang van de crisis was het begrotingsbeleid gericht op het waarborgen van de beschikbaarheid van de nodige middelen voor het zorgstelsel en de bescherming van bedrijven en werknemers in

¹ De algemene ontsnappingsclausule werd in maart 2020 geactiveerd en in september 2020 verlengd tot 2021. Dit stelt de lidstaten in staat om in bepaalde specifieke situaties af te wijken van de aanpassingsvereisten van het SGP, bijvoorbeeld in periodes van een ernstige economische neergang voor het eurogebied of de Europese Unie als geheel. Zie voor meer informatie de Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Europese Raad, de Raad, de Europese Centrale Bank, het Europees Economisch en Sociaal Comité, het Comité van de Regio's en de Europese Investeringsbank – [Jaarlijkse strategie voor duurzame groei voor 2021](#), COM/2020/575 final.

getroffen sectoren.² Nu de vaccinatiecampagnes onderweg zijn en de lockdownmaatregelen geleidelijk worden opgeheven, verschuift het begrotingsbeleid van tijdelijke, gerichte noodmaatregelen naar maatregelen ter ondersteuning van het herstel. Overheidsinvesteringen – aangevuld met de NGEU en vergezeld van passend structuurbeleid – spelen daarbij een belangrijke rol.

Volgens de stabiliteitsprogramma's zullen de begrotingsonevenwichtigheden gedurende de projectieperiode geleidelijk dalen vanaf hun hoge niveaus. Voor het eurogebied als geheel is de overheidstekortquote tussen 2019 en 2020 gestegen van 0,6% tot 7,2% en zal deze verder stijgen tot 8,7% in 2021 (Grafiek A). Voor afzonderlijke landen zullen de overheidstekorten voor 2021 naar verwachting uiteenlopen van 2% tot 12% bbp. Hoewel het totale overheidstekort in het eurogebied naar verwachting tot het einde van de projectieperiode (d.w.z. 2024) boven het niveau van vóór de crisis zal blijven (met 1,5 procentpunt), wordt verwacht dat de begrotingssituaties tussen de landen minder uiteen zullen lopen. Sommige landen van het eurogebied, hoofdzakelijk een aantal landen met een hoge schuldquote (met name Italië, Spanje, België en Frankrijk), zijn niet voornemens hun tekorten binnen de projectieperiode terug te brengen tot onder de drempel van 3% bbp (Grafiek B), terwijl sommige andere landen (waaronder de voormalige programmalanden Griekenland, Cyprus en Portugal) voornemens zijn om naar verhouding kleinere begrotingstekorten te realiseren. De gemiddelde schuldquote van het eurogebied zal volgens de stabiliteitsprogramma's in 2021 meer dan 103% bedragen, wat neerkomt op een stijging met ongeveer 17 procentpunten ten opzichte van het niveau van vóór de crisis in 2019. Verwacht wordt dat de deze in 2022 licht zal beginnen te dalen, voornamelijk als gevolg van de verwachte opheffing van de steunmaatregelen en hogere nominale groei, maar in 2024 zal deze naar verwachting rond de 100% blijven. Bovendien zal de aanvullende, zij het beperkte, schuld in verband met de NGEU vanaf 2021 op EU-niveau beginnen te accumuleren en naar schatting ongeveer 1% van het bbp in de periode 2021-2022 bedragen.³ Hier moet worden opgemerkt dat de begrotingskoers die is beschreven in de nationale stabiliteitsprogramma's verschilt van de begrotingsprognose uit de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2021, zoals uiteengezet in Paragraaf 6 van dit nummer van het Economisch Bulletin, waarbij alleen rekening wordt gehouden met maatregelen die door nationale parlementen zijn goedgekeurd of die in detail door de regering zijn gedefinieerd en het wetgevingsproces waarschijnlijk zullen doorstaan.

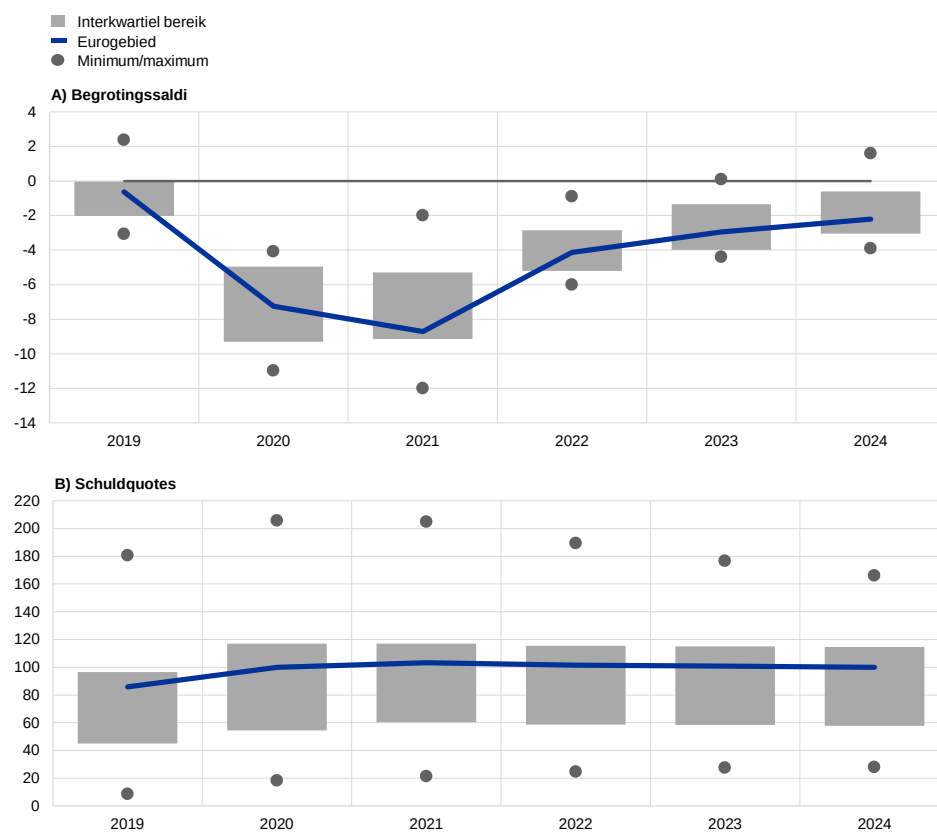
² Zie voor een overzicht het artikel "[The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis](#)", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2021.

³ Zie pagina 2 van de Engelstalige [Europese economische voorjaarsprognose 2021](#) van de Europese Commissie, waarin staat dat de totale EU-uitgaven die naar verwachting met subsidies uit de faciliteit voor herstel en veerkracht (RRF) over de projectieperiode 2021-2022 zullen worden gefinancierd € 140 miljard zullen bedragen, ofwel iets minder dan 1% van het bbp van 2019. Het totale economische effect van de faciliteit voor herstel en veerkracht gedurende de projectieperiode zal naar verwachting ongeveer 1,2% van het reële bbp van de EU in 2019 bedragen.

Grafiek A

Verwachte begrotingssaldi en schuldquotes van de overheid op basis van de stabiliteitsprogramma's voor 2021

(in procenten bbp)



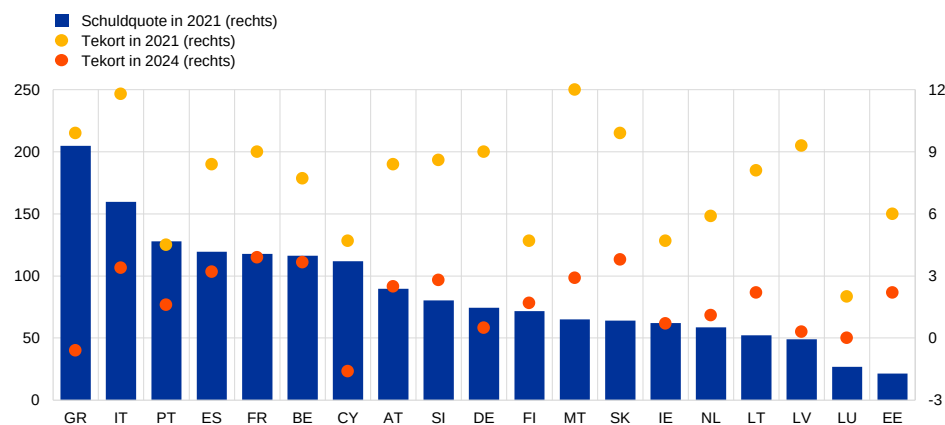
Bronnen: Europese Commissie (AMECO-database voor 2019-2020) en eigen berekeningen op basis van de stabiliteitsprogramma's van 2021 voor de periode 2021-2024.

Toelichting: De geaggregeerde gegevens voor het eurogebied betreffen de geaggregeerde overheidssector van de eurolanden.

Grafiek B

Verwachte overheidsschuldquotes en -tekorten op basis van de stabiliteitsprogramma's voor 2021

(in procenten bbp)



Bronnen: Stabiliteitsprogramma's voor 2021.

