



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEM

Economisch Bulletin

Nummer 4 / 2026



Inhoud

Economische, financiële en monetaire ontwikkelingen	3
Samenvatting	3
1 Externe omgeving	8
2 Economic activity	Fout! Bladwijzer niet gedefinieerd.
3 Prijzen en kosten	24
4 Ontwikkelingen op de financiële markten	32
5 Financieringsvoorwaarden en ontwikkelingen in de kredietverlening	37
6 Begrotingsontwikkelingen	42
Kaders	46
1 AI and the US labour market: effects on employment growth	46
2 How US financial markets react to geopolitical shocks hitting oil supply	51
3 State aid in the EU: an evolving landscape	56
4 Higher oil prices from the war in the Middle East: assessing the headwinds for euro area growth	62
5 Tracking euro area labour market developments through restructuring announcements	68
6 What has kept goods inflation low? The role of the import exposure to China	73
7 Liquidity conditions and monetary policy operations from 11 February to 5 May 2026	80
8 The narrowing of the euro area current account balance in 2025	86
Artikel	92
1 Five years of the ECB Survey of Monetary Analysts: evolution and insights	92
Box 1 The SMA and private data provider polls: comparing panel composition and survey design	95
Box 2 What Taylor rules reveal about SMA-based monetary policy expectations	98

Economische, financiële en monetaire ontwikkelingen

Samenvatting

De Raad van Bestuur committeert zich bij het monetair beleid aan stabilisering van de inflatie op zijn doelstelling van 2% op middellange termijn. In lijn daarmee heeft de Raad op 11 juni 2026 besloten de drie basisrentetarieven van de ECB met 25 basispunten te verhogen. De oorlog in het Midden-Oosten creëert inflatiedruk en het besluit om de rentes te verhogen is bestand tegen een reeks scenario's van hoe de schok zich kan ontwikkelen en de vooruitzichten voor het eurogebied op middellange termijn kan beïnvloeden.

In het basisscenario van de in juni 2026 door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties voor het eurogebied komt de totale inflatie naar verwachting uit op gemiddeld 3,0% in 2026, 2,3% in 2027 en 2,0% in 2028. De inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen zal volgens het basisscenario gemiddeld 2,5% bedragen in 2026 en 2027 en 2,2% in 2028. Vergeleken met de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van maart 2026 hebben de medewerkers hun basisprojectie voor de inflatie in 2026 en 2027 opwaarts bijgesteld als gevolg van sterker oplopende energieprijzen, die naar verwachting in zekere mate zullen doorwerken in de voedsel-, goederen- en diensteninflatie. Volgens het basisscenario komt de economische groei uit op gemiddeld 0,8% in 2026, 1,2% in 2027 en 1,5% in 2028. Dit komt neer op een neerwaartse bijstelling voor 2026 en 2027 als gevolg van sterkere effecten van de oorlog op grondstoffenmarkten, reële inkomens en het vertrouwen.

De vooruitzichten blijven onzeker, met opwaartse risico's voor de inflatie en neerwaartse risico's voor de economische groei. De volle effecten van de oorlog voor de inflatie en groei op middellange termijn zullen afhangen van de intensiteit en de duur van de energieprijsschok en de omvang van de indirecte en tweederonde-effecten. Deze onzekerheid komt ook tot uiting in het brede spectrum van uitkomsten voor inflatie en groei in de bijgewerkte scenario's die medewerkers van het Eurosysteem ter illustratie hebben opgesteld, zoals gepubliceerd in de [Projecties van juni 2026](#) op de website van de ECB.

Met het besluit van 11 juni blijft de Raad van Bestuur in een goede positie om de onzekerheid als gevolg van de oorlog het hoofd te bieden. De Raad houdt de situatie nauwlettend in de gaten en volgt een op data gebaseerde benadering per vergadering om de passende monetairbeleidskoers te bepalen. De rentebesluiten van de Raad zullen in het bijzonder gebaseerd zijn op zijn beoordeling van de inflatievooruitzichten en de daarmee gepaard gaande risico's in het licht van de binnenkomende economische en financiële gegevens, naast de dynamiek van de

onderliggende inflatie en de kracht van de monetairbeleidstransmissie. De Raad van Bestuur legt zich niet bij voorbaat vast op een bepaald rentetraject.

Economische bedrijvigheid

Na correctie voor een tijdelijke factor in Ierland groeide de economie van het eurogebied tijdens het eerste kwartaal van 2026 onder impuls van de binnenlandse vraag en de uitvoer. De oorlog in het Midden-Oosten drukt echter de bedrijvigheid en enquêteresultaten duiden op een vertraging, vooral bij de diensten. De industrie houdt tot dusver stand. Dat is ten dele omdat bedrijven voorraden hebben aangelegd als reactie op druk in de toeleveringsketen. Ook hogere uitgaven voor defensie spelen een rol.

De arbeidsmarkt is nog steeds veerkrachtig. Met 6,3% in april 2026 blijft de werkloosheid dicht bij een historisch laag niveau. In het eerste kwartaal werden meer banen gecreëerd, zij het in een lager tempo dan in het laatste kwartaal van 2025. De vraag naar arbeid is verder vertraagd en bedrijven en huishoudens verwachten dat de arbeidsmarkt zal verzwakken.

Voor de toekomst gaan de medewerkers uit van een zwakkere binnenlandse vraag dan ze in maart 2026 hadden voorzien, doordat de oorlog het vertrouwen drukt en hogere energiekosten de reële inkomens aantasten. Terzelfder tijd is de financiële positie van huishoudens over het algemeen solide en zou de consumptie de belangrijkste aanjager van de groei moeten blijven. De particuliere investeringen hebben op korte termijn te kampen met hogere energiekosten en geringer vertrouwen, maar zouden moeten worden ondersteund door investeringen van bedrijven in nieuwe digitale technologieën. De hogere uitgaven van overheden voor defensie en infrastructuur zouden de overheidsinvesteringen moeten blijven ondersteunen. Deze factoren kunnen de gevolgen van de oorlog naar verwachting enigszins temperen.

De Raad van Bestuur benadrukte het dringende belang van versterking van de economie van het eurogebied en handhaving van gezonde overheidsfinanciën. Houdbaarheid van de overheidsfinanciën is cruciaal voor economische stabiliteit. Begrotingsreacties op de energieprijsschok zouden tijdelijk, gericht en passend moeten zijn, zoals benadrukt wordt in het voorjaarspakket van het Europees Semester 2026 van de Europese Commissie. Hervormingen om het groeipotentieel van het eurogebied te versterken en de energietransitie te versnellen om de afhankelijkheid van fossiele brandstoffen te verminderen zijn noodzakelijker dan ooit. Voltooiing van de spaar- en investeringsunie is essentieel om innovatie te kunnen financieren, de groene en digitale transitie te ondersteunen en de productiviteit te verbeteren. De digitale euro en getokeniseerd wholesale centralebankgeld zullen de strategische autonomie van Europa versterken, de concurrentie en financiële integratie vergroten en een boost geven aan innovatie op het gebied van betalingen. Het is dus essentieel om snel de verordening betreffende de vaststelling van de digitale euro aan te nemen. De vereenvoudiging en harmonisering van de

regelgeving binnen de gemeenschappelijke markt van de EU zal Europese bedrijven helpen sneller te groeien.

Inflatie

De inflatie steeg van 3,0% in april 2026 naar 3,2% in mei. De energieprijzinflatie nam licht toe van 10,8% in april naar 10,9%, terwijl de voedselprijzinflatie daalde van 2,4% naar 2,0%. De inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen ging omhoog van 2,2% in april naar 2,5%, doordat de goedereninflatie toenam tot 0,9% en de diensteninflatie steeg van 3,0% tot 3,5%.

De binnenlandse kostendruk nam in het eerste kwartaal van 2026 af, ondersteund door een langzamere groei van lonen en winsten. De loontracker van de ECB en uitkomsten van enquêtes over loonverwachtingen blijven aangeven dat de loongroei gedurende het jaar zal matigen. Het wordt echter duurder voor bedrijven om andere inputs te verkrijgen en daarom verwachten ze hun verkoopprijzen te verhogen. Bovendien zijn enkele indicatoren van de onderliggende inflatie al verder opgelopen door de energieschok. De inflatieverwachtingen voor de kortere termijnen blijven ruim boven het niveau van vóór de uitbraak van de oorlog in het Midden-Oosten. Tegelijkertijd staan de meeste maatstaven voor de inflatieverwachtingen op langere termijn op ongeveer 2% en daarmee ondersteunen ze de stabilisatie van de inflatie rond de doelstelling op middellange termijn.

Door de stijging van de energieprijzen zal de inflatie gedurende de zomer verder toenemen en tot in de eerste helft van 2027 ruim boven de doelstelling blijven. Dit zal ook effect hebben op de voedsel-, goederen- en diensteninflatie. De inflatie zou daarna in de tweede helft van 2027 terug moeten keren naar de doelstelling, dankzij dalende energieprijzen en langzamere stijgingen bij andere prijzen. De oorlog in het Midden-Oosten blijft echter een belangrijke bron van onzekerheid. Hoe langer de energieprijzen hoog blijven, hoe waarschijnlijker het is dat ze de ruimere inflatie via indirecte en tweederonde-effecten opdrijven. De Raad van Bestuur volgt daarom nauwlettend de omvang en de duur van de energieprijsstijging, en hoe deze doorwerkt in de vaststelling van prijzen en lonen, de inflatieverwachtingen en de algemene economische ontwikkeling.

Risicobeoordeling

De risico's voor de groeivoorzichten zijn neerwaarts gericht, voornamelijk vanwege de oorlog in het Midden-Oosten, die heeft bijgedragen aan de volatiele mondiale beleidsomgeving. Een langdurige verstoring van de energievoorzieningen kan de energieprijzen sterker en langer dan momenteel verwacht doen toenemen. Deze factoren zouden de reële inkomens nog verder aantasten en bedrijven en huishoudens ontmoedigen om te investeren en uitgaven te doen. De rem op de groei zou verergeren als de afsluiting van belangrijke scheepvaartroutes zou leiden tot acute tekorten aan essentiële grondstoffen, waardoor bedrijven in het eurogebied ertoe gedwongen zouden worden hun productie te beperken. Een verslechtering van

het sentiment op de mondiale financiële markten of een krappere aanbod van krediet kan de vraag temperen. Extra fricties in de internationale handel zouden de aanbodketens ook verder kunnen verstoren, de uitvoer afremmen en de consumptie en de investeringen verzwakken. Andere geopolitieke spanningen, in het bijzonder de ongerechtvaardigde oorlog van Rusland tegen Oekraïne, blijven een belangrijke bron van onzekerheid. De groei kan daarentegen hoger uitvallen als de economie en de energiemarkten zich sneller dan verwacht weten aan te passen aan de verstoring door de oorlog in het Midden-Oosten of als de oorlog op zeer korte termijn en duurzaam wordt opgelost. Bovendien kunnen de geplande uitgaven voor defensie en infrastructuur, productiviteitsverhogende hervormingen en de invoering van nieuwe technologieën door bedrijven in het eurogebied de groei meer dan verwacht opdrijven. Een diepere integratie van de gemeenschappelijke markt kan de groei eveneens sterker dan voorzien stimuleren.

De risico's voor de inflatievooruitzichten zijn opwaarts gericht. Als de energieprijzen sterker en langer dan momenteel verwacht toenemen, zou de inflatie in het eurogebied verder stijgen. Dit kan worden versterkt en langer duren als de hogere energieprijzen sterker dan voorzien zouden doorwerken naar andere prijzen en de lonen, als de inflatieverwachtingen op langere termijn als reactie hierop zouden toenemen, of als de mondiale aanbodketens meer in het algemeen zouden worden verstoord. De huidige handelsspanningen kunnen ook leiden tot meer versnipperde mondiale aanbodketens, de toevoer van kritieke grondstoffen inperken en de capaciteitsbelemmeringen in de economie van het eurogebied vergroten. Extreme weersomstandigheden, en meer in het algemeen de zich ontvouwende klimaat- en natuurcrises, kunnen de voedselprijzen meer dan verwacht opdrijven. De inflatie kan daarentegen iets lager uitvallen als de economische effecten van de oorlog in het Midden-Oosten van kortere duur blijken te zijn dan momenteel verwacht of als de indirecte of tweederonde-effecten minder groot zouden zijn dan voorzien. Een toename van de volatiliteit en risicoaversie op de financiële markten kan de vraag drukken en zo ook de inflatie doen afnemen.

Financiële en monetaire omstandigheden

De financiële omstandigheden zijn nagenoeg onveranderd sinds de vergadering van de Raad van Bestuur van 30 april 2026, maar blijven krappere dan vóór de oorlog. De kosten voor de uitgifte van schuldfinanciering via de markt namen toe van 3,9% in maart tot 4,0% in april. De rentetarieven voor bankleningen aan bedrijven bleven op 3,6% in april en de hypotheekrente op 3,4%.

De groei op jaarbasis van de kredietverlening van banken aan bedrijven nam toe van 3,2% in maart tot 3,4% in april, terwijl het groeitempo van de uitgifte van bedrijfsobligaties steeg naar 4,6%. De hypotheekverstrekking nam in april weer toe met 3,0%.

Conform zijn strategie voor het monetair beleid heeft de Raad van Bestuur de samenhang tussen monetair beleid en financiële stabiliteit grondig beoordeeld. De banken in het eurogebied zijn veerkrachtig dankzij sterke kapitaal- en

liquiditeitsratio's, een solide activakwaliteit en robuuste winstgevendheid. Maar een plotselinge, scherpe daling van de activaprijzen, mogelijk versterkt door de niet-bancaire financiële sector en verslechterende activakwaliteit, met name in de energie- en handelsgevoelige sectoren, zouden risico's kunnen opleveren voor de prijsstabiliteit. Deze risico's nemen toe naarmate de huidige geopolitieke conflicten langer duren. Het macroprudentieel beleid blijft de eerste verdedigingslinie tegen de opbouw van financiële kwetsbaarheden. Zo kan de weerbaarheid worden vergroot en blijft de macroprudentiële ruimte behouden.

Monetairbeleidsbeslissingen

In zijn vergadering van 11 juni 2026 heeft de Raad van Bestuur besloten de drie basisrentetarieven van de ECB met 25 basispunten te verhogen. Dit betekent dat de rente op de depositofaciliteit, de rente op de basisherfinancieringstransacties en de rente op de marginale beleningsfaciliteit met ingang van 17 juni 2026 werden verhoogd naar respectievelijk 2,25%, 2,40% en 2,65%.