Anders dan in het geval van de grote financiële crisis zal het herstel na de coronapandemie naar verwachting worden gesteund door meer

overheidsinvesteringen. Volgens de stabiliteitsprogramma's voor 2021 is de overgrote meerderheid van de landen van het eurogebied voornemens de beschikbare middelen te verhogen voor overheidsinvesteringen, die in de economische literatuur als bijzonder groeivriendelijke categorie van overheidsuitgaven worden beschouwd.⁴ Het aandeel van de overheidsinvesteringen in het bbp zal naar verwachting toenemen ten opzichte van het niveau van vóór de crisis, van 2,8% in 2019 tot 3,3% in 2023. Dit staat in schril contrast met de jaren na de grote financiële crisis, toen veel landen van het eurogebied begrotingsconsolidatiemaatregelen namen die voornamelijk gericht waren op het terugdringen van de overheidsinvesteringen. Meer specifiek daalde het aandeel van de overheidsuitgaven in het eurogebied in de bruto-investeringen in vaste activa van de overheid in de periode 2009-2013 van 3,7% tot 2,9% bbp, waarbij sommige van de grootste dalingen werden geregistreerd in de landen met de grootste behoefte aan consolidatie. De voor de komende jaren geplande toename van de investeringen is grotendeels terug te voeren op de NGEU, waaronder met name de faciliteit voor herstel en veerkracht (RRF), die de landen van het eurogebied een ideale gelegenheid biedt om het herstel te ondersteunen met beleidsmaatregelen die het groeipotentieel van hun economieën vergroten.⁵

In de LSA's die de Europese Commissie in het kader van haar voorjaarspakket voor het Europees Semester 2021 heeft voorgesteld, is bepaald dat de algemene ontsnappingsclausule van het SGP in 2022 van kracht zal blijven en dat het begrotingsbeleid van de lidstaten van hoge kwaliteit moet zijn en meer gedifferentieerd moet worden.

De algemene ontsnappingsclausule van het SGP “zal in 2022 blijvend worden toegepast en zal naar verwachting vanaf 2023 worden gedeactiveerd”. Hoewel de in 2020 gepubliceerde LSA's voor alle lidstaten homogeen waren, wordt in de in het voorjaar van 2021 gepubliceerde aanbevelingen aanbevolen dat het begrotingsbeleid in 2022 “rekening houdt met de stand van het herstel, de houdbaarheid van de begroting en de noodzaak om de economische, maatschappelijke en territoriale verschillen te verminderen”. Landen met een lage schuldenlast wordt aanbevolen een (specifiek gemeten) ondersteunende begrotingskoers⁶ na te streven, waarin de impuls die door de faciliteit voor herstel wordt geboden is verdisconteerd, terwijl landen met een hoge schuldenlast wordt aanbevolen de faciliteit voor herstel “te gebruiken om aanvullende investeringen ter ondersteuning van het herstel te financieren en tegelijk een prudent begrotingsbeleid te voeren”. Deze laatste aanbeveling geldt voor België, Frankrijk, Griekenland, Spanje, Italië en Portugal. Ook wordt aanbevolen dat alle lidstaten de nationaal

⁴ Zie voor een overzicht het Artikel “[The composition of public finances in the euro area](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2017.

⁵ Zie voor verdere bijzonderheden Paragraaf 6 van dit nummer van het Economisch Bulletin.

⁶ In plaats van gebruik te maken van de gangbare maatregelen voor het bepalen van de begrotingskoers, zoals die worden toegepast in Paragraaf 6 van dit nummer van het Economisch Bulletin, meet de Europese Commissie de begrotingskoers als de verandering in de primaire uitgaven (minus de discretionaire maatregelen aan de ontvangstenzijde en met uitzondering van crisisgerelateerde tijdelijke noodmaatregelen) met inbegrip van uitgaven die worden gefinancierd met subsidies uit hoofde van de faciliteit voor herstel en veerkracht en andere EU-fondsen. Hierbij wordt onder andere rekening gehouden met het feit dat subsidies uit hoofde van de faciliteit voor herstel en veerkracht, hoewel deze het tekort niet beïnvloeden, de economieën een impuls geven.

gefinancierde investeringen aanhouden, terwijl “tegelijkertijd de groei van de nationaal gefinancierde lopende uitgaven onder controle moet worden gehouden en voor lidstaten met een hoge schuldenlast beperkt moet blijven”. In het kader van een aanbeveling waarin het belang van de kwaliteit van de begrotingsmaatregelen voor een duurzaam en inclusief herstel wordt benadrukt, wordt ook opgeroepen om meer investeringen te doen om de potentiële groei te stimuleren, met name in de groene en de digitale transitie. Tot slot komt de Europese Commissie in haar beoordeling van de naleving door de lidstaten van de criteria voor het tekort en de schuld tot de conclusie dat 23 lidstaten niet aan het tekortcriterium voldoen en 13 lidstaten niet aan het schuld criterium. Toch is zij van mening dat “rekening houdend met de grote onzekerheid, de overeengekomen budgettaire beleidsrespons op de coronacrisis en de aanbevelingen van de Raad van 20 juli 2020” op dit moment geen besluit moet worden genomen over de vraag of er lidstaten onder de buitensporigtekortprocedure moeten worden geplaatst.

De begrotingsplannen voor de middellange termijn, zoals uiteengezet in de stabiliteitsprogramma's voor 2021, zijn door een hoge mate van onzekerheid omgeven. Deze onzekerheid houdt niet alleen verband met de ontwikkeling van de coronapandemie, maar ook met de mogelijk grote transformerende gevolgen van de faciliteit voor herstel en veerkracht voor het eurogebied. Daarom is het voor het eurogebied als geheel van belang dat het begrotingsbeleid voorlopig ondersteunend blijft, terwijl tegelijkertijd de houdbaarheid van de begroting wordt versterkt door middel van voldoende gerichte maatregelen en geleidelijk gedifferentieerd beleid op nationaal niveau.

Artikelen

1 Globalisation and its implications for inflation in advanced economies

Prepared by Maria Grazia Attinasi and Mirco Balatti

1 Introduction

The globalisation of inflation hypothesis argues that the factors influencing inflation dynamics are becoming increasingly global. In recent years, economists have started to reassess the predictive power of standard inflation models (e.g. the Phillips curve) and to increasingly look at global factors, including globalisation, as a possible explanation behind the reduced sensitivity of inflation to domestic determinants (the so-called globalisation of inflation hypothesis).¹ Accordingly, in addition to domestic measures of slack, standard models of inflation should account for the role of global factors over and beyond their impact via import prices.

The interest in the global determinants of inflation stems from the observed co-movement of inflation rates across advanced economies (AEs) amid the growing internationalisation of goods, services and financial markets. Average headline inflation rates in AEs have declined from around 10% in the 1970s to rates below 2% since 2014. However, the pace of globalisation has accelerated significantly since the early 1990s (Chart 1) with profound implications for the structure of the global economy. While the role of external factors (e.g. commodity prices) on inflation outcomes has been widely documented, it could also be argued that globalisation, by increasing the interconnectedness of the world economies, entails the propagation of shocks in one economy to other countries, thus influencing domestic macroeconomic outcomes. In this regard researchers have looked at the possibility that globalisation might affect inflation in a more fundamental way rather than just causing temporary shifts in the level of inflation.² More specifically, by changing the structure of the world economy, globalisation could alter the inflation formation process thus affecting the more persistent component of inflation across AEs.

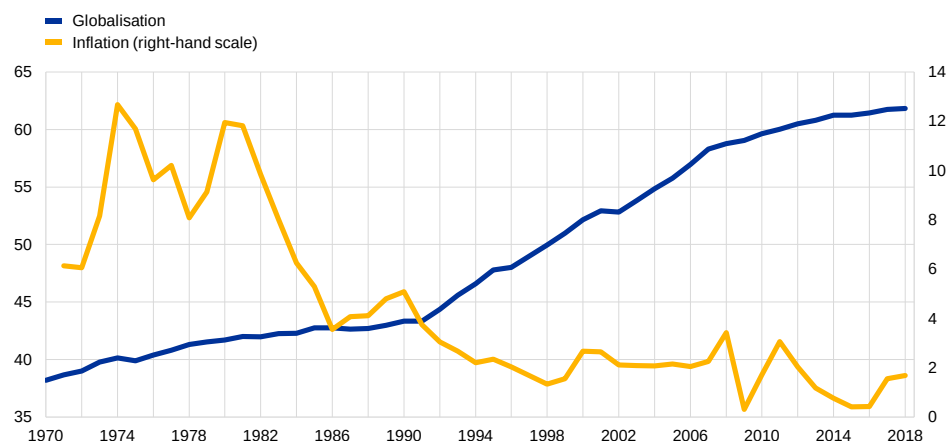
¹ See Auer, R., Borio, C. and Filardo, A., "The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains", *BIS Working Papers*, No 602, Bank for International Settlements, January 2017.

² See Forbes, K., "Has globalization changed the inflation process?", *BIS Working Papers*, No 791, Bank for International Settlements, June 2019.

Chart 1

Median inflation rates in advanced economies and the KOF Globalisation Index

(left-hand scale: index; right-hand scale: annual percentage changes)



Sources: ECB staff calculations, KOF Swiss Economic Institute and national sources.
Note: Headline median inflation of 22 OECD countries and the KOF Globalisation Index.

This article reviews recent inflation developments across AEs and the channels through which globalisation can feed into the more persistent component of inflation. The question is relevant from a monetary policy perspective. If the impact of globalisation on inflation is found to be only transitory, then the monetary authority should “look through” it. If, instead, globalisation entails a change in price and wage-setting behaviour, it would feed into the more persistent component of inflation, with direct implications for the conduct of monetary policy. The focus of this article is on medium-term inflation developments, measured as a smoothed average of core inflation in order to exclude the more volatile sub-components (such as oil and food prices) and referred to as the more persistent component of inflation. The article finds that three elements of globalisation appear to be linked to a lower persistent inflation: trade integration, informational globalisation and global value chain participation. However, available estimates suggest that this effect is economically small, and the article concludes that globalisation does not appear to be a key determinant of the synchronisation and decline in inflation rates observed across AEs. Looking ahead a reversal (or further slowdown) of globalisation trends could provide only limited tailwinds for inflation trends.

2 Inflation in advanced economies: historical developments and common drivers

Cyclical shocks may cause temporary deviations of inflation from the central bank’s objective. In the pursuit of their price stability mandate, central banks aim at a low and stable rate of inflation over the medium to long term. This amounts to setting a quantitative target (or objective) for the annual rate of change in the price

level, which usually corresponds to 2%.³ As headline inflation comprises a broad-based basket of goods and services, movements in the more volatile inflation components, such as commodity and food prices, influence inflation temporarily. These short-term changes are usually looked through by the monetary authority,⁴ which relies on measures of underlying inflation to have a more accurate signal of medium-term inflationary pressures.⁵

Inflation outcomes may also be influenced by structural forces reflecting, for example, changes in the structure of the economy stemming from both domestic and external factors (e.g. increasing trade integration). Given their gradual and persistent character, these changes could feed into the more persistent component of inflation thus potentially interfering with the medium-term price stability objective. Central banks would then tend to react in order to insulate inflation outcomes from this type of perturbation. However, since in recent years interest rates have been nearing the lower bound in many countries, a fundamental consideration, which is outside the scope of this article, is whether the monetary policy space available to neutralise the persistent influence of structural forces on inflation is diminished.

Over the past half-century, average inflation rates across AEs have displayed increasing co-movement amid declining volatility. Since the early 1970s and until the mid-1980s, inflation rates in several AEs rose to levels exceeding 10% (Chart 2), with the exception of Germany and Switzerland.⁶ Inflation rates started to decline and to stabilise at lower levels in the late 1980s amid a shift in several central banks towards a more aggressive monetary policy stance. Since the early 1990s both the headline and the more persistent component of inflation started to decline gradually, along with reduced dispersion across AEs (Chart 2). In the decade after the global financial crisis (GFC), inflation rates have been trending further down along with a marked decline in volatility. During this period, characterised by low inflation and low

³ The ECB Governing Council has adopted a quantitative definition of price stability according to which it aims to maintain inflation rates below, but close to, 2% over the medium term. The inflation rate is measured as the year-on-year change in the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP). For the United States, the Federal Open Market Committee (FOMC) judges that an inflation rate of 2% over the longer term, as measured by the annual change in the price index for personal consumption expenditures, is most consistent with the Federal Reserve's mandate to maintain price stability.

⁴ However, movements in oil and commodity prices can have a more lasting impact on inflation, thus becoming relevant for monetary policy if they feed into core inflation over the medium term. In this regard it is always necessary to conduct a careful analysis of the underlying factors driving commodity prices in order to assess the implications for medium-term price stability and to determine the appropriate monetary policy response to changes in commodity prices. See also the article entitled "[Commodity prices and their role in assessing euro area growth and inflation](#)", *Monthly Bulletin*, ECB, October 2013.

⁵ Measures of underlying inflation aim to remove the "noise" and to capture the (unobservable) persistent component of inflation. See the article entitled "[Measures of underlying inflation for the euro area](#)", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2018. The article discusses three categories of underlying inflation measures: i) permanent exclusion measures, which permanently remove certain volatile sub-components (e.g. oil prices) that have little relevance for medium-term inflation as they are less persistent; ii) temporary exclusion measures, which rely on trimmed means or weighted medians of inflation; and iii) frequency exclusion measures, which aim to filter out the transitory component of all HICP sub-items and retain only the persistent ones. The measure of persistent inflation used in this article is a hybrid of category one and three.

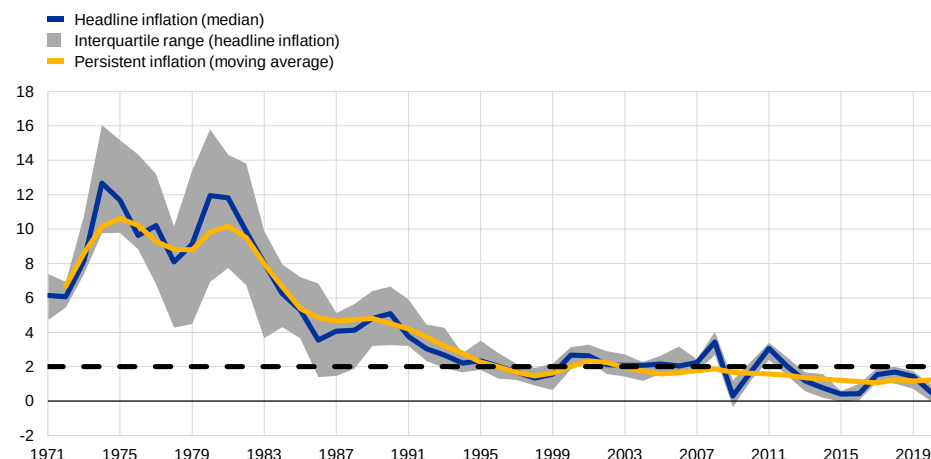
⁶ See the article entitled "[The 'Great Inflation': Lessons for monetary policy](#)", *Monthly Bulletin*, ECB, May 2010.

interest rates, economists and policymakers have been confronted with a “missing inflation” puzzle.

Chart 2

Headline and persistent inflation in advanced economies

(annual percentage changes)



Sources: national sources and ECB staff calculations.

Notes: The chart consists of data for a panel of 22 OECD countries. Persistent inflation is computed as a three-year centred moving average of median core inflation rates. The latest observation is for 2020.

The increasing synchronisation of inflation rates across countries reflects the influence of common factors, as widely documented in the literature. Ciccarelli and Mojon⁷ document the large co-movement in headline inflation rates in OECD countries and show that global inflation accounts for about 70% of the cross-country variance of inflation. The authors find that the inclusion of global inflation consistently improves domestic inflation forecasts. In a similar vein, Mumtaz and Surico⁸ find that the importance of the global factor was more prominent until the mid-1970s, while it declined thereafter.⁹

International inflation co-movements may be explained by factors such as common shocks, the evolution of the monetary policy regime and structural changes. These factors affect inflation outcomes in different ways with different implications from a monetary policy perspective.

First, common shocks, of which fluctuations in oil and non-oil commodity prices are a typical example, are a global source of headline inflation volatility.

⁷ Ciccarelli, M. and Mojon, B., “Global Inflation”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 92, No 3, August 2010, pp. 524-535. The authors develop three alternative measures of global inflation: a cross-country average of inflation rates, the aggregate OECD inflation and a measure based on static factor analysis.

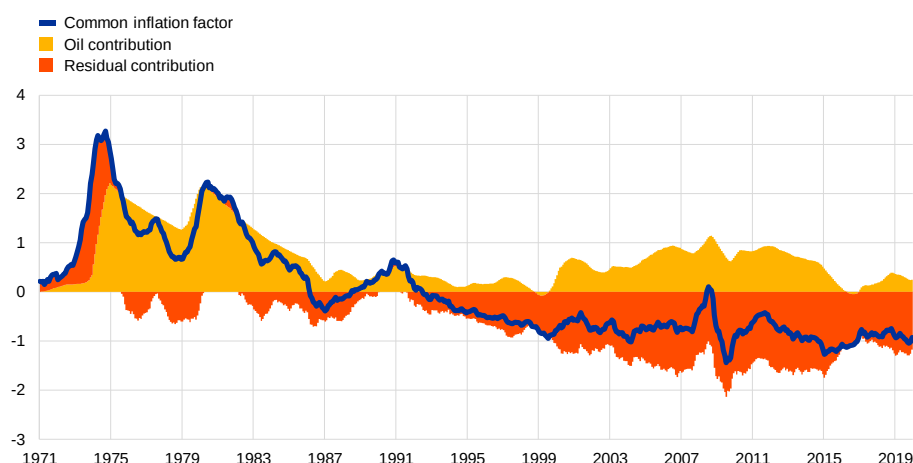
⁸ Mumtaz, H. and Surico, P., “Evolving International Inflation Dynamics: World and Country-specific Factors”, *Journal of the European Economic Association*, Vol. 10, No 4, August 2012, pp. 716-734.

⁹ Taking a longer historical perspective, Gerlach and Stuart analyse data from the 1850s and argue that the role of international inflation on domestic prices, excluding the “Great Inflation” period, has remained remarkably stable over time. See Gerlach, S. and Stuart, R., “International Co-Movements of Inflation, 1851-1913”, *CEPR Discussion Paper*, No DP15914, March 2021.

As argued by Lane,¹⁰ since central banks tend to stabilise medium-term inflation without fully insulating inflation outcomes from the impact of these (largely temporary) shocks, the latter may account for strong co-movements in the deviation of national inflation rates from their medium-term target (or objective). Chart 3 depicts the evolution of the estimated (unobserved) common factor in headline inflation across countries and the estimated contribution of oil prices since the early 1970s. The chart illustrates that fluctuations in oil prices played a significant role in explaining the international co-movement in inflation during the 1970s, but since the late 1980s their importance started to diminish thus pointing to a role also for other factors.¹¹

Chart 3
Global inflation and commodities

(standardised annual percentage changes; percentage point contributions)



Sources: national sources and ECB staff calculations.