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

Conclusie

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

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

1 Externe omgeving

De wereldwijde economische bedrijvigheid bleef zich begin 2026 veerkrachtig tonen, maar de aanhoudende oorlog in het Midden-Oosten drukt de vooruitzichten als gevolg van hogere energieprijzen, krappere financieringsvoorwaarden en toegenomen onzekerheid. Begin dit jaar ondervonden de mondiale economische bedrijvigheid en de wereldhandel steun van een hogere productie in de verwerkende industrie en investeringen op het gebied van kunstmatige intelligentie (AI). Bovendien werd deze bedrijvigheid gestimuleerd door het aanleggen van preventieve voorraden van energiegevoelige goederen, wat vooral zichtbaar was in de Verenigde Staten, China en andere opkomende Aziatische economieën. De directe gevolgen van de oorlog in het Midden-Oosten voor de niet-energiegerelateerde handel en de zeevaart zijn tot dusver beperkt gebleven, maar de druk op het aanbod van olie, geraffineerde brandstoffen en andere energiegevoelige goederen is toegenomen. Tegelijkertijd is de wereldwijde inflatie gestegen, doordat de hogere energiekosten een steeds doorwerken in de algehele prijsdruk. De door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2026 wijzen dan ook op een zwakkere wereldwijde groei in 2026 dan in de vorige projecties, in combinatie met een hogere wereldwijde inflatie in zowel 2026 als 2027.

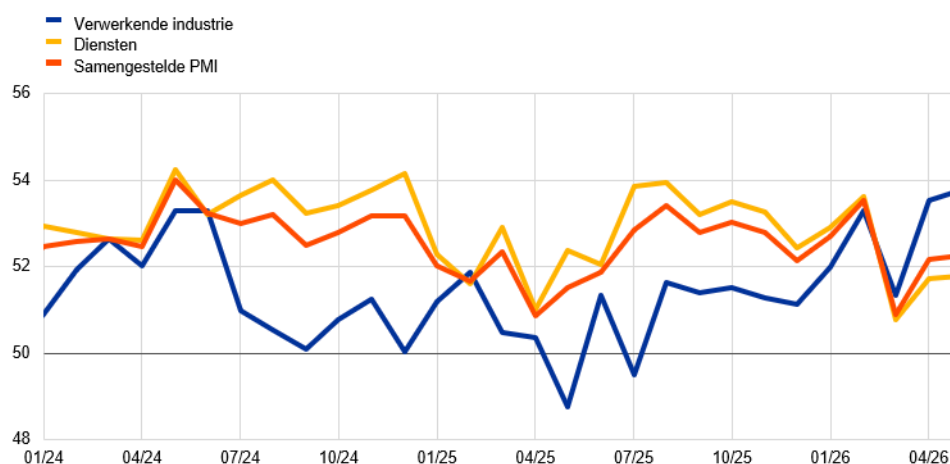
De wereldwijde economische bedrijvigheid bleef zich begin 2026 veerkrachtig tonen dankzij de productie van de verwerkende industrie en de aanleg van preventieve voorraden van energiegevoelige goederen. Uit de meest recente gegevens van de nationale rekeningen blijkt dat de wereldwijde economische productie in het eerste kwartaal van 2026 met 0,7% is gegroeid ten opzichte van het voorgaande kwartaal, tegenover 0,8% in het vierde kwartaal van 2025. Uit de enquête-indicatoren blijkt dat de veerkracht aan het begin van het tweede kwartaal van 2026 aanhield: de wereldwijde samengestelde Purchasing Managers' Index (PMI) voor de productie veerde in april en mei 2026 weer op na een scherpe daling in maart (Grafiek 1, paneel a). Deze opleving was voornamelijk te danken aan de verwerkende industrie, terwijl het herstel in de dienstensector gematigder was. De frequentie waarmee 'frontloading', 'preventieve voorraden' en aanverwante begrippen werden gebezigd in de financiële presentaties van bedrijven in de energiesector en de energie-intensieve sectoren is aanzienlijk toegenomen, wat erop wijst dat bedrijven buffers hebben opgebouwd als reactie op de toegenomen onzekerheid die verband houdt met de oorlog in het Midden-Oosten en de mogelijke verstoringen van de bevoorrading (Grafiek 1, paneel b). Volgens door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2026 zorgen de sterke groei in het eerste kwartaal van 2026 en de tijdelijke factoren die de wereldwijde economische bedrijvigheid ondersteunen ervoor dat de negatieve gevolgen van de oorlog in het Midden-Oosten op korte termijn deels worden getemperd, maar naar verwachting zullen deze een algehele vertraging van deze bedrijvigheid in 2026 niet kunnen voorkomen.

Grafiek 1

Wereldwijde PMI voor de productie (met uitzondering van het eurogebied) en begrippen in financiële presentaties van internationale bedrijven

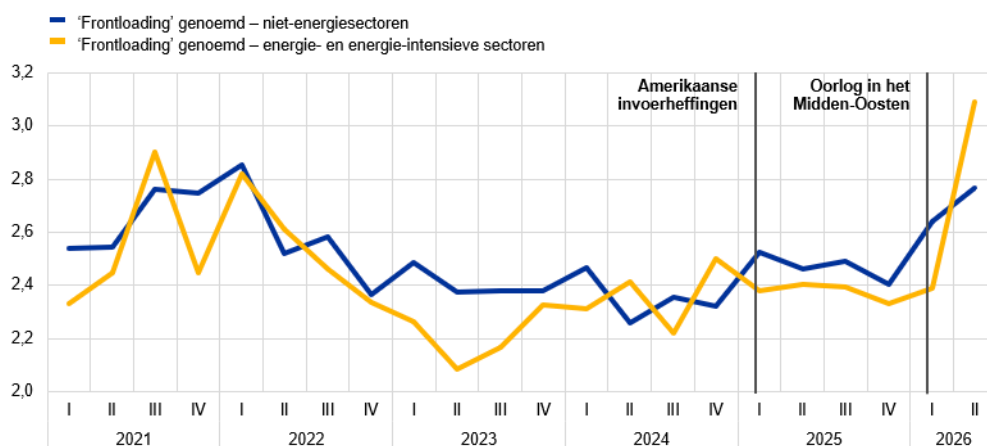
a) PMI's

(spreidingsindices)



b) Financiële presentaties van bedrijven

(aantal zinnen per presentatie)



Bronnen: S&P Global Market Intelligence, NL Analytics en berekeningen van ECB-medewerkers.

Toelichting: In paneel a geeft de horizontale lijn bij 50 de lijn weer tussen expansie en krimp. In paneel b) gaat het bij financiële presentaties om de gemiddelde frequentie waarmee bedrijven wereldwijd tijdens hun financiële presentaties 'frontloading' en aanverwante begrippen hebben gebezigd. Tot de energiesector en energie-intensieve sectoren behoren fossiele brandstoffen, hernieuwbare energie, uranium, chemicaliën, vervoer, de detailhandel in levensmiddelen en geneesmiddelen, en de sector van de toegepaste hulpbronnen. Met Amerikaanse invoerheffingen wordt de eerste grootschalige invoering van de invoerheffingsmaatregelen van de tweede regering-Trump bedoeld. Met de oorlog in het Midden-Oosten wordt het begin van het conflict bedoeld. De meest recente waarnemingen betreffen mei 2026 voor paneel a en 15 mei 2026 voor paneel b.

De wereldwijde economische groeivoorzichten zijn verslechterd doordat het conflict in het Midden-Oosten de energieprijzen en de financiële omstandigheden onder druk, waardoor de onzekerheid wordt vergroot. De verstoringen rond de Straat van Hormuz en de afwezigheid van een definitief vredesakkoord hebben de opwaartse druk op de energieprijzen, met name die van olie, in stand gehouden. Hoewel forse investeringen op het gebied van AI, veerkrachtige handelsstromen en ondersteunende beleidsmaatregelen voor enige verlichting zorgen, zullen hogere energiekosten en krappere financieringsvoorwaarden naar verwachting in de toekomst steeds zwaarder op de

particuliere vraag gaan wegen. Volgens de projecties vertraagt de groei van het mondiale reële bbp (exclusief het eurogebied) dit jaar van 3,6% in 2025 naar 3,0% in 2026%. Daarna treedt geleidelijk groeierstel op, tot 3,2% in 2027 en 3,3% in 2028.¹

De grondstofprijzen blijven uiterst volatiel, waarbij de energiemarkten nog steeds worden beïnvloed door de blokkade van de Straat van Hormuz en de verwachtingen ten aanzien van een mogelijk definitief vredesakkoord

wisselen. De olieprijsen zijn in de verslagperiode (19 maart tot en met 10 juni 2026) met 15% gedaald tot \$94 per vat, maar ze liggen nog steeds 32% hoger dan het niveau van voor de oorlog. Deze eerste daling volgde op de aankondiging van een staakt-het-vuren tussen de Verenigde Staten en Iran in april, en de daaropvolgende olieprijsdaling was het gevolg van opgeleefde verwachtingen dat een verlengd staakt-het-vuren de weg zou kunnen effenen voor een veelomvattender vredesakkoord tussen de twee landen. Desondanks bleven de olieprijsen gedurende de gehele verslagperiode uitermate volatiel doordat de uitvoer van energiegoederen door de Straat van Hormuz nog steeds met ernstige verstoringen te kampen had. De aanhoudende beperkingen op het doorvoerkeer door de Straat van Hormuz zorgen automatisch voor een verkrapping van de mondiale energievoorziening, waardoor een blijvende opwaartse druk op de energieprijzen ontstaat. Ook de Europese gasprijzen daalden aanzienlijk, met 21%. Net als op de oliemarkten waren de verwachtingen van een verlengd staakt-het-vuren de belangrijkste factoren achter de daling van de gasprijzen in de verslagperiode. Bovendien droeg de gematigde invoer van vloeibaar aardgas (LNG) in Azië ertoe bij dat de opwaartse druk op de gasprijzen in maart en april 2026 binnen de perken bleef, als gevolg van zachter weer en een toenemende vervanging van gas door steenkool in China. De situatie blijft echter zeer onstabiel en onzeker, aangezien ook de LNG-leveringen nog steeds worden verstoord.² De voedselprijzen bleven over het algemeen vrij stabiel, aangezien de lagere koffieprijsen – dankzij de omvangrijke productie in Brazilië – grotendeels werden gecompenseerd door hogere cacaoprijzen als gevolg van zorgen over een mogelijk krachtig El Niño-seizoen later dit jaar. De metaalprijsen stegen met 13% onder invloed van verstoringen in de aluminiumaanvoer in het Midden-Oosten en de verwachting dat de koperproductie in Chili zal dalen.

De druk op de aanbodzijde is toegenomen, maar actuele gegevens wijzen eerder op een concentratie van tekorten aan specifieke inputs dan op

wijdverbreide wereldwijde logistieke verstoringen. De PMI-index voor levertijden van leveranciers is in april langer geworden, met name in het eurogebied en het Verenigd Koninkrijk, waarbij bedrijven melding maken van toenemende tekorten aan olie, polymeren en chemicaliën. Hoewel deze tekorten nog steeds boven het normale niveau liggen, wijzen de gegevens vooralsnog niet op wijdverbreide verstoringen in de wereldwijde logistiek. Het containervervoer buiten de Straat van Hormuz heeft hier vrijwel geen noemenswaardige gevolgen van ondervonden. In dit

¹ Zie Kader 1 van de [door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2026](#).

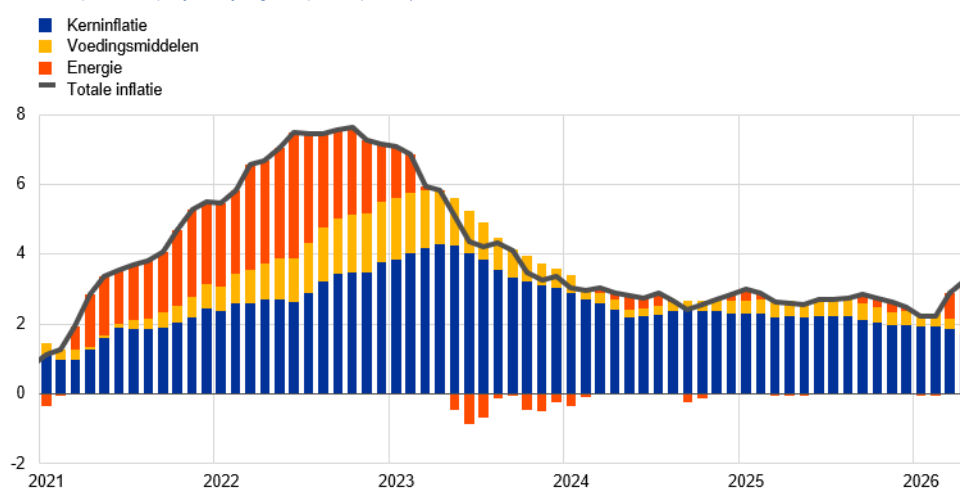
² Opgemerkt wordt dat in deze paragraaf veranderingen in de spotprijzen tussen maart en juni 2026 worden besproken. Deze kunnen afwijken van de veranderingen in de technische aannames tussen de projecties van maart en juni 2026, als gevolg van verschillen in de afsluitdata voor de markten en het gebruik van spot- en termijnprijzen voor olie, waarvan gedurende het productieproces van de projecties het gemiddelde over meerdere werkdagen is genomen.

opzicht lijkt de huidige situatie meer op een op zichzelf staande schok aan de input-aanbodzijde dan op de grootschalige logistieke verstoringen die we in 2021 en 2022 hebben gezien. De fysieke tekorten zouden echter kunnen toenemen als de blokkade van de Straat van Hormuz aanhoudt, met name die van olie, geraffineerde brandstoffen en andere energie-intensieve inputs. Dit blijft een aanzienlijk neerwaarts risico vormen voor de economische bedrijvigheid en een opwaarts risico voor de wereldwijde inflatie.

De wereldwijde inflatie is in april gestegen en de prijsdruk in de toeleveringsketen is sindsdien toegenomen nu de energieschok zich begint te verspreiden. In de landen van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) met uitzondering van Turkije steeg de wereldwijde totale inflatie van 3,3% in maart 2026 tot 3,5% in april, vooral door de hogere energie-inflatie (Grafiek 2).³ Verwacht wordt dat de energieschok via hogere productiekosten ook de kerninflatie zal doen stijgen. De mondiale PMI-index voor inputprijzen in de verwerkende industrie is in april gestegen, wat erop wijst dat een groter deel van de bedrijven stijgende kosten van inputs rapporteerde, waar de prijsindicatoren voor inputs in de dienstensector een meer gematigde stijging lieten zien. Aangezien PMI-indicatoren het aandeel van de respondenten meten dat een prijsstijging meldt, en niet de omvang van de prijsveranderingen, wijzen deze gegevens op een breder gedragen prijsdruk in de toeleveringsketen. Voor 2026 wordt een toename van de wereldwijde inflatie (met uitzondering van het eurogebied) voorzien tot 3,5%, en voor 2027 en 2028 een daling naar respectievelijk 3,0% en 2,5%.

Grafiek 2 Consumentenprijsinflatie in de OESO-landen

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: OESO en berekeningen van ECB-medewerkers.

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

³ De door medewerkers van de het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor de totale CPI-inflatie omvatten een bredere reeks landen, waaronder belangrijke opkomende economieën als China, India, Brazilië en Rusland, die niet zijn opgenomen in de CPI-inflatiecijfers van de OESO.

De wereldwijde importgroei viel in het eerste kwartaal positief uit, maar deze dynamiek zal naar verwachting afnemen naarmate het effect van de voorraadvorming afneemt.

Uit de gegevens van de nationale rekeningen blijkt dat er in het eerste kwartaal van 2026 sprake was van een krachtige groei, ondersteund door een sterke invoer in de Verenigde Staten, China, Zuid-Korea en andere ontwikkelde Aziatische economieën. In deze sterke groei van de invoer kwamen de veerkrachtige economische bedrijvigheid, de handel in AI-gerelateerde producten en het preventief aanleggen van voorraden van energiegevoelige goederen tot uitdrukking, waarbij verwacht wordt dat de voorraadopbouw in de komende paar kwartalen zal afnemen. Verwacht wordt echter ook dat het wereldwijde invoertempo in het tweede kwartaal zal afnemen, aangezien de oorlog in het Midden-Oosten de energie-intensieve economieën onder druk zet door hogere energie-, vracht- en verzekeringskosten. De wereldwijde importgroei (met uitzondering van het eurogebied) zal naar verwachting in 2026 vertragen tot 4,2% en nog verder in 2027 en 2028. Hierin komen de betere actuele cijfers en een veerkrachtigere onderliggende handelsdynamiek tot uitdrukking. Een en ander wordt bovendien ondersteund door een omvangrijkere handel in AI- en technologiegerelateerde inputs.

In de Verenigde Staten trok de groei van het reële bbp in het eerste kwartaal van 2026 aan, maar de onderliggende dynamiek van de particuliere vraag zwakte af.

De bbp-groei trok aan tot 0,4% op kwartaalbasis, tegenover 0,1% in het vierde kwartaal van 2025, doordat de economische bedrijvigheid zich na de sluiting van de federale overheid herstelde. Dit herstel werd gedragen door de overheidsconsumptie en -investeringen, terwijl de particuliere consumptie vertraagde. De particuliere investeringen in vaste activa bleven robuust, gesteund door AI-gerelateerde uitgaven aan computerapparatuur en software, hoewel de nettobijdrage van AI-gerelateerde activiteiten aan de bbp-groei bescheiden blijft, gezien het hoge aandeel in de invoer. Vooruitblikkend wordt verwacht dat de groei in de Verenigde Staten grotendeels in lijn zal blijven met het potentieel. Hogere olieprijsen en krappere financieringsvoorwaarden zullen waarschijnlijk een rem zetten op de particuliere consumptie, hoewel dit naar verwachting zal worden gecompenseerd door forse AI-investeringen.

De inflatie in de Verenigde Staten is in april versneld doordat de gevolgen van de hogere olieprijsen zich op grotere schaal deden gelden, ondanks een afnemende doorwerking vanuit de heffingen.

De inflatie volgens de consumentenprijsindex (CPI) steeg van 3,3% in maart 2026 naar 3,8% in april, doordat de energie-inflatie sterk toenam van 12,5% in maart tot 17,9% in april. De benzineprijsen aan de pomp zijn in mei verder gestegen tot een niveau dat voor het laatst halverwege 2022 is waargenomen, wat wijst op verdere opwaartse druk op de energie-inflatie op korte termijn. Ook leek de prijsdruk zich uit te breiden onder invloed van hogere prijzen voor vrachtvervoer en vliegtickets. Ook de CPI exclusief energie en de kerninflatie zijn licht gestegen. Deze stijging deed zich voor ondanks een afnemende doorwerking van de invoerheffingen, waarbij de inflatie van consumptiegoederen – exclusief voedingsmiddelen, energie en tweedehands auto's en vrachtwagens – in maart 2026 haar hoogtepunt lijkt te hebben bereikt. De hogere olieprijsen hebben ook de inflatieverwachtingen van de consument doen stijgen. Uit

PMI-enquêtes blijkt dat de prijsdruk toeneemt, met name in de verwerkende industrie. Volgens de projectie blijft de inflatie van de persoonlijke consumptieve bestedingen stijgen tot het eerste kwartaal van 2027, om vervolgens pas in 2028 terug te keren naar het streefcijfer van 2% van het Federal Reserve System.

In China nam na een sterk eerste kwartaal de economische dynamiek aan het begin van het tweede kwartaal van 2026 af. De reële bbp-groei steeg in het eerste kwartaal van 2026 met 1,3% op kwartaalbasis, dankzij de veerkrachtige export en behulpzame beleidsmaatregelen. Uit de cijfers voor april bleek echter dat er sprake was van een breed gedragen groeivertraging. Daarin komen de zwakkere detailhandelsverkopen en investeringen tot uitdrukking, en het groeitempo van de industriële productie is afgenomen tot 4,1% op jaarbasis – het laagste tempo sinds medio 2023 – doordat de hogere olieprijsen de bedrijvigheid in energie-intensieve sectoren drukken. De vastgoedsector bleef de economie afremmen, met aanhoudende dalingen van de huizenprijzen en gematigde algemene vastgoedindicatoren. De export bleef de economische bedrijvigheid ondersteunen, dankzij de handel in AI-gerelateerde producten zoals halfgeleiders, en concurrerende prijzen, terwijl de binnenlandse vraag zwak bleef. De inflatiedruk afkomstig van de energieschok is tot nu toe duidelijker merkbaar geweest in de producentenprijzen dan in de consumentenprijzen. De totale CPI-inflatie steeg in april licht tot 1,2% op jaarbasis, terwijl de producentenprijsinflatie sterk opliep tot 2,8%. Dit wijst erop dat hogere energiekosten een directere druk uitoefenen op de industrie en energie-intensieve sectoren dan op huishoudens. Over het geheel genomen wordt verwacht dat de economische bedrijvigheid geleidelijk zal afnemen, aangezien de veerkrachtige export slechts gedeeltelijk tegenwicht biedt tegen de zwakke binnenlandse vraag en de aanhoudende correcties in de vastgoedsector.

In het Verenigd Koninkrijk is de economische bedrijvigheid in het eerste kwartaal van 2026 sterk aangetrokken, maar dit herstel zal naar verwachting van tijdelijke aard blijken te zijn. De bbp-groei versnelde tot 0,6% op kwartaalbasis, gesteund door zowel de particuliere als de overheidsconsumptie, terwijl de investeringen daalden en de netto-uitvoer de groei afremde. De meest recente kortetermijnindicatoren wijzen op een afnemende dynamiek aan het begin van het tweede kwartaal doordat de hogere energieprijzen en de onzekerheid het vertrouwen ondermijnden. De totale inflatie is in april gedaald, wat vooral de lagere diensteninflatie tot uitdrukking kwam, maar deze zal naar verwachting weer stijgen aangezien de hogere energiekosten gaan doorwerken in de energierekening van de huishoudens zodra het energieprijzplafond wordt aangepast. Over het geheel genomen wordt verwacht dat de groeidynamiek na de opleving van het eerste kwartaal afneemt, en de komende maanden zal er waarschijnlijk opnieuw inflatoire druk ontstaan.

2 Economische bedrijvigheid

De economie van het eurogebied (exclusief de volatiele Ierse gegevens) groeide gematigd in het eerste kwartaal van 2026, onder impuls van de binnenlandse vraag en de uitvoer. De arbeidsmarkt bleef veerkrachtig. Zo kwamen er in het eerste kwartaal banen bij, weliswaar in een trager tempo dan in het vierde kwartaal van 2025. Door de uitbraak van de oorlog in het Midden-Oosten daalden de kortetermijnindicatoren voor de bedrijvigheid sinds maart, wat duidt op een verzwakking van de consumptieve bestedingen, een verslechtering van het sentiment en langere leveringstermijnen. Samen wijzen deze ontwikkelingen erop dat de oorlog in het Midden-Oosten zowel de huidige als de verwachte bedrijvigheid drukt. De verslechtering van het algemene sentiment is grotendeels toe te schrijven aan de huishoudens en de dienstensector. Op middellange termijn zal de binnenlandse vraag wellicht worden ondersteund door een herstel van het reële inkomen, onder invloed van dalende energieprijzen, een veerkrachtige arbeidsmarkt en stijgende overheidsbestedingen aan infrastructuur en defensie. Deze factoren zullen naar verwachting worden aangevuld met grotere investeringen in artificiële intelligentie en de energietransitie.

Deze vooruitzichten worden grotendeels weerspiegeld in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2026, waarin een gemiddelde reële bbp-groei op jaarbasis wordt verwacht van 0,8% in 2026, 1,2% in 2027 en 1,5% in 2028. Dit komt neer op een kleine neerwaartse bijstelling voor 2026 en 2027, en vormt de weerslag van de groter dan voordien verwachte impact van de oorlog op de grondstoffenmarkten, de reële inkomens en het vertrouwen. De oorlog in het Midden-Oosten heeft de vooruitzichten aanzienlijk onzekerder gemaakt, waardoor opwaartse risico's voor de inflatie en neerwaartse risico's voor de economische groei ontstaan. Gezien de zeer grote onzekerheid over de impact van de oorlog, die sterk zal afhangen van de duur en de intensiteit ervan, gaat het basisscenario gepaard met bijgewerkte alternatieve scenario's ter illustratie die samen met de medewerkersprojecties op de website van de ECB werden gepubliceerd.⁴

De economie van het eurogebied (exclusief de volatiele Ierse gegevens) groeide gematigd in het eerste kwartaal van 2026. Volgens de meest recente raming van Eurostat is het reële bbp van het eurogebied in het eerste kwartaal van 2026 met 0,2% gedaald op kwartaalbasis, na een stijging met 0,2% in het vierde kwartaal van 2025. Als Ierland buiten beschouwing wordt gelaten, groeide het reële bbp echter met 0,3%, wat iets minder is dan de 0,4% van het vierde kwartaal van 2025. De dynamiek van de componenten van de binnenlandse vraag vertraagde in het eerste kwartaal (zie Grafiek 3). De groei van zowel de particuliere consumptie als de overheidsconsumptie verzwakte en de investeringen namen af. Tegelijkertijd namen de voorraadwijzigingen licht af, waardoor ze negatief bijdroegen aan de bbp-groei. Hoewel het uitvoersaldo in totaal negatief was, bleek het na uitsluiting van de volatiele Ierse handelsstromen positief te zijn. De productie werd in het eerste kwartaal voornamelijk ondersteund door de dienstensector, opnieuw onder impuls

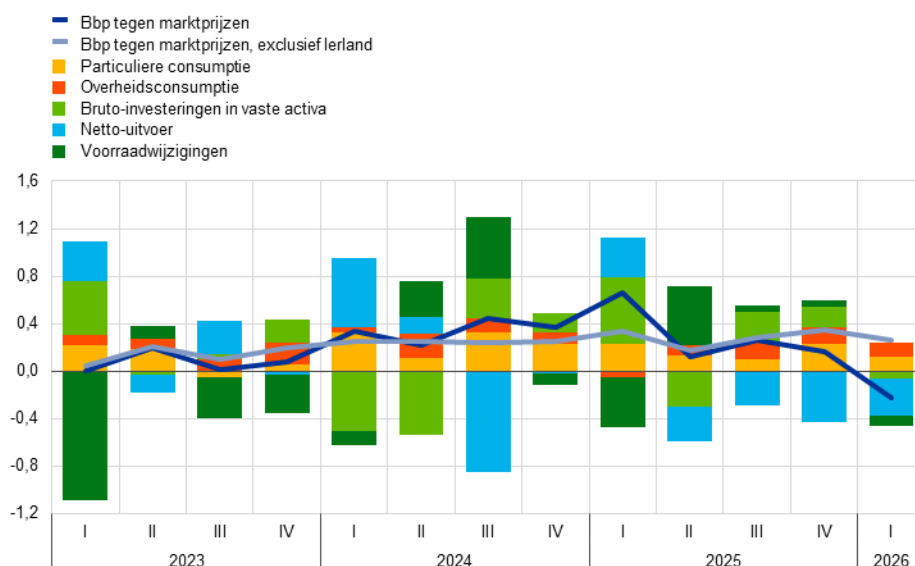
⁴ Zie "de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2026", die op 11 juni 2026 werden gepubliceerd op de website van de ECB.

van de informatie- en communicatiediensten. De dynamiek in de bouwnijverheid daalde als gevolg van ongunstige weersomstandigheden in delen van Europa, waardoor de bedrijvigheid in deze bedrijfstak kromp, na vier kwartalen van groei. De ontwikkelingen in de verwerkende nijverheid verschilden sterk in het eurogebied en werden in sommige landen sterk beïnvloed door volatiliteit, in het bijzonder de door Ierland gemelde daling van 35%. De sector heeft nog altijd te kampen met tegenwind als gevolg van hogere tarieven en geopolitieke onzekerheid, maar wordt tegelijkertijd ondersteund door de productie in verband met de defensie-industrie. Ondanks de opmerkelijke verschillen tussen landen kenden de meeste lidstaten in het eerste kwartaal van 2026 een positieve bbp-groei.

Grafiek 3

Reëel bbp in het eurogebied en de samenstelling ervan

(mutaties in procenten op kwartaalbasis; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

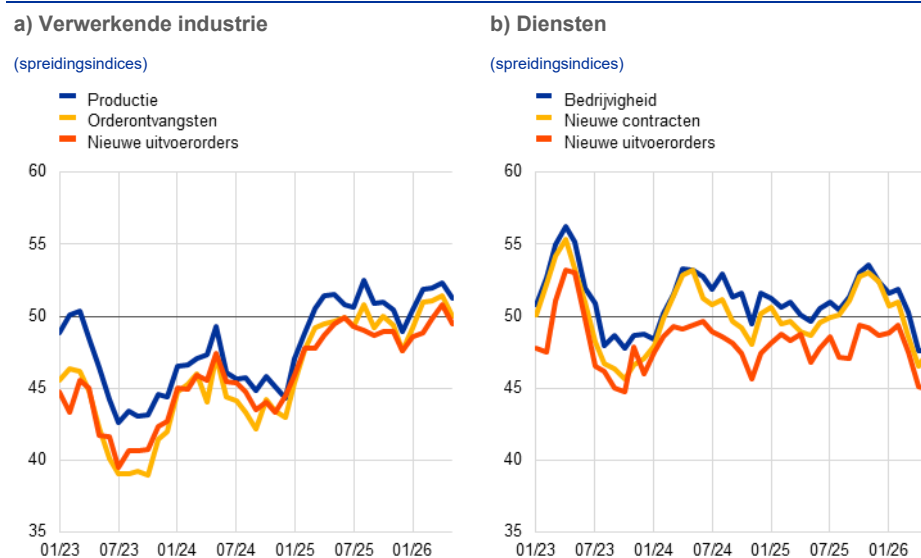
Toelichting: In de grafiek wordt ook het bbp exclusief Ierland getoond, omdat de Ierse gegevens bijzonder volatiel zijn. In de subcomponenten wordt echter de uitsplitsing van het bbp inclusief Ierland weergegeven. De meest recente waarnemingen betreffen het eerste kwartaal van 2026.