Notes: The common factor is demeaned. The estimation sample runs from January 1971 to December 2019. The blue line reflects the zero mean common factor in global inflation as derived by replicating the principal component approach of Ciccarelli and Mojon (op. cit.) for a sample of 34 advanced and emerging economies. The yellow bars reflect the contributions of oil prices derived as in Yellen, J.L., "Inflation Dynamics and Monetary Policy", speech delivered at the Philip Gamble Memorial Lecture, University of Massachusetts, Amherst, 24 September 2015. The coefficients are estimated by a linear regression of the common factor on oil prices. The red bars are the residual contributions.

Second, the shift to inflation-targeting regimes played an important role in the convergence of inflation outcomes towards low and stable levels across AEs.

The early 1990s marked a shift in the monetary policy conduct of several AE central banks towards an inflation-targeting regime aimed at taming persistently high inflation rates and anchoring inflation expectations (Table 1).¹² The pursuit of low

¹⁰ Lane, P. R., "International inflation co-movements", speech delivered at the Inflation: Drivers and Dynamics 2020 Online Conference, Federal Reserve Bank of Cleveland/European Central Bank, 22 May 2020.

¹¹ The relatively diminished contribution of oil prices to the common inflation component is confirmed also when the relationship is estimated starting from the early 1990s, or when including food prices or when month-on-month changes are employed. Lane, *ibid.*, points out that the transmission of fluctuations in commodity prices to domestic inflation is, however, neither automatic nor uniform across countries. With an independent monetary policy regime, hence flexible exchange rates, there is no deterministic relationship between international relative price movements and overall inflation rates. For example, while the oil price is globally quoted in US dollars, the pattern of movements in the USD/EUR exchange rate has meant that the oil price in euro has been much less volatile than the oil price in US dollars.

¹² During this period many monetary authorities shifted towards an inflation-targeting regime, either explicitly or implicitly, in a trend that has been referred to as the "globalisation of central banking". See Arrigoni, S., Beck, R., Ca' Zorzi, M. and Stracca, L., "Globalisation: What's at stake for central banks", VoxEU, February 2020.

and stable inflation benefited from a higher level of central bank independence as the consensus around a reduction of political pressure in the conduct of monetary policy emerged.¹³ The successful taming of inflation under inflation-targeting frameworks until 2007 was tested by the GFC.¹⁴ Inflation rates remained subdued and interest rates approached the effective lower bound (Chart 4) thereby constraining the available monetary policy space to bring inflation back to target.

Table 1
Monetary policy frameworks in advanced economies

Country	Central bank	Policy framework	Definition of inflation target/objective	Target/Objective point/range	Reference price index	Commodity exporter
Australia	Reserve Bank of Australia	Inflation targeting	1996	2-3	CPI	Yes
Canada	Bank of Canada	Inflation targeting	1991	2 (1-3)	CPI	Yes
Switzerland	Swiss National Bank	Other	1999	0-2	CPI	
Euro area	European Central Bank	Price stability	1998	Below, but close to, 2%	HICP	
United Kingdom	Bank of England	Inflation targeting	1992	2 (1-3)	CPI	
Japan	Bank of Japan	Inflation targeting	2013	2	CPI	
South Korea	Bank of Korea	Inflation targeting	1998	2	CPI	
Norway	Norges Bank	Inflation targeting	2001	2	CPI	Yes
New Zealand	Reserve Bank of New Zealand	Inflation targeting	1989	2 (1-3)	CPI	Yes
Sweden	Sveriges Riksbank	Inflation targeting	1993	2	CPI	
United States	Federal Reserve System	Other	2012	2	PCE	

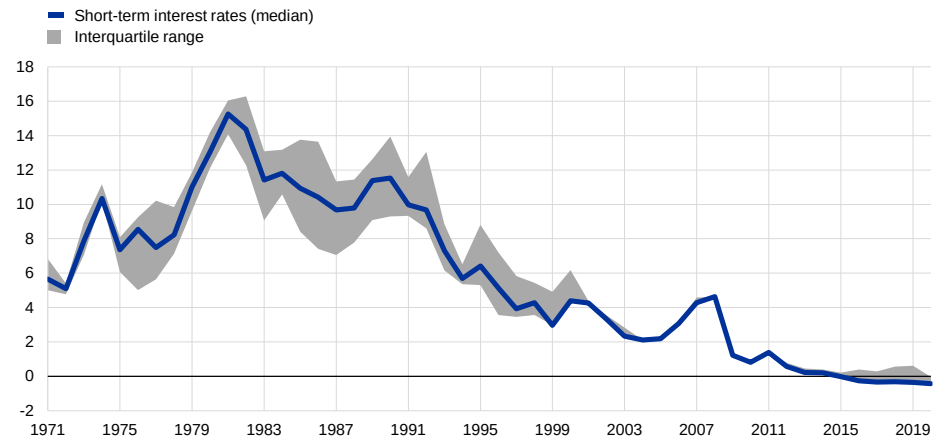
Sources: Balatti, M., "Inflation volatility in small and large advanced open economies", *Working Paper Series*, No 2448, ECB, 2020 and *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2019*, International Monetary Fund, August, 2020.
Notes: Adapted from Balatti and IMF, the table includes 11 advanced economies with explicit inflation or price stability objectives. CPI is the Consumer Price Index, HICP is the Harmonised Index of Consumer Prices and PCE is the Personal Consumption Expenditures Price Index.

¹³ In this context, the adoption of explicit inflation targets, promoted accountability and constrained discretionary policy thus counterbalancing the flexibility stemming from greater independence. See Dall'Orto Mas, R. et al., "The case for central bank independence", *Occasional Paper Series*, No 248, ECB, 2020.

¹⁴ Rogoff, K., "Globalization and global disinflation", *Economic Review*, Vol. 88, Issue Q IV, 2003, pp. 45-78; Williams, J.C., "Inflation Targeting and the Global Financial Crisis: Successes and Challenges", Federal Reserve Bank of San Francisco, October 2014.

Chart 4**Interest rates in advanced economies**

(percentages)



Sources: national sources and ECB staff calculations.

Notes: The chart consists of data for a panel of 22 OECD countries. Interest rates on three-month maturity contracts are used as proxies of the short-term rates. In the period after the creation of the euro area, the interquartile range of interest rates is mechanically affected by the fact that some countries within the sample share the same monetary policy.

Third, structural changes in the economy can influence inflation dynamics by feeding into the more persistent component of inflation. The structure of the economy matters for inflation outcomes because it determines price and wage-setting dynamics. Changes in the structure of the economy fall broadly into two main categories.¹⁵ First, changes that are domestic in nature but affect national economies in similar ways, thus resulting in a common inflation pattern across countries. Demographic changes are one example of this type of structural change and may influence inflation through multiple channels.¹⁶ Second, changes of a global nature that increase the interdependence of the world economies, of which the economic and financial globalisation that has taken hold since the 1990s is certainly the most notable example.

The influence of globalisation on inflation outcomes has been widely debated by policymakers and academics alike. In a standard Phillips curve framework,¹⁷ external forces (e.g. foreign demand, foreign prices) feed on inflation via pressures on domestic slack and/or via import prices of final goods or intermediate goods. Moreover, as trade integration mainly influences the price of tradable goods relative to non-tradable goods the impact on average inflation rates over the medium term is

¹⁵ Lane, op. cit.

¹⁶ See Lis, E., Nickel, C. and Papetti, A., “Demographics and inflation in the euro area: a two-sector new Keynesian perspective”, *Working Paper Series*, No 2382, ECB, March 2020. Population ageing may affect inflation via shrinking labour force participation and productivity, but also by contributing to the trend decline in the equilibrium interest rate. However, a full assessment of the channels of domestic changes in the structure of the economy is beyond the scope of this article.

¹⁷ Inflation dynamics are typically modelled in terms of a Phillips curve – formulated as an inverse relationship over the short to medium term between the rate of inflation and the cyclical position of the domestic economy. During periods of economic expansion, declining economic slack (e.g. low unemployment) puts upward pressure on prices via rising wages, as they are passed on by businesses to consumers. Empirical estimates of the Phillips curve rely on measures of labour market slack, and control, among other variables, for the role of inflation expectations, oil prices and the exchange rate. Given its good empirical properties, the Phillips curve has become the workhorse model used in many central banks to analyse and forecast developments in both headline and core inflation.

thought to be limited. Arguments in support of a more direct role of foreign factors in explaining inflation fluctuations have been growing,¹⁸ calling to augment traditional Phillips curve models with measures of global slack. At the same time, the transformational role of globalisation for the world economy has been increasingly acknowledged. Global economic integration in its various dimensions (e.g. labour, trade in final and intermediate products) may act as a persistent and positive supply shock leading to sustained disinflationary pressures, thus shifting the Phillips curve downwards. But it may also affect the market structure by increasing competition within many markets, thus causing structural changes that would influence the inflation process, possibly flattening the Phillips curve.¹⁹

3 Globalisation: main features and transmission channels to inflation

Globalisation, in its multidimensional character, has shaped the world economy in a fundamental way. Albeit on an upward trend since the 1970s, globalisation gathered speed in the 1990s, entering a period of “hyper-globalisation”²⁰ which led to the progressive reduction of (cross-border) frictions to the flow of people, capital, goods, services, information and knowledge. Globalisation stalled after the GFC owing to a slowdown in the speed of economic integration. This slowdown reflected compositional effects stemming from the increasing weight of emerging market economies (EMEs) in global economic activity, as these economies have a lower trade intensity; a moderation in global value chain (GVC) expansion which partly pre-dated the GFC; and diminishing support from trade finance.²¹

Trade integration and the increasing fragmentation of production in vertically integrated supply chains have been a landmark feature of globalisation. Trade intensity, measured as the share of world imports of goods and services to GDP, has increased from 30% in 1980 to more than 50% in 2008 and has broadly stabilised around this level since. Trade integration was spurred by the trade liberalisation efforts (i.e. bilateral and multilateral free trade agreements) which resulted in an unprecedented decline in average tariff rates (Chart 5, panel a)) as well as lower taxes and regulations. At the same time, advances in information and transportation technologies and falling trade barriers enabled the fragmentation of production processes along supply chains (GVCs) located in different countries. GVC integration resulted in a sharp increase in trade in intermediate goods which are used as inputs of production. From 1995 to 2007, GVC-related trade rose from

¹⁸ See Borio, C. and Filardo, A., “Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation”, *BIS Working Papers*, No 227, Bank for International Settlements, May 2007. For a more recent analysis see Auer, Borio and Filardo, op. cit. who have also focused on the global and domestic drivers of inflation. See Section 4 of this article for a more in-depth review.