De kortetermijnindicatoren daalden sinds maart, wat duidelijk wijst op de ongunstige gevolgen van de oorlog in het Midden-Oosten voor de economische bedrijvigheid. De flashraming van de samengestelde Purchasing Managers' Index (PMI) voor de productie van het eurogebied daalde verder in mei en kromp zo voor de tweede opeenvolgende maand. De cumulatieve daling van 51,9 tot 48,6 die tussen februari en mei 2026 werd opgetekend, onderstreept de negatieve gevolgen van de oorlog in het Midden-Oosten voor de productieperceptie. Hoewel deze afname door zowel de verwerkende industrie als de dienstensector werd veroorzaakt, was de cumulatieve daling in de dienstensector aanzienlijk groter. Zo bereikte de index voor de bedrijvigheid in de dienstensector niveaus die sinds begin 2021 niet meer waren waargenomen (Grafiek 4). De enquêtes onder bedrijven en consumenten van de Europese Commissie laten een soortgelijk beeld zien, waarbij de verslechtering van het algemene sentiment grotendeels afkomstig is van de huishoudens en de dienstensector. Uit de PMI-gegevens blijkt ook dat de meer toekomstgerichte enquêteresultaten voor de orderontvangst gelijkijdig met de

productie daalden, terwijl de leveringstijden verder opliepen, tot de grootste vertragingen sinds juni 2022.

Grafiek 4

PMI-indicatoren voor de verschillende bedrijfstakken van de economie



Bron: S&P Global Market Intelligence.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen mei 2026.

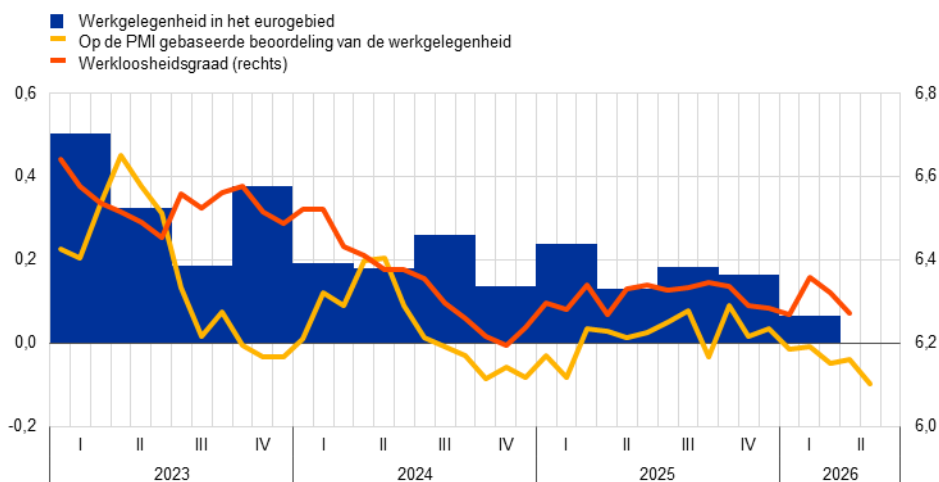
De werkloosheidsgraad blijft laag, maar de werkgelegenheidscreatie vertraagde en de vraag naar arbeidskrachten blijft afzwakken.

De werkloosheidsgraad bedroeg 6,3% in maart en april en is sinds half 2024 grotendeels stabiel gebleven (Grafiek 5). Hoewel het totale aantal gewerkte uren in het eerste kwartaal van 2026 met 0,2% afnam op kwartaalbasis, bleef de werkgelegenheid groeien, ondersteund door een toenemende beroepsbevolking. Daardoor daalde het gemiddelde aantal gewerkte uren per werknemer. Toch nam het tempo van de werkgelegenheidscreatie begin 2026 verder af tot 0,1% op kwartaalbasis en 0,5% op jaarbasis, na stijgingen met 0,7% in 2025, 0,8% in 2024 en 1,4% in 2023. De geleidelijke verzwakking van de werkgelegenheidsgroei vloeit deels voort uit een aanhoudende afname van de vraag naar arbeidskrachten. De vacaturegraad volgt sinds de tweede helft van 2022 een neerwaartse trend. Na een licht herstel eind 2025 onder invloed van ontwikkelingen in de bouwnijverheid daalde deze in het eerste kwartaal van 2026 verder tot 2,2%. De sectorale trends liepen het afgelopen jaar uiteen, met een toename van het aantal vacatures in de bouwnijverheid en een nieuwe afname van het aantal vacatures in de marktdiensten en de industrie.

Grafiek 5

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

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



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

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

De kortetermijnindicatoren voor de arbeidsmarkt wijzen op een zwakke werkgelegenheidsdynamiek in het tweede kwartaal van 2026. De samengestelde PMI-werkgelegenheidsindex op maandbasis kwam aan het begin van het jaar uit onder de neutrale drempel van 50. Deze nam verder af van 49,6 in april tot 49,0 in mei, wat wees op een grotendeels ongewijzigde werkloosheidsgraad in het tweede kwartaal van het jaar. De index staat nu op het laagste peil sinds november 2020. De PMI voor de werkgelegenheid in de dienstensector begon in mei 2026 te krimpen, tot 49,4, terwijl de PMI voor de werkgelegenheid in de verwerkende nijverheid verder daalde tot 47,8. Bovendien wijzen berichten in de media over aangekondigde bedrijfsherstructureringen op een gematigde werkgelegenheidsdynamiek in het tweede kwartaal van 2026, in het bijzonder in de verwerkende nijverheid (zie [Kader 5](#)).

De particuliere consumptie zwakte in het eerste kwartaal van 2026 af en deze dynamiek zal zich op korte termijn wellicht voortzetten. De particuliere consumptie steeg in het eerste kwartaal van het jaar met 0,2% op kwartaalbasis, na een sterkere groei met 0,4% in het voorgaande kwartaal (Grafiek 6, paneel a). De binnenlandse bestedingen werden voornamelijk gestimuleerd door de dienstensector, die werd ondersteund door het toerisme. Dat werd gedeeltelijk tenietgedaan door de goederensector, die werd gedrukt door de bestedingen aan niet-duurzame goederen. Tijdens het tweede kwartaal wijzen hoogfrequente indicatoren op een duidelijke vertraging van de consumptiedynamiek, omdat de economische impact van de oorlog in het Midden-Oosten geleidelijk tot uiting komt (zie [Kader 4](#)). De detail-handelsverkoop daalden in april met 0,4% op maandbasis, tot net onder hun gemiddelde peil van het eerste kwartaal (Grafiek 6, paneel b). De indicator van het consumentenvertrouwen van de Europese Commissie daalde

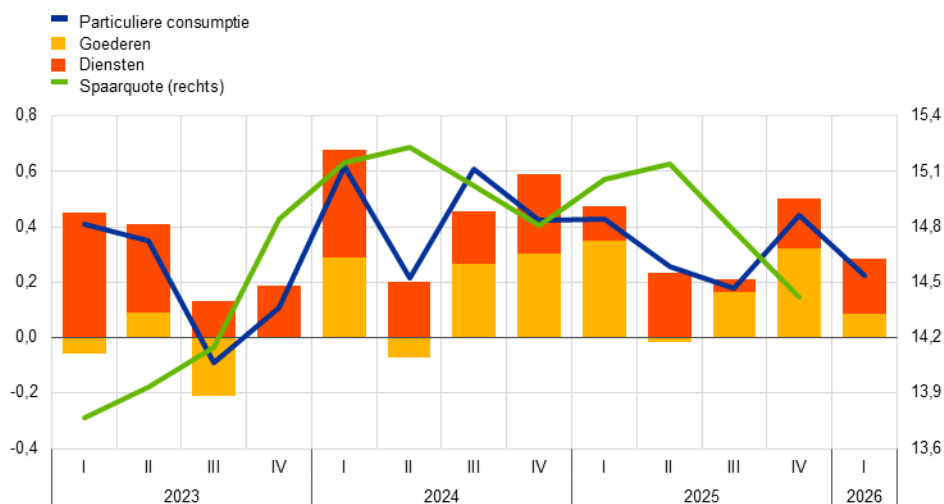
gemiddeld scherp in april en mei, voornamelijk onder invloed van de verwachtingen van de huishoudens voor grote individuele aankopen en de algemene economische vooruitzichten. Afgaande op de conjunctuurenquêtes van de Europese Commissie voor de verschillende sectoren daalde de door de consumenten verwachte bedrijvigheid ook fors in april en mei, onder invloed van de detailhandel, accommodatie en maaltijden en de reisdiensten. Deze signalen werden bevestigd door de Consumer Expectations Survey, die erop wees dat het consumentenvertrouwen aanzienlijk daalde en dat de uitgaven aan vakanties en luxeartikelen verzwakten in april, aangezien huishoudens met een hoger inkomen hun discretionaire uitgaven uitstelden. Naar de toekomst toe zal de stijging van de energieprijzen en de onzekerheid als gevolg van de oorlog in het Midden-Oosten wellicht ongunstige gevolgen hebben voor de particuliere consumptie. Deze negatieve effecten op de consumptie worden mogelijk opgevangen door robuuste balansen, die de verliezen aan reëel nettovermogen als gevolg van de inflatiegolf in 2022 ruimschoots hebben goedgemaakt. Deze verliezen zijn echter nog steeds aanzienlijk voor de liquide activa, zoals deposito's, evenals bij huishoudens in de laagste categorie van de vermogensverdeling, die traditioneel een hogere marginale consumptiequote hebben. Daarom zijn de verzachtende effecten van de balansen voor de particuliere consumptie ditmaal mogelijk minder groot dan in 2022.

Grafiek 6

Consumptie en spaargeld van de huishoudens; consumentenvertrouwen, verwachte bedrijvigheid en onzekerheid, en detailhandelsverkopen

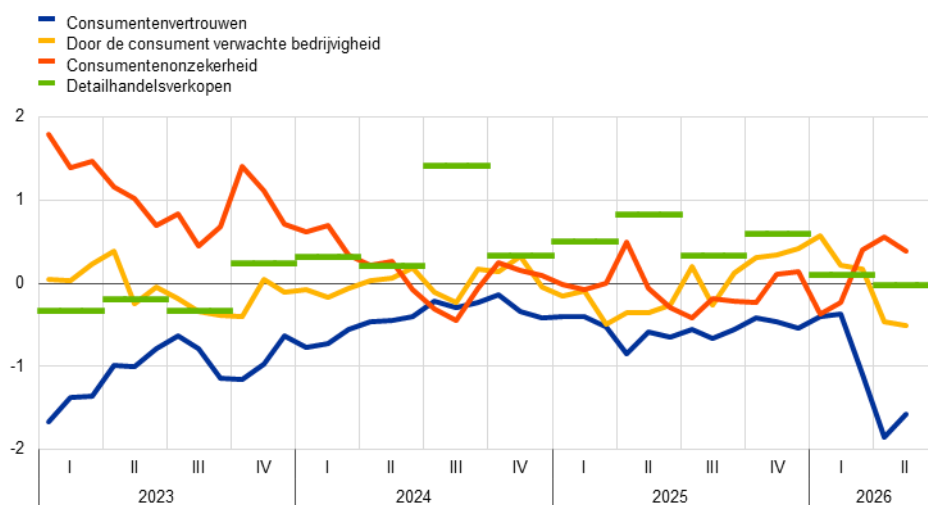
a) Consumptie en spaargeld van de huishoudens

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



b) Consumentenvertrouwen, verwachte bedrijvigheid en onzekerheid, en detailhandelsverkopen

(gestandaardiseerde procentuele saldi, detailhandelsverkopen, mutaties in procenten op kwartaalbasis)



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

Toelichting: In paneel a) worden de niveaus van de reële binnenlandse consumptie van goederen en diensten zodanig geschaald dat ze uitkomen op het niveau van de reële particuliere consumptie in de voornaamste nationale rekeningen. In paneel b) verwijst de "door de consument verwachte bedrijvigheid" naar een gewogen gemiddelde van de bedrijfsverwachtingen voor de komende drie maanden met betrekking tot de productie in de verwerkende nijverheid, de werkgelegenheid in de bouwnijverheid, de bedrijvigheid in de handel en de vraag naar diensten, op basis van de conjunctuurenquête van de Europese Commissie en gewogen volgens de sectorale aandelen in de particuliere consumptie van het eurogebied uit de FIGARO-input-outputtabellen voor 2023.

"Consumentenonzekerheid" verwijst naar de Consumer Economic Uncertainty Index van de Europese Commissie. Alle reeksen zijn gestandaardiseerd voor de volledige steekproef vanaf januari 1999, met uitzondering van de consumentenonzekerheid, die is gestandaardiseerd voor de volledige steekproef vanaf april 2019, vanwege de beschikbaarheid van gegevens. De meest recente waarnemingen betreffen het eerste kwartaal van 2026 in paneel a), en het tweede kwartaal van 2026 (gebaseerd op april 2026) voor de detailhandelsverkopen en mei 2026 voor alle andere componenten in paneel b).

De bedrijfsinvesteringen groeiden gematigd in het eerste kwartaal van 2026, maar de oorlog in het Midden-Oosten zal naar verwachting een grotere weerslag hebben op het tweede kwartaal.

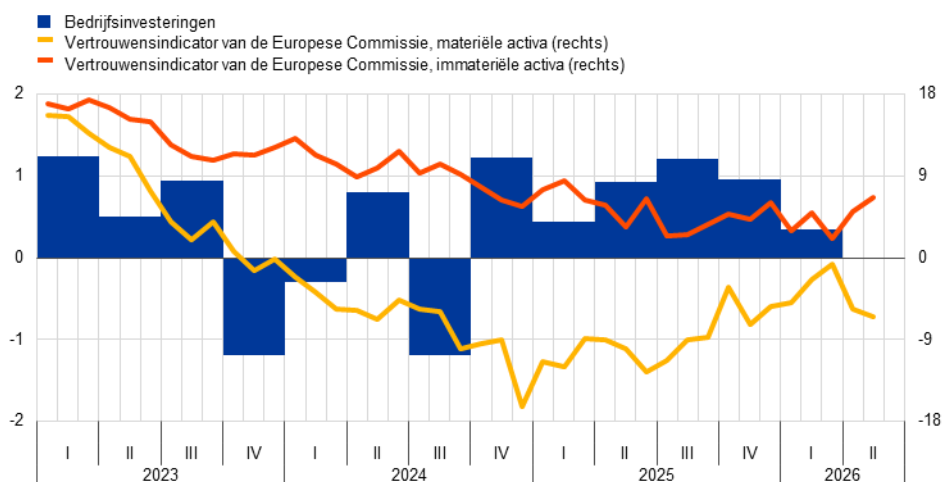
De niet-bouwinvesteringen (exclusief de volatiele Ierse intellectuele-eigendomsproducten) stegen in het eerste kwartaal van het jaar met 0,4% op kwartaalbasis, met positieve bijdragen van zowel immateriële activa als machines en apparatuur (Grafiek 7, paneel a). Achter deze geaggregeerde uitkomsten gaan echter aanzienlijke verschillen tussen landen schuil, ook tussen de grootste economieën. Zo lieten Duitsland en Italië respectievelijk een daling van 0,7% en een stijging van 1,8% op kwartaalbasis optekenen. Vooruitkijkend zullen de bedrijfsinvesteringen in het tweede kwartaal wellicht verzwakken, aangezien de grotere onzekerheid door de oorlog ongunstig is voor het vertrouwen in de kapitaalgoederensector en voor de productieverwachtingen van producenten van zowel materiële als immateriële activa. In lijn hiermee daalde in beide segmenten de PMI-component orderontvangsten in mei tot onder de groeidempel. Zolang de oorlog voortduurt, zullen de neerwaartse risico's voor de investeringsvooruitzichten voor de rest van 2026 wellicht toenemen. De halfjaarlijkse investeringsenquête van de Europese Commissie (uitgevoerd in maart en april) wijst op een zwakke, maar positieve jaarlijkse groei voor 2026. Op het moment van de enquête verwachtten de bedrijven over het algemeen enkel tijdelijke verstoringen door de oorlog, waarbij ze hun investeringsplannen voor het jaar baseerden op solide fundamentele factoren van vóór de oorlog (waaronder stijgende bedrijfswinsten, gezonde balansen en lage schuldendienstquotes). Naarmate de oorlog voortduurt, zullen de neerwaartse risico's wellicht echter toenemen als gevolg van de grote onzekerheid, de zwakkere groei van de vraag, stijgende kosten en krappere financieringsvoorwaarden. Niettemin blijven de onderliggende voorwaarden aanwezig voor een herstel van de bedrijfsinvesteringen zodra het conflict is beëindigd. Deze voorwaarden omvatten aanhoudende digitale behoeften en hogere uitgaven voor defensie en infrastructuur, wat wordt ondersteund door de doorlopende financiering uit het NextGenerationEU-plan (zie ook Paragraaf 6 van dit Economisch Bulletin over begrotingsontwikkelingen).

Grafiek 7

Dynamiek van de reële investeringen en enquêtegegevens

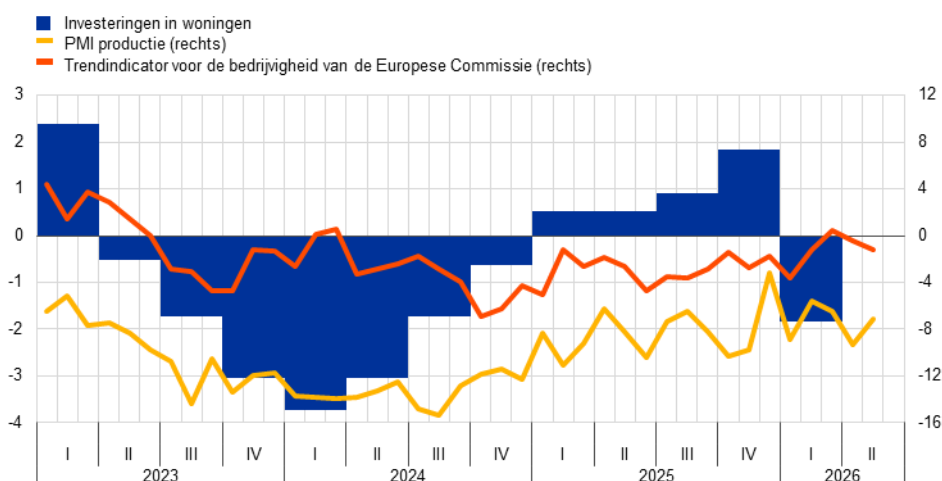
a) Bedrijfsinvesteringen

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



b) Investerings in woningen

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



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

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

De investeringen in woningen daalden in het eerste kwartaal van 2026

aanzienlijk, maar zullen naar verwachting op korte termijn weer groeien. Op

kwartaalbasis namen de investeringen in woningen met 1,8% af in het eerste kwartaal van 2026, na een groei tijdens de vier voorgaande kwartalen (Grafiek 7, paneel b). Deze daling was deels toe te schrijven aan ongunstige

weersomstandigheden, zoals ook blijkt uit het ongewoon hoge aandeel

bedrijfsleiders in de bouw- en gespecialiseerde bouwsector dat in de enquête van de

Europese Commissie gewag maakte van beperkingen als gevolg van het weer tijdens de eerste twee maanden van het jaar. Omdat de weersomstandigheden in vergelijking met het eerste kwartaal weer normaal werden, hebben de woninginvesteringen zich in het tweede kwartaal wellicht hersteld. Deze inschatting wordt ondersteund door de aanhoudende opwaartse trend in het aantal bouwvergunningen voor woningen, dat in januari en februari gemiddeld ongeveer 5% boven het gemiddelde niveau van het vierde kwartaal van 2025 lag, wat wijst op een aantrekkelijke bedrijvigheid in de woningbouw. Tegelijkertijd lijkt de oorlog in het Midden-Oosten het herstel van de investeringen in woningen te belemmeren door toenemende druk aan de aanbodzijde en een zwakkere vraag. De op enquêtes gebaseerde indicatoren van de bedrijvigheid – met inbegrip van de indicator van de Europese Commissie voor recente trends in de bouw- en gespecialiseerde bouwactiviteiten en de PMI-index voor de woningproductie – verzwakten na de uitbraak van de oorlog. Daarnaast wijzen de PMI-enquêtegegevens op een sterke toename van de inputkostendruk, terwijl de enquête van de Europese Commissie wijst op zwakkere intenties van de huishoudens om in de komende 12 maanden een huis te kopen of te bouwen en verbouwingen uit te voeren. Deze ontwikkelingen zullen de dynamiek van de investeringen in woningen op korte termijn wellicht drukken. Niettemin wijzen de beschikbare indicatoren momenteel niet op een hernieuwde daling van deze investeringen.

Na een positief resultaat in het eerste kwartaal van 2026 zijn de vooruitzichten voor de uitvoer van het eurogebied verslechterd onder druk van de dienstensector en de tanende steun van preventieve voorraadopbouw. De totale uitvoer van het eurogebied, met uitzondering van Ierland, nam in het eerste kwartaal van 2026 met 0,7% toe. Deze stijging was het resultaat van een gematigder afname van de goederenuitvoer, die vertraagde tot 0,1%, en een robuuste groei met 2,7% op kwartaalbasis van de dienstenuitvoer. Enquête-indicatoren voor de uitvoerorders van de verwerkende industrie wijzen op een groei aan het begin van het tweede kwartaal, deels dankzij de preventieve voorraadopbouw die de goederenuitvoer in maart had ondersteund. Tegelijkertijd daalden de uitvoerorders van diensten in het eurogebied in het snelste tempo sinds oktober 2023, als gevolg van bijzonder scherpe dalingen van de orderontvangsten in het toerisme en het vervoer. De groei van de invoer van het eurogebied stagneerde in het eerste kwartaal door een lagere invoer uit de Verenigde Staten, terwijl de invoer uit China verder toenam, hoewel de invoer uit andere Aziatische economieën daalde. De verslechtering van de ruilvoet bleef in het eerste kwartaal gematigd, maar zal naar verwachting toenemen naarmate de prijzen van de energie-invoer stijgen en de desinflatoire druk vanuit China vermindert. Het maximale verlies wordt geraamd op ongeveer 0,4% bbp in 2026, in vergelijking met 1,7% bbp in 2022.

De economische vooruitzichten voor het eurogebied blijven zeer onzeker tegen de achtergrond van de ongunstige gevolgen van de oorlog in het Midden-Oosten, de blokkade van de Straat van Hormuz en de sterke volatiliteit van de olieprijs. Enkele van de risico's die in de projecties van maart 2026 werden genoemd, hebben zich deels voorgedaan. Zo zijn de olieprijs gestegen, zijn er knelpunten in de toeleveringsketens ontstaan en gaan de markten er nu van uit dat de gevolgen van de oorlog langer zullen aanhouden.

In het basisscenario wordt uitgegaan van een groei van het reële bbp op jaarbasis van 0,8% in 2026, 1,2% in 2027 en 1,5% in 2028. De bbp-groei werd voor zowel 2026 als 2027 licht neerwaarts herzien, omdat de gevolgen van de oorlog in het Midden-Oosten groter zijn dan eerst werd verwacht, terwijl die voor 2028 licht opwaarts werd bijgesteld naarmate deze gevolgen wegebben.

Alternatieve aannames over de omvang en de duur van de oorlog in het Midden-Oosten en de energieprijsschok, de gevolgen ervan voor de internationale omgeving en de onzekerheid, evenals de verspreiding ervan via indirecte en tweederonde-inflatie-effecten, zouden tot zeer verschillende macro-economische resultaten leiden.

Om deze onzekerheid te illustreren, hebben de medewerkers drie alternatieve scenario's opgesteld: een milder scenario, een ongunstig scenario en een ernstig scenario (zie [de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2026](#)).

3 Prijzen en kosten

De totale inflatie in het eurogebied op jaarbasis, gemeten aan de hand van de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP), ligt 1,2 procentpunt boven de doelstelling van 2% op middellange termijn van de Raad van Bestuur. Deze inflatie steeg van 3,0% in april tot 3,2% in mei 2026, onder invloed van een toegenomen energie-inflatie en HICP exclusief energie en voedingsmiddelen (HICPX), terwijl de voedselinflatie daalde.⁵ De HICPX-inflatie liep in mei op tot 2,5%, tegen 2,2% in april, door een stijging van de goederen- en diensteninflatie. De indicatoren van de onderliggende inflatie namen recentelijk licht toe. De jaarlijkse groei van de loonsom per werknemer daalde in het eerste kwartaal van 2026 tot 3,5%, tegen 3,7% in het laatste kwartaal van 2025.

Volgens de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2026 zal de totale inflatie gemiddeld 3,0% bedragen in 2026, voordat deze daalt tot 2,3% in 2027 en 2,0% in 2028. In vergelijking met de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van maart 2026 werd de totale inflatie voor 2026 en 2027 opwaarts herzien als gevolg van de sterker oplopende energieprijzen, die naar verwachting in zekere mate zullen doorwerken in de voedsel-, goederen- en diensteninflatie. De opwaartse risico's voor de inflatie weerspiegelen de gevolgen van de oorlog in het Midden-Oosten. Aangezien de inflatievooruitzichten afhangen van de intensiteit en de duur van de energieprijsschok, en van de omvang van de indirecte en tweederonde-effecten ervan, wordt het basisscenario aangevuld met bijgewerkte illustratieve scenario's die als onderdeel van de projecties van juni 2026 op de website van de ECB werden gepubliceerd.⁶

De HICP-inflatie in het eurogebied steeg in mei 2026 tot 3,2%, tegen 3,0% in april (Grafiek 8). Deze stijging was het gevolg van een hogere energie- en HICPX-inflatie, terwijl de voedselinflatie daalde. Het veranderingspercentage op jaarbasis van de energieprijzen steeg licht van 10,8% in april tot 10,9% in mei, door een sterk opwaarts basiseffect, terwijl de energie-inflatie op maandbasis afnam met 1,1%. De voedselinflatie daalde van 2,4% in april tot 2,0% in mei. In dezelfde periode liep de inflatie binnen de voedingscomponent terug voor zowel de bewerkte als de onbewerkte voedingsmiddelen. Het veranderingspercentage op jaarbasis van de prijzen van bewerkte voedingsmiddelen nam af van 4,6% tot 4,2%, terwijl dat van onbewerkte voedingsmiddelen terugliep van 1,6% tot 1,1%. De HICPX-inflatie liep in mei op tot 2,5%, tegen 2,2% in april, door een stijging van de inflatie voor zowel niet-energetische industriële goederen (NEIG) als diensten. De NEIG-inflatie steeg licht van 0,8% in april tot 0,9% in mei, terwijl de diensteninflatie in dezelfde periode toenam van 3,0% tot 3,5%. Hoewel er nog geen gedetailleerde uitsplitsing beschikbaar is, weerspiegelt de versnelling van de diensteninflatie wellicht een

⁵ De afsluitingsdatum voor de gegevens in dit nummer van het Economisch Bulletin was 10 juni 2026. Volgens de volledige publicatie van de HICP-gegevens die Eurostat op 17 juni 2026 heeft gepubliceerd, bedroeg de jaarlijkse inflatie in het eurogebied in mei 2026 3,2%.

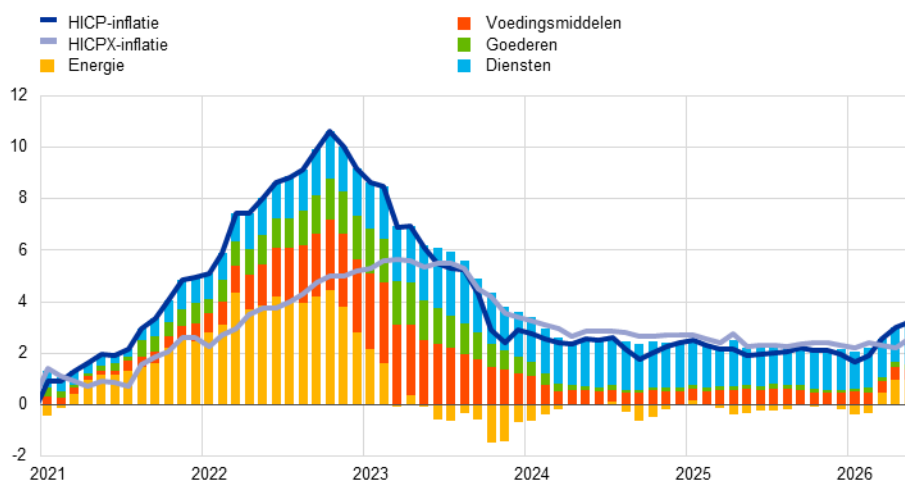
⁶ Zie de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2026, die op 11 juni 2026 werden gepubliceerd op de website van de ECB.

grotere prijsdruk in het vervoer en de reisgerelateerde diensten, waar de hogere energiekosten doorgaans sterker doorwerken.