¹⁹ Carney, M., “Inflation in a globalised world”, remarks at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 29 August 2015; and Carney, M., “[De]Globalisation and inflation”, speech delivered at the IMF Michel Camdessus Central Banking Lecture, September 2017.

²⁰ Rodrik, D., *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy*, WW Norton, 2011.

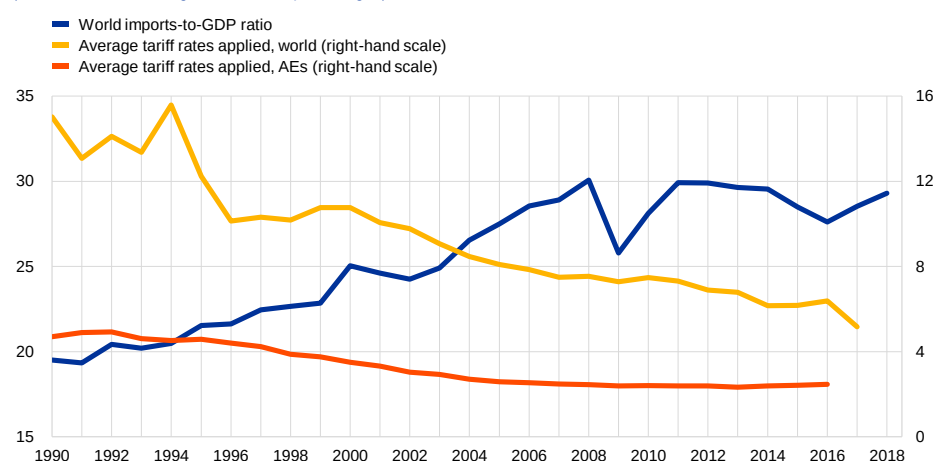
²¹ IRC Trade Task Force, “[Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?](#)”, *Occasional Paper Series*, No 178, ECB, September 2016.

around 25% to 40% of global exports and plateaued since the GFC (Chart 5, panel b), red line).²² The increase in GVC participation is closely linked to the growing integration of EMEs in global production processes, particularly the unprecedented rise of China whose share in global GDP has increased from about 5% in 1993 to 19% in 2019.

Chart 5
Trade globalisation

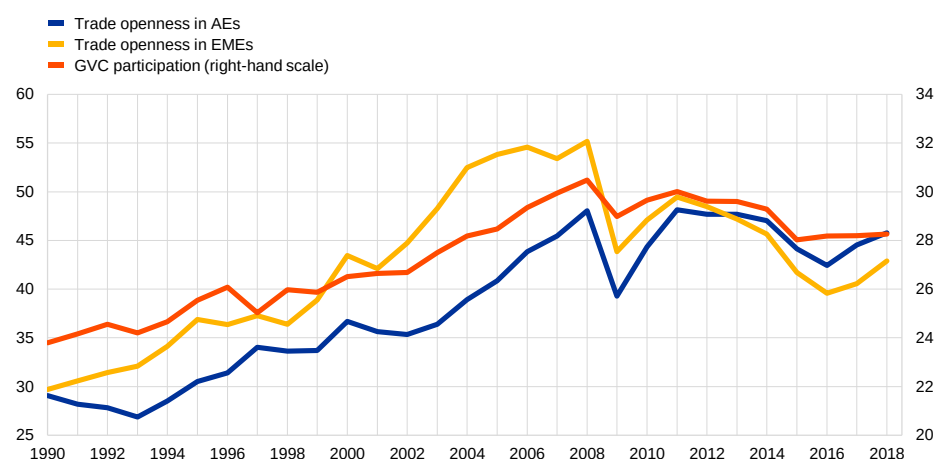
a) Trade intensity and tariff rates

(left-hand scale: ratio; right-hand scale: percentages)



b) Trade openness and global value chain participation

(ratio)



Sources: OECD TiVA, IMF, World Bank (World Development Indicators) and ECB staff calculations.

Notes: Ratio of nominal imports to GDP. The average tariff rate applied is the unweighted average of effectively applied rates for all products subject to tariffs calculated for all traded goods in percentage terms. Trade openness is calculated as the sum of imports and exports relative to GDP. GVC participation is calculated as the ratio of GVC-related trade to gross exports. GVC-related trade is defined as the value added that has crossed at least two national borders (Borin and Mancini, op. cit.). Values between 2016 and 2018 are based on ECB estimates.

Trade globalisation may affect inflation in AEs by influencing the price and wage-setting mechanism. Increasing trade integration and greater participation of

²² GVC-related trade is measured as the share of traded intermediate goods in total global exports that cross at least two national borders (see Borin, A. and Mancini, M., "Follow the value added: tracking bilateral relations in global value chains", MPRA Paper, No 82692, University Library of Munich, November 2017).

low-cost producers in global production has a direct disinflationary effect. This effect works via lower imported inflation,²³ but also via decreasing the average mark-ups of domestic firms in the face of tougher foreign competition.²⁴ As a result, less productive firms could exit the market, further lowering cost pressures.²⁵

Participation in GVCs can further contribute to the disinflationary effects, and it is associated with more synchronised inflation dynamics across AEs.²⁶ Andrews et al.²⁷ find that for AEs the rise in GVC participation has pushed producer price index (PPI) inflation down by 0.15 percentage points on average. GVC participation contributes to lower inflation by exerting downward pressures on unit labour costs (by raising productivity and reducing wage growth) in the importing country, especially when low-wage countries are integrated in supply chains.

Globalisation has also had pervasive effects on labour markets – eroding the bargaining power of workers in AEs and further moderating production costs.

On the one hand, increased trade integration has enabled a geographical shift of the centres of production towards large EMEs characterised by an abundance of low-cost labour for manufacturing goods. In this regard notable examples are the re-integration of central, eastern and south-eastern European countries into the market economy after 1990 and the integration of China in the world economy in the early 2000s, which both constituted an unprecedented increase in global labour supply. Many workers moved within countries from rural areas to cities. In China, for example, the trend in rural to urban migration is closely linked to this integration and has allowed for a decades-long expansion of export capacity without a concomitant increase in the cost of production.²⁸ On the other hand, by facilitating international migration flows towards AEs, globalisation has influenced the relationship between unemployment and the wage-setting behaviour of the hosting country. In the presence of a strong rise in migration inflows, heterogeneous labour supply elasticities between native and immigrant workers lower the marginal labour costs and put downward pressure on inflation.²⁹

²³ This direct effect is usually captured via import prices, and it may result in a lasting disinflationary effect only to the extent that foreign prices are systematically lower than domestic prices. For the case of France, Carluccio et al. show that the differential between France export prices (which proxy for the price level of domestically produced goods) and the import prices of low wage countries (e.g. China and the countries that joined the EU in or after 2004) was large over the period 1994-2014 and it has only slightly declined over time. See Carluccio, J., Gautier, E. and Guilloux-Nefussi, S., "Dissecting the Impact of Imports from Low-Wage Countries on French Consumer Prices", *Banque de France Working Papers*, No 672, April 2018.

²⁴ Melitz, M. and Ottaviano, G., "Market size, Trade, and Productivity", *Review of Economic Studies*, Vol. 75, Issue 1, 2008, pp. 295-316.

²⁵ Guerrieri, L., Gust, C. and López-Salido, J.D., "International competition and inflation: a New Keynesian perspective", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 2, No 4, 2010, pp. 247-80; Amiti, M., Itskhoki, O. and Konings, J., "International Shocks, Variable Markups and Domestic Prices", *Review of Economic Studies*, Vol. 86(6), November 2019, pp. 2356-2402.

²⁶ See de Soyres, F. and Franco, S., "Inflation Dynamics and Global Value Chains", *Policy Research Working Paper*, No 9090, World Bank, 2019.

²⁷ Andrews, D., Gal, P. and Witheridge, W., "A genie in a bottle? Globalisation, Competition and Inflation?", *OECD Economics Department Working Papers*, No 1462, 2018.

²⁸ For an extensive analysis on the role of China for inflation dynamics in advanced economies, see Gern, K.-J. et al., "Higher inflation in China: Risks for Inflation and Output in Advanced Economies", *Kiel Policy Briefs*, No 36, Kiel Institute for the World Economy, October 2011.