Grafiek 8

Totale inflatie en de belangrijkste componenten ervan

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

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

De maatstaven van de onderliggende inflatie namen recentelijk licht toe

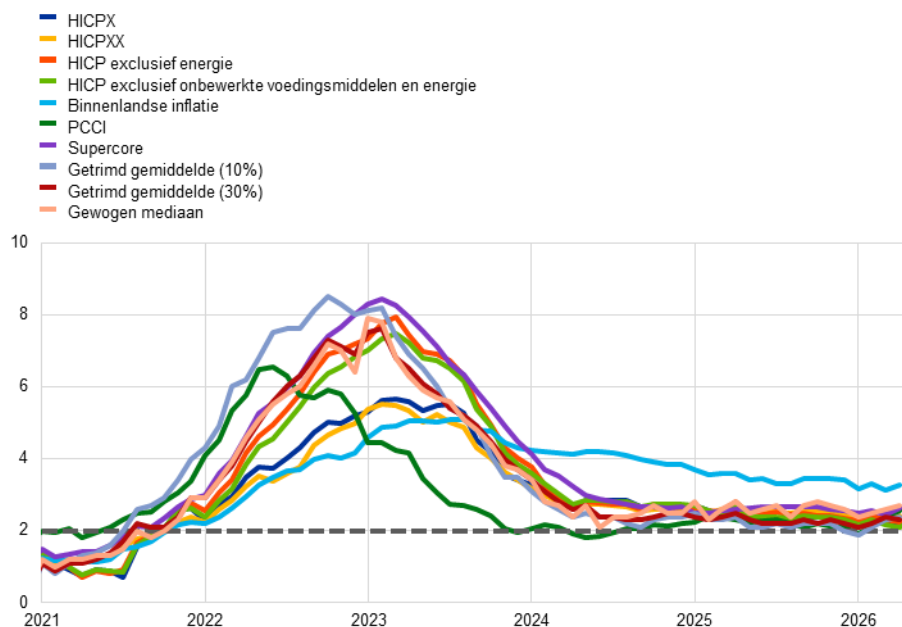
(Grafiek 9).⁷ Na gemengde signalen in april 2026 namen de beschikbare maatstaven op basis van eliminatie in mei toe. In april schommelden de indicatoren van de onderliggende inflatie tussen 2,1% en 2,6%, waarbij alle op modellen gebaseerde maatstaven van de onderliggende inflatie stegen. De persistente en gemeenschappelijke inflatiecomponent (Persistent and Common Component of Inflation – PCCI) steeg in april tot 2,6%, tegen 2,4% in maart. Tegelijkertijd steeg de PCCI exclusief energie van 2,2% tot 2,3%. De Supercore-indicator, die conjunctuurgevoelige HICP-componenten omvat, nam in dezelfde periode lichtjes toe van 2,5% tot 2,6%.

⁷ De resultaten van de indicatoren van de onderliggende inflatie zijn nu gebaseerd op versie 2 van de Europese Classificatie van individuele consumptie naar doel (European Classification of Individual Consumption According to Purpose version 2 – ECOICOP 2), die herziene historische wegingen omvat en waarin kansspelen als nieuwe component zijn toegevoegd aan de productendekking van de HICP. Door deze methodologische wijzigingen zijn de resultaten iets moeilijker te vergelijken met eerdere resultaten, hoewel dit voor de belangrijkste aggregaten naar verwachting slechts in beperkte mate het geval zal zijn. Voor meer details, zie Eurostat, [Questions & Answers on the improvements in the Harmonised Index of Consumer Prices \(HICP\) effective January 2026](#), Europese Commissie, Luxemburg, 25 februari 2026. Ook de methodologie om de Supercore-indicator samen te stellen, werd verfijnd.

Grafiek 9

Indicatoren van de onderliggende inflatie

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

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

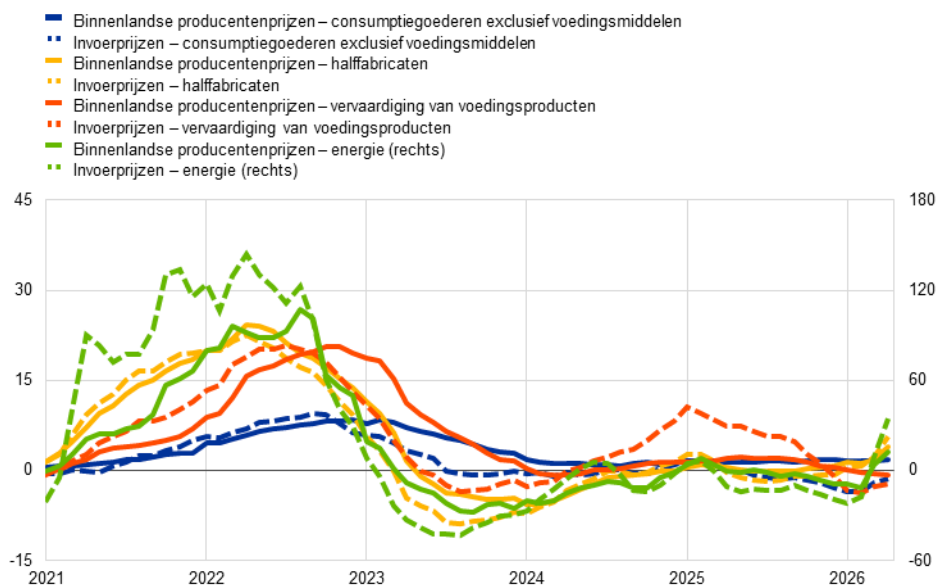
De indicatoren van de prijsdruk op het productieproces van goederen waren in april op een toename van de inflatiedruk in de meeste stadia van de prijsketen (Grafiek 10).

In de vroege stadia van de prijsketen steeg de inflatie van de producentenprijzen voor energie sterk, van 4,0% in maart 2026 tot 12,3% in april, en verviervoudigden de invoerprijzen voor energie, van 8,7% in maart tot 34,8% in april. De druk blijft hoog voor halffabricaten, als gevolg van forse stijgingen van de binnenlandse producentenprijzen en de invoerprijzen, die respectievelijk opliepen tot 3,9% en 5,7%. In de latere stadia van de prijsketen waren de indicatoren van de prijsdruk op het productieproces van consumptiegoederen over het algemeen op een hogere inflatiedruk, aangezien zowel de invoerprijsinflatie (-1,4%) als de inflatie van de binnenlandse producentenprijzen voor consumptiegoederen exclusief voedingsmiddelen (1,9%) stegen. Tegelijkertijd bleef de druk op de voedingsmiddelenprijzen zwak. De groei op jaarbasis van de producentenprijzen voor bewerkte voedingsmiddelen nam verder af, tot -0,8%, waarmee de sinds september 2025 waargenomen geleidelijke neerwaartse trend werd voortgezet. De groei op jaarbasis van de invoerprijzen is daarentegen sinds maart 2026 gestegen en bedroeg -2,2% in april, tegen -3,6% in februari. Wegens de aanhoudende oorlog in het Midden-Oosten worden de ontwikkelingen in de energie- en voedselprijzen, evenals de prijsdruk op het productieproces in het algemeen, nauwlettend gevolgd.

Grafiek 10

Indicatoren van de druk op het productieproces

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen april 2026.

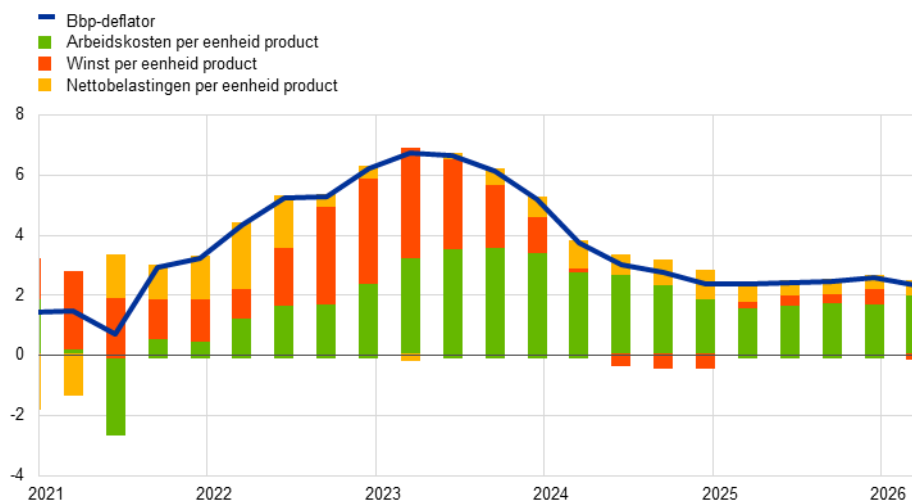
De binnenlandse kostendruk, zoals afgemeten aan de groei van de bbp-deflator, daalde tijdens het eerste kwartaal van 2026 tot 2,3%, tegen 2,6% in het voorgaande kwartaal (Grafiek 11). Dit komt door een daling van de bijdrage van de winst per eenheid product (van 0,5% tot -0,1%), terwijl de bijdrage van de arbeidskosten per eenheid product steeg en die van de nettobelastingen per eenheid product onveranderd bleef. De groei op jaarbasis van de arbeidskosten per eenheid product steeg (van 3,2% tot 3,7%) door een afname van de groei van de arbeidsproductiviteit (van 0,5% tot -0,2%). Dit werd echter deels gecompenseerd door een daling van de groei op jaarbasis van de loonsom per werknemer (van 3,7% tot 3,5%). Deze daling weerspiegelde een afname van de groei van de contractlonen, die vertraagde van 2,9% in het vierde kwartaal van 2025 tot 2,5% in het eerste kwartaal van 2026, en werd gedeeltelijk gecompenseerd doordat de bijdrage van de loondriftcomponent in dezelfde periode toenam van 1,1 procentpunt tot 1,4 procentpunt. Vooruitblikkend wijst de loontracker van de ECB, die werd bijgewerkt met gegevens over de loonakkoorden die tot eind mei 2026 zijn gesloten, erop dat de druk op de contractlonen in de eerste helft van 2026 zal afnemen en zich tegen het einde van het jaar zal stabiliseren op een lager niveau, namelijk rond 2,6%, tegen 3,0% in 2025.⁸ Volgens de projecties van juni 2026 zal de groei op jaarbasis van de loonsom per werknemer vertragen van 3,9% in 2025 tot 3,2% in 2026, en daarna ongeveer op dit niveau blijven in 2027 en 2028. Dit sluit aan bij de tekenen van afnemende loondruk die blijken uit recente gegevens en loonakkoorden.

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

Grafiek 11

Uitsplitsing van de bbp-deflator

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

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

Tijdens de verslagperiode van 19 maart tot 10 juni 2026 veranderden de marktgebaseerde maatstaven van inflatiecompensatie op korte termijn nauwelijks in nettoterminen, ondanks aanzienlijke volatiliteit binnen die periode wegens olieprijschommelingen die verband hielden met de oorlog in het Midden-Oosten, terwijl de inflatieverwachtingen op langere termijn stevig verankerd bleven rond 2% (Grafiek 12, paneel a). In de verslagperiode liepen de inflatieverwachtingen van beleggers voor de korte termijn sterk uiteen. Uiteindelijk keerden de verwachtingen echter terug naar een niveau dat vergelijkbaar was met dat in de periode rond de vergadering van de Raad van Bestuur op 19 maart 2026, aangezien de olieprijsen in mei daalden door de hoop op een vredesakkoord dat een einde zou maken aan de oorlog in het Midden-Oosten. Tegen het einde van de verslagperiode was de eenjaars toekomstige inflatieswaprente één jaar vooruit slechts licht gestegen tot 2,2%. Voor middellange en langere looptijden vertoonden de maatstaven van inflatiecompensatie een relatief stabiel patroon: de vijfjaars toekomstige inflatieswaprente vijf jaar vooruit bleef tijdens de verslagperiode al met al ongewijzigd op ongeveer 2,2%. Na correctie voor inflatierisicopremies, dat wil zeggen de compensatie die beleggers vragen omdat ze het risico dragen dat de toekomstige inflatiecijfers kunnen afwijken van de inflatieverwachtingen, lagen de marktgebaseerde maatstaven van de inflatieverwachtingen op middellange en langere termijn nog dichterbij de inflatiedoelstelling van 2%. Zowel in de Survey of Professional Forecasters van de ECB voor het tweede kwartaal van 2026 als in de Survey of Monetary Analysts van de ECB van april 2026 bleven de gemiddelde en mediane inflatieverwachtingen op langere termijn op 2%.

Grafiek 12

Marktgebaseerde maatstaven van inflatiecompensatie en inflatieverwachtingen van de consumenten

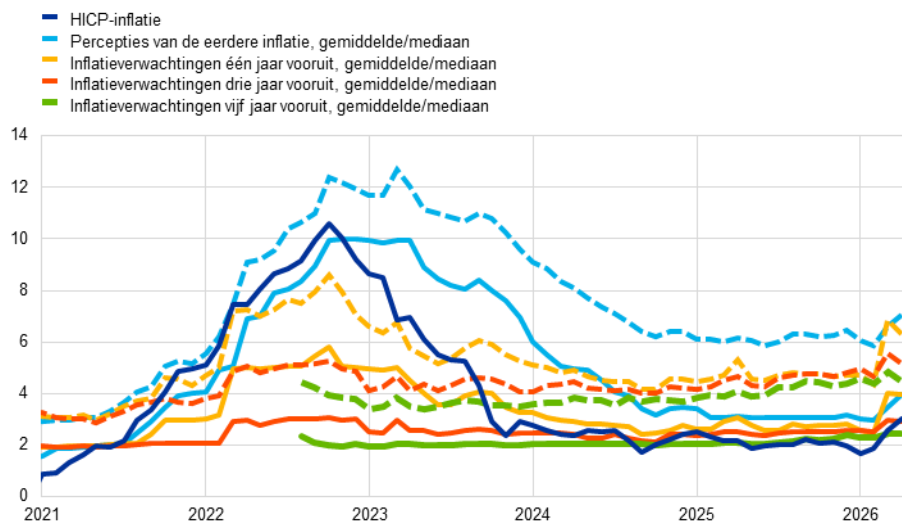
a) Marktgebaseerde maatstaven van inflatiecompensatie

(mutaties in procenten per jaar)



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

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: LSEG, Eurostat, Consumer Expectations Survey van de ECB en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Paneel a) geeft de toekomstige inflatieswaprentes over twee verschillende looptijden voor het eurogebied weer. De verticale grijze lijn geeft het begin van de verslagperiode op 19 maart 2026 aan. In paneel b) geven de onderbroken lijnen het gemiddelde en de volle lijnen de mediaan weer. De meest recente waarnemingen betreffen 10 juni 2026 voor paneel a) en, voor paneel b), mei 2026 (flashraming) voor de HICP-inflatie en april 2026 voor de overige maatstaven.

De inflatieverwachtingen van consumenten op korte en middellange termijn bleven in april 2026 grotendeels stabiel, terwijl de perceptie van de eerdere inflatie toenam (Grafiek 12, paneel b). Volgens de Consumer Expectations Survey van de ECB van april 2026 steeg de mediaan van de gevoelsinflatie tijdens de voorgaande 12 maanden van 3,5% in maart tot 4,0%.⁹ De mediane inflatieverwachtingen voor de komende 12 maanden bleven stabiel op 4,0%, terwijl

⁹ Het veldwerk voor de Consumer Expectations Survey van de ECB van april 2026 werd afgerond op 4 mei 2026.

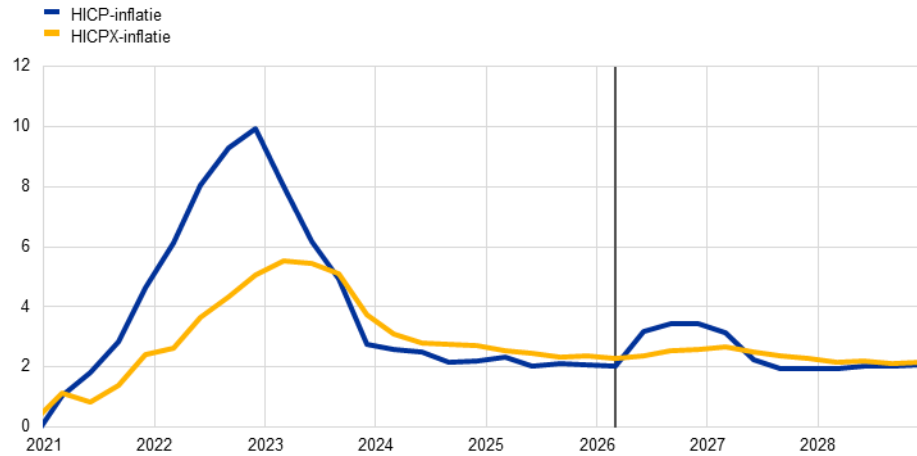
die voor de komende drie jaar licht afnamen van 3,0% in maart tot 2,9%. De mediane verwachtingen voor vijf jaar vooruit bleven ongewijzigd op 2,4%.

Volgens de projecties van juni 2026 zal de totale inflatie stijgen van 2,1% in 2025 tot 3,0% in 2026, voordat deze in 2027 daalt tot 2,3% en in 2028 terugkeert naar 2,0% (Grafiek 13). De totale HICP-inflatie zal naar verwachting in het derde en vierde kwartaal van 2026 pieken op 3,4% en tot begin 2027 boven 3,0% blijven, onder invloed van een forse stijging van de energie-inflatie als gevolg van het conflict in het Midden-Oosten. Er wordt verwacht dat de totale HICP-inflatie in het tweede kwartaal van 2027 sterk zal dalen tot 2,3% en zich op middellange termijn zal stabiliseren rond 2,0%. Dalingen van de prijzen van energiegrondstoffen, zoals vervat in de futuresprijzen, en grote basiseffecten, impliceren dat de energie-inflatie zou teruglopen en in 2027 negatief zou worden, alvorens deze in 2028 weer zou toenemen door de invoering van het EU-emissiehandelssysteem 2 (ETS2). De voedselinflatie zal naar verwachting op korte termijn stijgen en later in de projectieperiode weer afnemen tot 2%. Evenzo zal de HICPX naar verwachting begin 2027 pieken op 2,7%, vooral door een uitgesproken toename van de NEIG-inflatie, en vervolgens vanaf het tweede kwartaal van het jaar afvlakken tot 2,2% in 2028. Vergeleken met de projecties van maart 2026 werd de totale HICP-inflatie voor 2026 met 0,4 procentpunt en voor 2027 met 0,3 procentpunt naar boven bijgesteld. Voor 2028 is deze met 0,1 procentpunt neerwaarts herzien. De HICPX-inflatie werd voor 2026, 2027 en 2028 opwaarts bijgesteld met respectievelijk 0,2, 0,3 en 0,1 procentpunt, naar aanleiding van een hogere diensten- en NEIG-inflatie. Gezien de onzekerheid rond de oorlog in het Midden-Oosten en de gevolgen ervan voor de energieprijzen en de economie, werden de projecties aangevuld met een reeks bijgewerkte illustratieve scenario's die op drie belangrijke punten van elkaar verschillen: de omvang van de energieschok, de mate van onzekerheid en de kracht waarmee de energieschok doorwerkt in de prijzen van niet-energieproducten.

Grafiek 13

HICP- en HICPX-inflatie van het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2026.

Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het laatste kwartaal vóór de aanvang van de projectieperiode weer. De meest recente waarnemingen betreffen het eerste kwartaal van 2026 voor de historische gegevens en het vierde kwartaal van 2028 voor de projecties. De projecties van juni 2026 werden op 27 mei 2026 afgerond en de afsluitingsdatum voor de technische aannames was 21 mei 2026. Zowel de historische als geprojecteerde gegevens voor de HICP- en de HICPX-inflatie worden op kwartaalbasis gerapporteerd.

Ontwikkelingen op de financiële markten

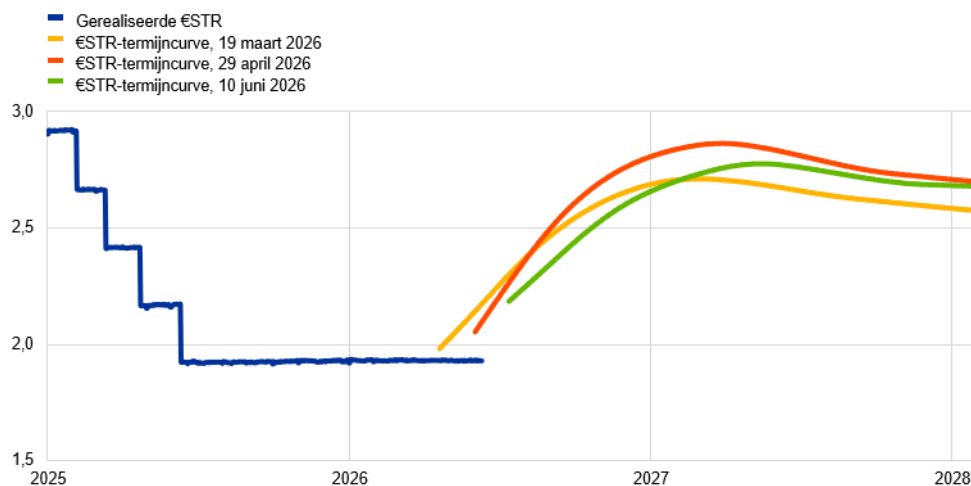
De financiële markten in het eurogebied kenden tijdens de verslagperiode van 19 maart 2026 tot en met 10 juni 2026 een hoge volatiliteit, doordat marktpartijen de ontwikkelingen rond de oorlog in het Midden-Oosten en de economische gevolgen steeds weer anders inschatten. De risicovrije rente en de rendementen op staatsobligaties stegen in de eerste helft van de verslagperiode, doordat het conflict de olieprijsen naar het hoogste niveau sinds juni 2022 stuwde. Vervolgens daalden ze over het algemeen weer toen de energieprijzen van hun hoogtepunt terugvielen na toenemende hoop op een vredesakkoord. Aan het einde van de verslagperiode had de €STR-termijncurve ongeveer 70 basispunten aan cumulatieve renteverhogingen tot eind 2026 ingeprijsd, vrijwel onveranderd ten opzichte van het op 19 maart ingeprijsde niveau. Tegelijkertijd zijn de risicovrije langetermijnrentes tot het einde van de verslagperiode gestegen. De markten voor staatsobligaties in het eurogebied toonden zich over het algemeen veerkrachtig, waarbij de rendementen grotendeels gelijk opgingen met de risicovrije rentevoeten. Aandelen uit het eurogebied stegen aanzienlijk dankzij een sterk winstseizoen, met name in de technologie- en financiële sector. Ze bleven echter achter bij hun Amerikaanse tegenhangers, die sterker profiteerden van de stijging van aandelen gerelateerd aan kunstmatige intelligentie (AI). De spreads op bedrijfsobligaties zijn zowel in het kredietwaardige als in het hoogrentende segment afgenomen. Op de valutamarkten bleef de euro grotendeels gelijk, zowel ten opzichte van de Amerikaanse dollar (+0,4%) als op handelsbasis (-0,1%).

De risicovrije kortetermijnrente in het eurogebied was aan het einde van de verslagperiode over het geheel genomen ongewijzigd, tegen de achtergrond van volatiliteit als gevolg van de aanhoudende oorlog in het Midden-Oosten, terwijl de risicovrije langetermijnrente steeg (Grafiek 14). De

kortetermijnbenchmarkrente van de euro (€STR) kwam aan het einde van de verslagperiode uit op 1,93%, nadat de Raad van Bestuur tijdens de vergaderingen van 19 maart 2026 en 30 april 2026 had besloten de drie belangrijkste rentetarieven van de ECB ongewijzigd te laten. De overliquiditeit daalde met ongeveer € 148 miljard naar € 2.216 miljard, voornamelijk als gevolg van de aanhoudende daling in de portefeuilles van voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten. De korte termijnrentes zijn tussen de vergaderingen van de Raad van Bestuur in maart en april gestegen als gevolg van bezorgdheid over een mogelijke escalatie van de oorlog in het Midden-Oosten, en bereikten op 29 april een hoogtepunt. Vervolgens daalden ze weer toen er hoop ontstond dat de spanningen in het Midden-Oosten zouden worden opgelost en de wereldwijde energieprijzen zouden gaan matigen. De €STR-termijncurve aan het einde van de verslagperiode impliceerde voor eind dit jaar cumulatieve renteverhogingen van ongeveer 70 basispunten, vergelijkbaar met het niveau dat op 19 maart in de tarieven was verdisconteerd. Als we verder kijken dan 2026, waren de €STR-termijnkoersen aan het einde van de verslagperiode licht gestegen ten opzichte van maart. De tienjaars nominale rente op daggeldrenteswaps (OIS) steeg in de verslagperiode met bijna 15 basispunten en kwam uit op 2,9%.

Grafiek 14 €STR-termijnrente

(procenten op jaarbasis)



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

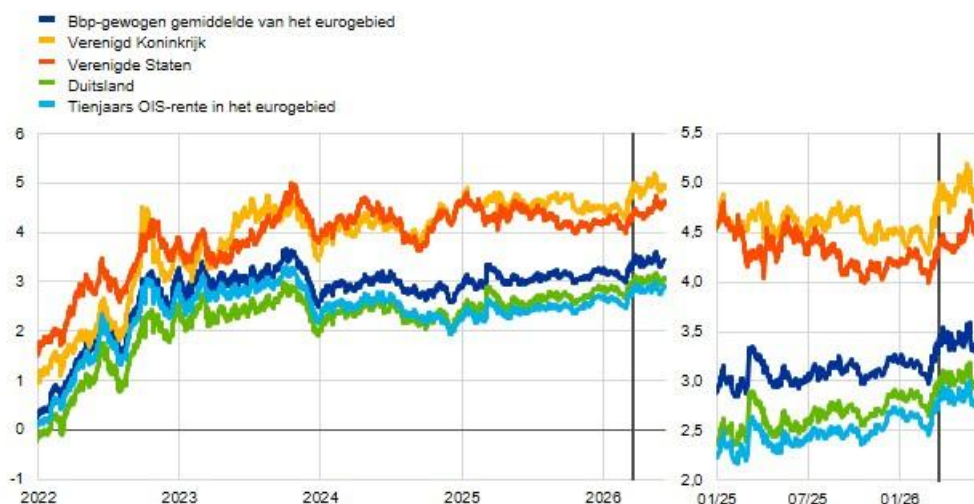
Toelichting: De termijncurve wordt geraamd aan de hand van de spotkoersen van de OIS (€STR).

De rendementen op langlopende staatsobligaties in het eurogebied zijn over de verslagperiode over het geheel genomen licht gestegen. Daarbij bleven de spreads ten opzichte van de risicovrije rente vrijwel onveranderd, terwijl landen met een hogere schuldenlast enige volatiliteit ondervonden (Grafiek 15 en Grafiek 16). Het bbp-gewogen rendement op tienjaars staatsobligaties in het eurogebied nam licht tot circa 3,5% aan het einde van de verslagperiode. De rendementen op tienjaars staatsobligaties in het gehele eurogebied volgden grotendeels de risicovrije OIS-rente, en de verschillen tussen de landen wat betreft de spreads van staatsobligaties ten opzichte van de risicovrije rente bleven op een historisch laag niveau. Overheden die bijzonder kwetsbaar zijn voor de energieschok in het Midden-Oosten en een hogere schuldenlast hebben, vertoonden een iets grotere volatiliteit binnen de verslagperiode. Het rendement op tienjaars Amerikaanse staatsobligaties steeg met circa 30 basispunten tot 4,6%. Het rendement op tienjaars Britse staatsobligaties fluctueerde binnen de verslagperiode sterk en kwam boven de 5,0% uit om uit te komen op 4,9%, zo'n 10 basispunten hoger.

Grafiek 15

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

(procenten op jaarbasis)



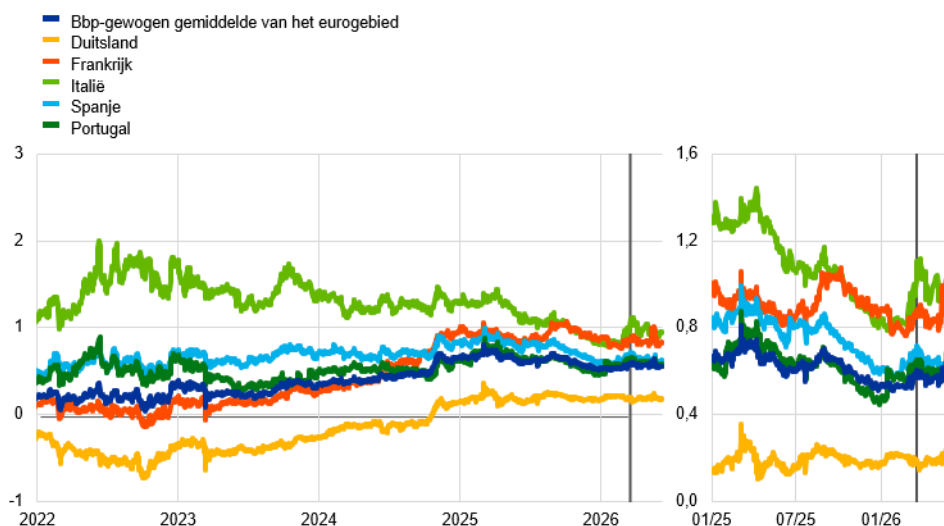
Bronnen: LSEG en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het begin van de verslagperiode op 19 maart 2026 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 10 juni 2026.

Grafiek 16

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

(in procentpunten)



Bronnen: LSEG en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het begin van de verslagperiode op 19 maart 2026 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 10 juni 2026.