²⁹ Bentolila, S., Dolado, J.J. and Jimeno, J.F., "Does immigration affect the Phillips curve? Some evidence for Spain", *European Economic Review*, Vol. 52, No 8, 2008, pp. 1398-1423.

Informational globalisation and digitalisation are two other dimensions of global integration which have been increasing across AEs since 1990.

The technological advancements of the last decades have led to a sharp increase in the flow of information and communication across AEs. While these flows are very difficult to measure, the KOF Swiss Economic Institute produces some indicators.³⁰ The KOF Informational Globalisation (de jure) Index³¹ refers to the ability to share information across countries and is measured by internet access and press freedom. While this measure has been trending upward since 1970, the de facto dimension of the KOF Informational Globalisation Index, measured by used internet bandwidth, international patents and technology export increased strikingly after the GFC. Both measures have plateaued in the last few years.

Digitalisation-driven integration has changed the pricing behaviour of large retailers at a global scale.

The advent of algorithmic pricing technologies, easily transferable across countries and firms, and the transparency of the internet have enlarged geographical horizons for consumers, and reinforced globalisation trends via lower search costs for consumers and improved efficiency and productivity for producers. The enhanced competitive behaviour of firms increases the geographical correlation of price changes and tends to dampen price increases.³² Firms in some industries update their prices more frequently than in previous decades, although the extent to which dynamic pricing affects the flexibility of reference prices, hence the slope of the Phillips curve, remains unclear. For the United States there is evidence that goods prices have become significantly more uniform across retailers, suggesting higher strategic complementarities in the price-setting behaviour of firms (i.e. a high sensitivity to competitors' prices)³³ whereas for some euro area countries early evidence points to less uniform pricing than in the United States.

The rise of “superstar firms”, many of which operate in the technology sector, has an ambiguous impact on price setting.

Highly productive “superstar firms” have rapidly increased their market share, allowing firms with superior quality products, lower marginal costs or greater innovation ability to reap disproportionate rewards relative to previous eras.³⁴ This trend is likely to have influenced the evolution of prices over time, but the direction of the impact remains ambiguous. On the one hand, such firms can leverage the higher productivity to lower prices and maximise their market share. So long as this results in an increasing degree of competition, mark-ups and prices would be dampened further, flattening underlying inflation. On the other hand, if globalisation channels sales towards the most productive firms in each industry, product market concentration would rise, and competition would fall. Depending on the contestability of the market, monopolistic

³⁰ Gygli, S., Haelg, F., Potrafke, N. and Sturm, J.-E., “The KOF Globalisation Index – revisited”, *The Review of International Organizations*, Vol. 14(3), 2019, pp. 543-574.

³¹ Dreher, A., “Does Globalization Affect Growth? Evidence from a new Index of Globalization”, *Applied Economics*, Vol. 38(10), 2006, pp. 1091-1110.

³² Cavallo, A., “Scraped Data and Sticky Prices”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 100, No 1, 2018, pp. 105-119.

³³ Belz, S., Wessel, D. and Yellen, J., “What's (Not) Up With Inflation?”, The Brookings Institution, January 2020.

³⁴ Autor, D., Dorn, D., Katz, L.F., Patterson, C. and Van Reenen, J., “The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 135, Issue 2, 2020, pp. 645-709.

and oligopolistic market power would allow firms to increase mark-ups with a consequent impact on price setting.

4 The impact of globalisation on inflation in advanced economies

Empirical evidence on how global slack influences the response of inflation to domestic cyclical conditions is mixed. The early literature on the disinflationary effects of globalisation mostly focused on measures of global slack. Borio and Filardo³⁵ find that the inclusion of global slack (i.e. a weighted average of international output gaps) adds considerable explanatory power to traditional benchmark inflation rate equations, thus explaining cyclical fluctuations in inflation across AEs. Lodge and Mikolajun³⁶ augment a Phillips curve for a panel of AEs with measures of both global slack and global inflation and find little evidence that global slack drives domestic inflation.³⁷ Global inflation is found to have had a more prominent role during the 1970s and 1980s (i.e. the Great Inflation period) but lost significance during periods of more stable inflation rates. Bianchi and Civelli³⁸ find that global slack affects inflation dynamics and that globalisation, measured in terms of trade and financial openness, is positively related to the effects of global slack on inflation. However, the authors conclude that "... the effects of globalization require substantially large changes in the degree of openness in order to be economically significant". The analysis presented in Box 1 confirms that in the case of central and eastern European EU countries their increasing integration in the world economy since the early 2000s has weakened the responsiveness of consumer price inflation to domestic conditions, though the effect is quantitatively small. This impact is more pronounced in the manufacturing sector given a higher GVC integration, hence higher exposure to international competition and strategic complementarities. Certain aspects of digitalisation (e.g. the use of internet for e-commerce) are also found to weaken the correlation between inflation and domestic cyclical conditions.

Evidence on the impact of globalisation on persistent inflation is limited and points, at best, to an economically small impact. Forbes³⁹ analyses the impact of global variables on inflation dynamics and finds that while there is a positive correlation between measures of global slack and cyclical inflation, the impact on the more persistent component of inflation is not significant. Likewise, Kamber and Wong⁴⁰ study the role of foreign shocks in driving inflation outcomes and find evidence of a sizeable influence on inflation gaps, while the impact on the permanent

³⁵ Borio, C. and Filardo, A., op. cit.

³⁶ Mikolajun, I. and Lodge, D., "Advanced economy inflation: the role of global factors", *Working Paper Series*, No 1948, ECB, August 2016.

³⁷ See the article entitled "Domestic and global drivers of inflation in the euro area", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2017, which finds only limited support for including measures of global slack and measures of integration in GVCs in Phillips curve analyses when studying inflation in the euro area.

³⁸ Bianchi, F. and Civelli, A., "Globalization and inflation: Evidence from a time-varying VAR", *Review of Economic Dynamics*, Vol. 18, Issue 2, 2015, pp. 406-433.

³⁹ See Forbes, K., "Has globalization changed the inflation process?", op. cit.

⁴⁰ Kamber, G. and Wong, B., "Global factors and trend inflation", *Journal of International Economics*, Vol. 122, 2020.

component is small. The negative but relatively small correlation between globalisation and the persistent component of inflation is confirmed in the analysis presented in Box 2.

Three elements of globalisation are found to be inversely related to the persistent component of inflation across AEs: trade integration, informational globalisation and GVC participation. The broad perspective on globalisation presented in this article and employed in the empirical analysis in Box 2 allows a comprehensive investigation of how globalisation can influence inflation dynamics. The findings point to the presence of compositional effects as globalisation, in its various dimensions, appears to act as a disinflationary force in the case of goods inflation, but not for services inflation. This suggests that the sharpest movements in overall inflation, which took place in the 1990s and then again after the GFC, are possibly linked to other factors, such as shifts in monetary policy regimes, falling inflation expectations and lower wage indexation. The findings are in line with the literature and hold for the cross-section of AEs analysed as well as for the euro area. Therefore this article concurs with Forbes,⁴¹ who finds that “global variables ... have limited ability to improve our understanding of the dynamics of the underlying slow-moving trend in inflation, and they do not appear to have become more important over the last decade”. A direct implication is that while standard inflation frameworks can be augmented to account for the role of global factors, they should not be fully replaced. This is consistent with the evidence that the major plunge in inflation rates across AEs and its persistent component started in the 1980s, when globalisation was still latent and digitalisation was low, and it came to a halt around the mid-1990s, when China had not yet joined the World Trade Organization (WTO) (see Chart 2). The analysis in Box 2 further shows that the fall in inflation rates that occurred in the 1990s was synchronised across goods and services. As the latter are expected to have been relatively unaffected by cross-border integration, it can be concluded that while globalisation likely pushed down a little further the persistent component of inflation it seems unlikely to have been the main force behind its decline.

Box 1

Globalisation and the Phillips curve in central and eastern European EU countries

Prepared by Tina Zumer and Francesco Chiacchio

This box examines the responsiveness of consumer prices to domestic conditions in central and eastern European EU countries and whether their correlation is affected by two measures of globalisation: trade openness and participation in global value chains (GVCs). In the homogeneous group of 11 central and eastern European (CEE) EU countries, which includes five euro area countries (Estonia, Latvia, Lithuania, Slovenia and Slovakia) and six other EU Member States (Bulgaria, the Czech Republic, Croatia, Hungary, Poland and Romania), a standard representation of a hybrid new Keynesian Phillips curve is estimated, proxying marginal costs with economic slack and using quarterly data over 2001-2019. During this period, the CEE EU countries maintained a high level of openness and were relatively more integrated in global production chains than the euro

⁴¹ Forbes, K., “Inflation Dynamics: Dead, Dormant, or Determined Abroad?”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2019, pp. 257-338.

area as well as most advanced economies (AEs).⁴² The estimations are carried out by regressing the quarter-on-quarter change of the HICP excluding energy and food on the unemployment gap, past inflation and the two lags of the import deflator.⁴³ To investigate whether globalisation affects the slope of the Phillips curve, the coefficient of the unemployment gap is interacted with measures of trade openness and integration in cross-border supply chains.⁴⁴

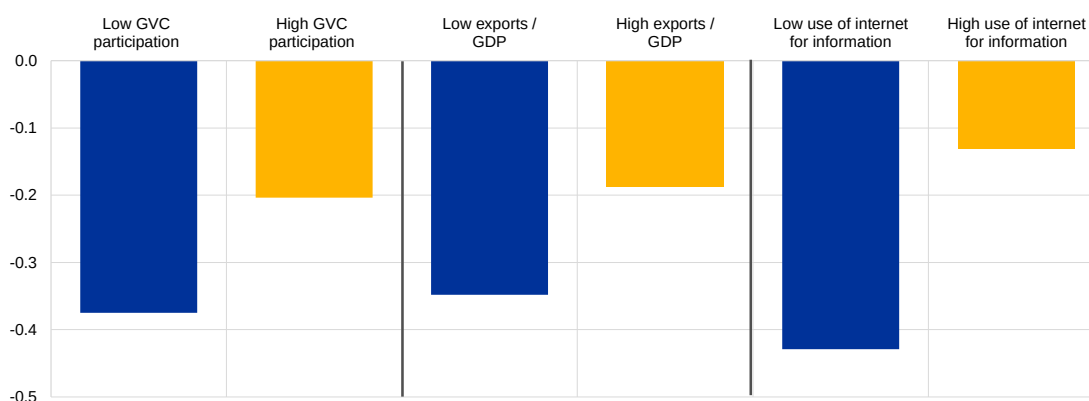
Globalisation may not only affect inflation levels but also change the price-setting behaviour of firms and thus the way inflation responds to domestic conditions, though its overall effect is a priori ambiguous. Rising exposure to global competition may limit the scope for firms to pass domestic costs on to consumers in order not to lose competitiveness or market share. However, greater integration and openness to trade can affect market concentration and favour larger and more productive players that are relatively more protective of mark-ups. The findings of this box, while not making causal statements, support the argument that rising exposure to global competition may overall limit the scope for firms to pass their costs on to consumers.

For the panel of CEE EU countries, a high dependence on export markets and high GVC participation are associated with a lower correlation of inflation with the domestic business cycle (Chart A, left-hand and middle panels). The estimated coefficients turn out significantly lower for observations with relatively higher GVC participation and trade openness (Chart A, yellow bars). However, as the country-specific time-variation in GVC participation is smaller than the cross-country variation (which drives the estimated coefficients shown in Chart A), it is likely that the contribution of GVC participation in lowering the correlation between activity and prices for individual countries is plausibly small.⁴⁵

Chart A

Global factors affecting the slope of price Phillips curves in CEE EU countries

(estimated coefficients of the unemployment gap)



⁴² See, for example, the article entitled “[The impact of global value chains on the macroeconomic analysis of the euro area](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2017.

⁴³ The dependent variable is the annualised quarter-on-quarter growth rate of underlying inflation, while the import deflator is taken in year-on-year growth rates. Regressions also include a rich set of fixed effects accounting for a country's macroeconomic cycle and idiosyncratic shocks affecting all countries.

⁴⁴ Trade openness is computed as gross exports of goods and services as a percentage of GDP. GVC participation is measured as the share of GVC-related trade in total gross exports (Borin and Mancini, op. cit.), where GVC-related trade is defined as the sum of exported domestic value added that is re-exported by a direct importer (forward GVC trade) and foreign value added embedded in own exports (backward GVC trade). For a better interpretation of interaction terms, levels of GVC participation and openness are expressed as dummies equal to 1 if the underlying observation is higher than that of the panel long-term median.

⁴⁵ This resonates with the cross-sectional analysis in Bianchi and Civelli, op. cit.

Sources: Eurostat, ECB, World Input-Output Database, and authors' calculations.

Notes: Results from a reduced form-estimation of a Phillips curve in a panel of 11 countries over 2001-2019, where the lagged unemployment gap is interacted with a dummy equal to 1 if the underlying value of GVC participation, exports of goods and services as a percentage of GDP, or the percentage of individuals finding information about goods and services online is higher than that of the panel long-term median. The dependent variable is the annualised quarter-on-quarter growth rate of underlying inflation. Other controls include lagged inflation, the two lags of the import deflator, as well as country-period and year fixed effects. Coefficients of interaction terms are statistically significant. GVC participation is computed as the share of GVC-related trade in total gross exports (Borin and Mancini, op. cit.), where GVC-related trade is defined as the sum of exported domestic value added that is re-exported by a direct importer (forward GVC trade) and foreign value added embedded in own exports (backward GVC trade). The sample for GVC participation ends in 2016, with values for 2015 and 2016 based on authors' estimates. Digitalisation data are broadly available from 2004.

Certain aspects of digitalisation that enhance global integration are also found to weaken the correlation between underlying inflation and domestic conditions in CEE EU countries. Adapting the previous analysis, similar results are obtained using measures of informational globalisation (e.g. the use of internet for e-commerce or for finding information about goods and services; Chart A, right-hand panel). These variables capture technological developments fostering the cross-border flow of information or lowering entry costs into global markets that may affect business dynamism, competition and price transparency.⁴⁶

A similar analysis at the sectoral level suggests that GVC integration channels are particularly relevant for manufacturing industries. The aggregate approach described above is complemented by the estimation of a sectoral Phillips curve panel where sectoral labour costs drive sectoral output price inflation.⁴⁷ By interacting sectoral labour costs with the change in GVC participation at the sectoral level, we find that the exposure to global competition lowers the correlation between sectoral wages and producer prices and particularly so for manufacturing industries (relative to the rest of the business economy), which are the most integrated in GVCs, generally sell highly tradable goods and are less local in nature. This increases strategic complementarities and the dependence of producer price inflation on global economic conditions. Thus, the industrial composition of an economy is an important aspect in assessing how global factors may influence the responsiveness of inflation to the business cycle, as GVCs are a sectoral phenomenon.

Overall, for a panel of CEE EU countries there is evidence that growing global economic integration has reduced the sensitivity of inflation to domestic slack, hence the slope of the Phillips curve in the last two decades. Global economic integration appears to have affected firms' price-setting behaviour, though the small quantitative estimates also imply that even if future structural transformations, like how production processes will be organised, will keep shaping price setting, these would have limited implications for the aggregate inflation of individual countries.

Box 2

The impact of globalisation on inflation and its components in advanced economies: empirical evidence

Prepared by Maria Grazia Attinasi and Mirco Balatti

This box investigates empirically the globalisation of inflation hypothesis and finds limited supporting evidence. Understanding the effect of the external environment on domestic conditions is important in the conduct of monetary policy. Econometric analysis for a panel of advanced

⁴⁶ See, for example, the article entitled “The digital economy and the euro area”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2020.

⁴⁷ We regress growth of sectoral gross output deflator on growth of sectoral labour costs per worker, growth of sectoral deflator of import of intermediates and growth of sectoral mean labour productivity. Data are sourced from CompNet (7th Vintage dataset), where annual information is available for seven CEE countries and 56 two-digit sectors (according to the NACE Rev. 2 classification) of the business economy, from 2005 to 2015.

economies (AEs) finds that over the last three decades the persistent component of inflation, measured as a 12-quarter moving average of core inflation, has been sensitive to some measures of globalisation. Yet the economic importance of these factors is limited and leaves scope for domestic determinants.

In contrast to a large part of the literature, this analysis takes an encompassing view of globalisation which is not limited to goods trade linkages and prices of traded goods. On the back of the rise of financial and informational integration, services have become more tradable and their share in consumption baskets has grown. Assessing the role of globalisation on services prices can shed some light on the future role of foreign and domestic factors for inflation dynamics. As the role of services in high-income economies increases, the question of whether this will strengthen the link between persistent inflation and domestic economic developments also arises, given that changes in services prices are commonly attributed to domestic rather than to foreign factors.⁴⁸ Breaking down overall inflation into goods and services inflation helps to understand overall inflation dynamics.⁴⁹ Their unique characteristics also imply a different exposure to globalisation factors (e.g. trade integration owing to the higher tradability) and are exploited in the analysis to test the validity of the predictions of the globalisation of inflation hypothesis.

The persistent component of inflation in goods and services has fallen sharply in AEs since the early 1990s (Chart B). In particular, for goods it has dropped from around 3% to around 0.5% in 2019, whereas for services it declined from around 5% to around 1.5%. As a result, the wedge between services and goods persistent inflation has remained positive throughout the last 25 years but has narrowed significantly in the aftermath of the GFC.⁵⁰ One tenet of the globalisation of inflation hypothesis is that prices of more tradable products are affected by economic integration to a greater extent. However, the fact that the largest inflation swings during the period of analysis took place in the early 1990s, when globalisation was still in the early stages, and were synchronised across goods and services, casts doubts over the assumption of a prominent influence of globalisation on inflation.⁵¹

⁴⁸ See Lane, Philip R., Member of the Executive Board of the ECB, [interview](#) with The Financial Times, published 2 February 2020.

⁴⁹ Peach, R., Rich, R.W. and Linder, M., "The parts are more than the whole: separating goods and services to predict core inflation", *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 19, No 7, 2013.

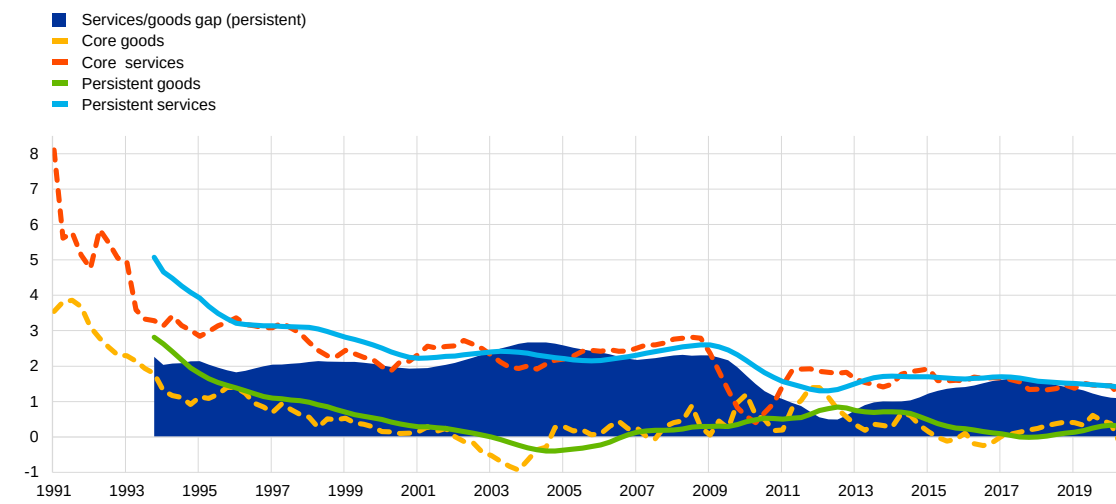
⁵⁰ See the box entitled "[What is behind the change in the gap between services price inflation and goods price inflation?](#)", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2019 for an analysis of the goods and services gap in the euro area.

⁵¹ In addition, in the spirit of Reis and Watson, co-movements in inflation rates of goods and services can be labelled as "pure" inflation, while diverging developments can be interpreted as relative price changes. Reis, R. and Watson, M.W., "Relative Goods' Prices, Pure Inflation, and the Phillips Correlation", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 2, No 3, 2010, pp. 128-57.

Chart B

Inflation in goods and services in advanced economies

(Percentages; percentage points)



Sources: national sources and ECB staff calculations.

Notes: persistent inflation rates are computed based on 12-quarter moving averages of core goods and services, calculated as the weighted average (GDP purchasing power parity (PPP) weights) of six advanced economies (Australia, Canada, the euro area, Japan, the United Kingdom and the United States). The latest observation is for Q2 2020.

Estimates of a dynamic panel model provide empirical evidence on the role of globalisation in price dynamics. The specification is inspired by Forbes⁵² in which persistent inflation, computed as a 12-quarter moving average of core inflation rates, is determined by real exchange rate movements and is augmented by various indicators of globalisation including trade integration, financial globalisation and informational globalisation. While we do not aim at a causal interpretation, the exercise can reveal linkages between the different dimensions of integration and persistent inflation and inform on possible differences between goods and services. The equation is estimated using a generalised method of moments (GMM) approach to allow for the inclusion of a lagged dependent variable and a lag of the independent variables. The estimation follows an Arellano-Bond procedure, also using lags in the difference equation and additionally includes the consensus forecast of inflation expectations in the level equation for the instrumented variable. The equation is estimated over the period Q4 1996 to Q1 2018 using quarterly data for six AEs (Australia, Canada, the euro area, Japan, the United Kingdom and the United States) and the panel is strongly balanced. Persistent inflation estimates are employed as independent variables.⁵³

Table A

Panel estimates – summary of impact of globalisation indicators on persistent inflation

Variable	Overall	Goods	Services
Trade integration	-	-	-
Informational globalisation	Not significant	-	+
GVC participation	-	-	+

⁵² See Forbes, K., “Has globalization changed the inflation process?”, op. cit.

⁵³ As we are focused on the slow-moving part of inflation, we compute 12-quarter moving averages of core inflation. These are estimated individually for each country and each of the three consumer price indexes (CPI) considered: overall CPI, goods CPI and services CPI, taken from national sources. Core measures are chosen to minimise the influence of highly volatile components such as oil, whose price is also determined in international markets.

Source: ECB staff calculations.

Notes: The table reports the sign of the coefficient of the dynamic panel equation estimated using GMM. Trade integration is proxied by the KOF Trade Globalisation (de jure) Index, the informational globalisation measure is taken from the KOF Informational Globalisation (de facto) Index and GVC participation is computed as the ratio of GVC-related trade to gross exports. GVC-related trade is defined as the value added that has crossed at least two national borders à la Borin and Mancini, op. cit. with values between 2016 and 2018 based on internal ECB estimates.

Indicators of globalisation are significantly correlated with overall persistent inflation mainly through the goods component. As shown in Table A, three elements of globalisation appear to contribute to a decline in the persistent component of overall as well as goods inflation in AEs: trade integration (lower trade barriers), informational globalisation (digitalisation-driven integration) and global value chain participation. By contrast, the results suggest that different globalisation measures have had an offsetting impact on services inflation, thereby reducing the total effect.⁵⁴ At the same time, estimates of specifications including domestic variables (e.g. output gap and labour cost) suggest that these indicators are robustly significant and domestic factors continue to play an important role in driving price dynamics.

The panel estimates do not point to a large difference in the effects of globalisation before or after the financial crisis, or between the euro area economies and other AEs. A number of robustness tests of the main results are implemented which also explore specifically whether the effects of globalisation indicators vary noticeably in sub-periods or across economies. These tests point to qualitatively similar results after the global financial crisis and do not present evidence of a different effect for euro area economies. Our conclusions are also robust to a supplementary set of tests spanning different specifications where we employ alternative proxies for explanatory variables, additional controls and a different number of instrumental variables.

A quantification of the overall impact finds that the effect of globalisation on persistent inflation has been small. Using the estimated coefficients and the developments of the globalisation metrics discussed above, we compute the contribution of a higher interconnectedness to the variations in persistent inflation. Albeit subject to uncertainty, the results indicate that, among the analysed economies, globalisation provided limited headwinds to overall and goods inflation over the last three decades. The findings echo earlier empirical evidence presented in the literature.⁵⁵

5 Conclusion

This article discussed the disinflationary role of globalisation in AEs, with a focus on the more persistent component of inflation. Drawing from the existing literature, this article reviewed three sets of factors that can explain the international

⁵⁴ The heterogeneity between some of the parameters in goods and services calls for future research to improve the understanding behind the driving forces. Nonetheless, the difference in the response of prices to a higher informational globalisation in the goods market compared with the services market might be due to different reasons. These can include the fact that a higher transparency of the internet lowers search costs and accentuates competition in the goods market where products are more comparable and homogeneous in contrast to the services sector. With respect to GVC participation, albeit elusive and thus harder to measure, services are considered as the “glue” and catalyst of complex supply chains (Low). It is therefore plausible that the value added and mark-ups of the services sector are positively correlated to a more extensive use of GVCs. Low, P., “The role of services in global value chains”, in Elms, D. and Low, P. (eds.), *Global value chains in a changing world*, 2013, pp. 61-81.

⁵⁵ See Bianchi and Civelli, op. cit.; Forbes, K., “Has globalization changed the inflation process?”, op. cit.; and Eo, Y., Uzeda, L. and Wong, B., “Understanding Trend Inflation Through the Lens of the Goods and Services Sectors”, *Staff Working Paper*, No 2020-45, Bank of Canada, November 2020.

co-movement of inflation and its declining path observed in the past decades. First, there are common shocks (e.g. fluctuations in commodity prices), which affect the most volatile component of headline inflation. Second, the shift in the monetary policy of several AEs towards an inflation-targeting regime and the anchoring of inflation expectations succeeded in keeping inflation steadily close to target over the past three decades and until the GFC. Third, changes in the structure of the economy that affect the wage and price-setting mechanisms can influence the more persistent component of inflation.

Evidence presented in this article shows that the disinflationary role of globalisation has been economically small. Most of the economic literature focuses on augmenting an otherwise standard Phillips curve framework with measures of global slack and shows that when controlling for such factors, the sensitivity of domestic inflation to domestic slack is diminished. While evidence of the impact on the persistent component of inflation is more limited, typically the impact is found to be smaller. This article concludes that globalisation does not appear to be a major force behind the disinflationary trends of the past decades, and any headwinds stemming from globalisation were too small to be economically meaningful. This conclusion hinges on three main elements. First, the major plunge in inflation and its persistent component started in the 1980s, when globalisation was still latent, and came to a halt around the mid-1990s, when China had not yet joined the WTO. Furthermore, the fall in inflation was synchronised across goods and services and, because of their different tradability, they should not respond homogeneously to cross-border integration. Second, and related to the latter point, evidence presented in this article suggests that globalisation has a heterogeneous impact on the sectors of the economy, with the manufacturing sector being more exposed to disinflationary forces than the services sector. This lends support to the view that globalisation leads to relative price changes but not necessarily to a decline in overall inflation. Finally, even when globalisation acts as a disinflationary force, the estimated impact is economically small. In view of this, and given that in recent years interest rates have been nearing the lower bound in many countries, a possible reason behind the persistently low inflation observed over the past decades is the limited space available to monetary policy to neutralise the influence of structural forces on inflation (either of a domestic or foreign origin).

Looking ahead, globalisation is at a crossroads. While rising protectionism seems to be threatening globalisation, growing digitalisation and services trade are also providing new impetus, shifting and re-shaping the future path of globalisation. Moreover, while global integration growth may be waning, regional trade integration appears to have been deepening both for economic and geo-political reasons. The coronavirus (COVID-19) might accelerate some of these trends, though it appears premature to draw firm conclusions about the consequences for globalisation and inflation.

© Europese Centrale Bank, 2021

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

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

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

De statistieken in deze uitgave zijn afgesloten op 9 juni 2021.

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

ISSN 2363-3522 EU-catalogusnummer: QB-BP-21-004-NL-N