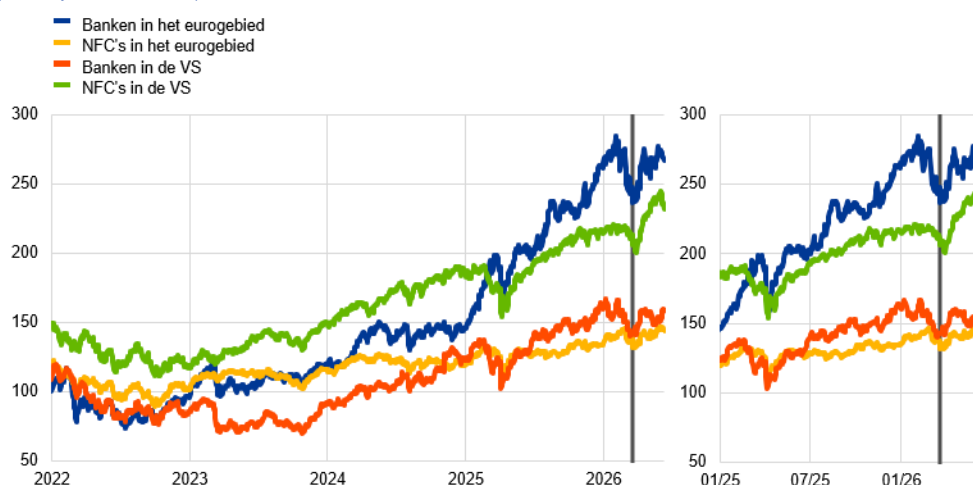
De aandelen in het eurogebied veerden tijdens de verslagperiode weer op, waarmee de verliezen die tijdens de eerste maand van de oorlog in het Midden-Oosten waren geleden, weer werden goedge maakt. Dit kwam doordat de bedrijfswinsten veerkrachtig bleven en de risicobereidheid na de aankondiging van het staakt-het-vuren op 8 april verbeterde (Grafiek 17). Over het geheel

genomen stegen de aandelenmarktindices in het eurogebied in de verslagperiode met 7,7%, waarbij de subindex voor niet-financiële ondernemingen (NFC's) met 7,5% steeg en de aandelenkoersen van banken met 11% toenamen. In de Verenigde Staten steeg de brede index voor de aandelenmarkt in de verslagperiode met 10%, waarbij de indices voor NFC's en banken met respectievelijk 10,4% en 11,5% toenamen. Beursgenoteerde bedrijven aan beide zijden van de Atlantische Oceaan rapporteerden sterke winstcijfers, met name in de technologiesector, wat het optimisme over de wereldwijde uitbreiding van de AI-infrastructuur versterkte. Optimistische verwachtingen omtrent de winstgroei op lange termijn van AI-gerelateerde bedrijven in de Verenigde Staten zorgden er echter voor dat Amerikaanse aandelen beter presteerden dan hun tegenhangers in het eurogebied.

Grafiek 17

Aandelenkoersindices eurogebied en VS

(index: 2 januari 2020 = 100)



Bronnen: LSEG en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het begin van de verslagperiode op 19 maart 2026 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 10 juni 2026.

Op de markten voor bedrijfsobligaties zijn de spreads voor kredietwaardige en hoogrentende obligaties uit het eurogebied tijdens de verslagperiode verkleind, waarmee ze weer op het niveau van voor de oorlog zijn uitgekomen.

De afname van de spreads op bedrijfsobligaties in het eurogebied weerspiegelt een verbeterde risicobereidheid na de aanvankelijke verslechtering die was veroorzaakt door het uitbreken van de oorlog. De afname was het meest uitgesproken in het hoogrentende segment, waar de spreads met ongeveer 40 basispunten afnamen. De spreads op kredietwaardige bedrijfsobligaties zijn met ongeveer 10 basispunten afgenomen, zowel voor niet-financiële als financiële ondernemingen.

Op de valutamarkten bleef de euro grotendeels stabiel, zowel ten opzichte van de Amerikaanse dollar als op handelsbasis (Grafiek 18).

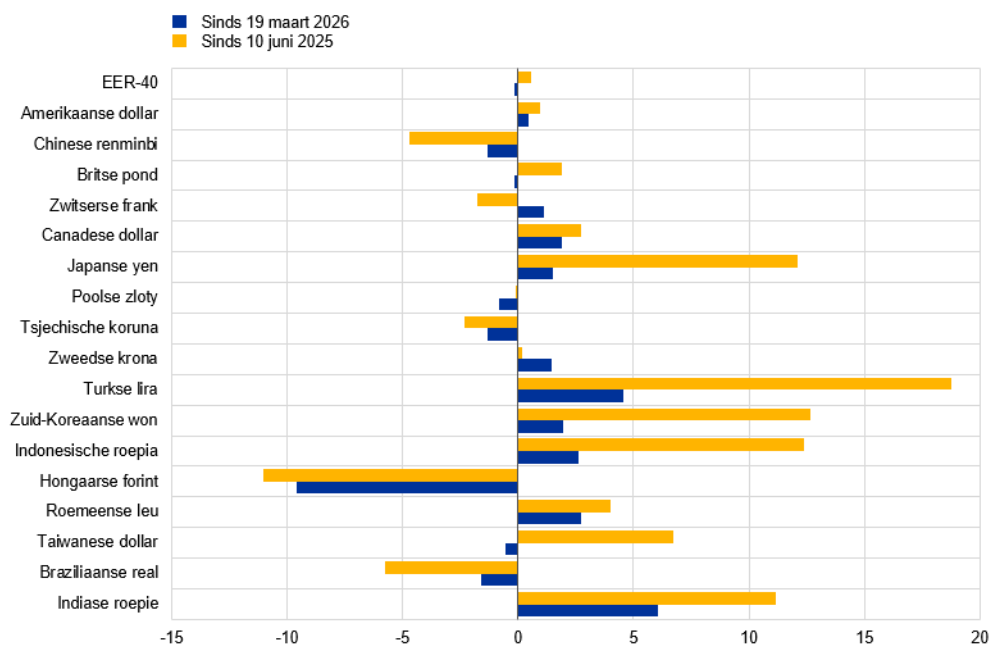
De nominaal-effectieve wisselkoers van de euro, afgemeten aan de valuta's van 40 van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied, bleef in de verslagperiode globaal gelijk (-0,1%). Ten opzichte van de Amerikaanse dollar was weinig verandering te zien. Aan het einde van de verslag periode kwam de wisselkoers uit op USD 1,15 per

euro (+0,4%). Nadat de euro na het uitbreken van de oorlog in het Midden-Oosten aanvankelijk in waarde was gedaald ten opzichte van de Amerikaanse dollar, trad begin april herstel op na het akkoord inzake een staakt-het-vuren. Later nam de waarde weer af, doordat er onzekerheid bleef bestaan over een mogelijk vredesakkoord, wat de energieprijzen onder opwaartse druk bleef zetten. Sindsdien schommelt het valutapaar binnen een smalle bandbreedte van USD 1,15 tot 1,18 per euro. De euro steeg ten opzichte van de Japanse yen (+1,5%), die gedurende de gehele verslagperiode in waarde daalde en slechts tijdelijk weer aan kracht won na valuta-interventies door de Japanse autoriteiten. Daarentegen verloor de euro terrein ten opzichte van de Hongaarse forint (-9,6%) na de parlamentsverkiezingen in Hongarije, die de forint een steuntje in de rug gaven, evenals ten opzichte van de Braziliaanse real (-1,6%) en de Chinese renminbi (-1,3%).

Grafiek 18

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

(mutaties in procenten)



Bron: Berekeningen van de ECB.

Toelichting: EER-40 is de nominaal-effectieve wisselkoers van de euro ten opzichte van de valuta's van 40 van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied. Een positieve (negatieve) verandering komt overeen met een stijging (daling) van de waarde van de euro. Alle veranderingen zijn berekend op basis van de wisselkoersen van 10 juni 2026.

5 Financieringsvoorwaarden en ontwikkelingen in de kredietverlening

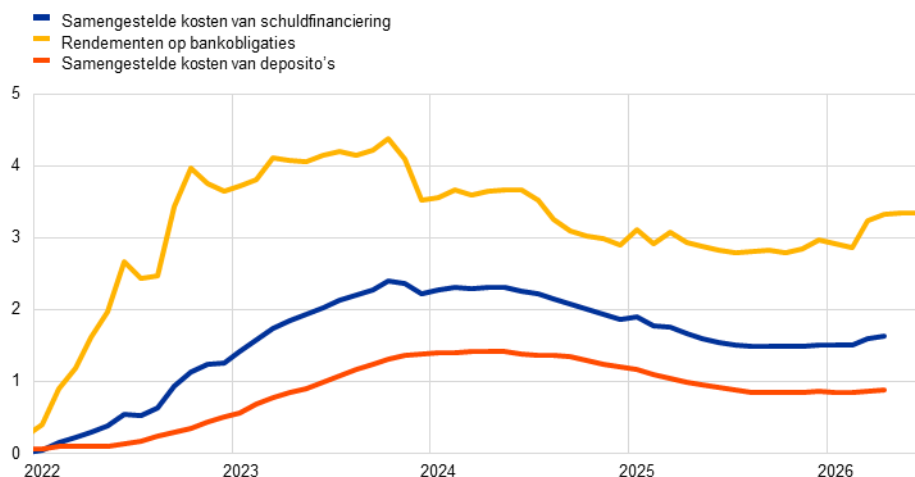
Sinds de uitbraak van de oorlog in het Midden-Oosten zijn de financieringsvoorwaarden voor bedrijven en huishoudens krapp(er) geworden. In april bleef het rentetarief voor bankleningen aan bedrijven 3,6% en de hypotheekrente bleef stabiel op 3,4%. Tijdens de verslagperiode van 19 maart tot en met 10 juni 2026 zijn de kosten van schuldfinanciering via de markt voor niet-financiële ondernemingen nauwelijks veranderd, terwijl de kosten van eigen vermogen stegen als gevolg van zowel een stijgende risicopremie op aandelen als een hogere risicovrije rente. De groei van de kredietverlening aan bedrijven nam in april verder toe tot 3,4%, terwijl de groei van de kredietverlening aan huishoudens stabiel bleef op 3%. De groei van het ruime monetaire aggregaat (M3) nam in april op jaarbasis af tot 2,7%.

Na de uitbraak van de oorlog in het Midden-Oosten stegen de financieringskosten voor banken licht. De relatief gematigde stijging van de samengestelde kosten van schuldfinanciering voor de banken van het eurogebied – van 1,5% in februari tot 1,6% in april (Grafiek 19) – was voornamelijk het gevolg van ontwikkelingen in de risicovrije rente. Na de uitbraak van de oorlog in het Midden-Oosten op 28 februari steeg het rendement op bankobligaties met circa 70 basispunten, om eind april af te vlakken. Tegelijkertijd bleef de samengestelde depositorente in april stabiel op 0,9%. De rente op girale deposito's en spaarrekeningen bleef gelijk, net als de interbancaire rente, terwijl de rente op termijndeposito's vanaf maart een lichte stijging liet zien.

Grafiek 19

Samengestelde bankfinancieringskosten in het eurogebied

(in procenten op jaarbasis)



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

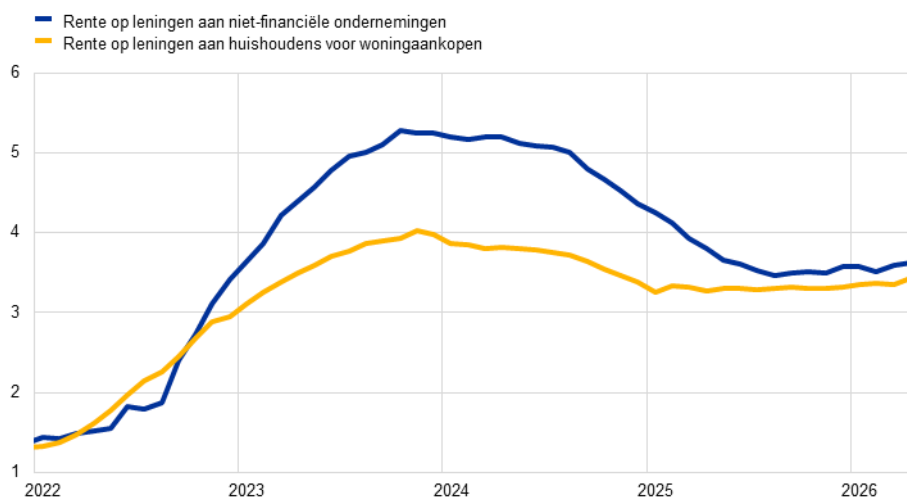
Toelichting: De samengestelde kosten van schuldfinanciering zijn het gemiddelde van de kosten voor nieuw afgesloten contracten voor banken van girale deposito's, deposito's met een opzegtermijn, termijndeposito's, obligaties en interbancaire leningen, gewogen naar de respectieve uitstaande bedragen. De samengestelde kosten van deposito's worden berekend als het gemiddelde van de rentetarieven op nieuwe contracten van girale deposito's, deposito's met een vaste looptijd en deposito's met een opzegtermijn, gewogen naar de respectieve uitstaande bedragen. De meest recente waarnemingen betreffen april 2026 voor de samengestelde kosten van schuldfinanciering en de samengestelde kosten van deposito's, en 10 juni 2026 voor de rente op bankobligaties.

De rentetarieven voor bankkredieten aan bedrijven zijn over het geheel genomen licht gestegen na de uitbraak van de oorlog in het Midden-Oosten, waarbij ook de tarieven voor huishoudens licht zijn gestegen (Grafiek 20). De kosten van bankkrediet voor niet-financiële ondernemingen zijn sinds februari met 11 basispunten gestegen naar 3,6% in april, ongeveer 170 basispunten onder de piek van oktober 2023. De rente op leningen met een middellange rentevaste periode (tussen één en vijf jaar) steeg en de rente voor leningen met een korte rentevaste periode (minder dan één jaar) en met langere rentevaste perioden (meer dan vijf jaar) bleef vrijwel onveranderd. Het ecart tussen de rente op kleine en grote leningen aan bedrijven bleef grotendeels stabiel op een laag niveau. De kredietkosten voor huishoudens voor de aankoop van een woning stegen vanaf februari met 7 basispunten tot 3,4% in april, ongeveer 60 basispunten onder de piek van november 2023. Deze ontwikkeling is het gevolg van een stijging van de rentetarieven over alle rentevaste perioden, waarbij de rente op leningen met een middellange en langere looptijd sterker is gestegen dan die voor leningen met een korte looptijd.

Grafiek 20

Samengestelde bancaire debetrente voor bedrijven en huishoudens in het eurogebied

(in procenten op jaarbasis)



Bronnen: ECB en berekeningen van de ECB.

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

Tijdens de verslagperiode van 19 maart tot en met 10 juni 2026 zijn de kosten van door bedrijven uitgegeven schuldfinanciering nauwelijks veranderd, terwijl de kosten van aandelenfinanciering zijn gestegen. De totale financieringskosten voor niet-financiële ondernemingen – de samengestelde kosten van bankkrediet, schuldfinanciering via de markt en eigen vermogen – bedroegen in april 2026 voor de tweede achtereenvolgende maand 6,2% (Grafiek 21).¹⁰ Na een aanzienlijke sprong in maart zijn de kosten van het eigen vermogen in april verder gestegen. Het

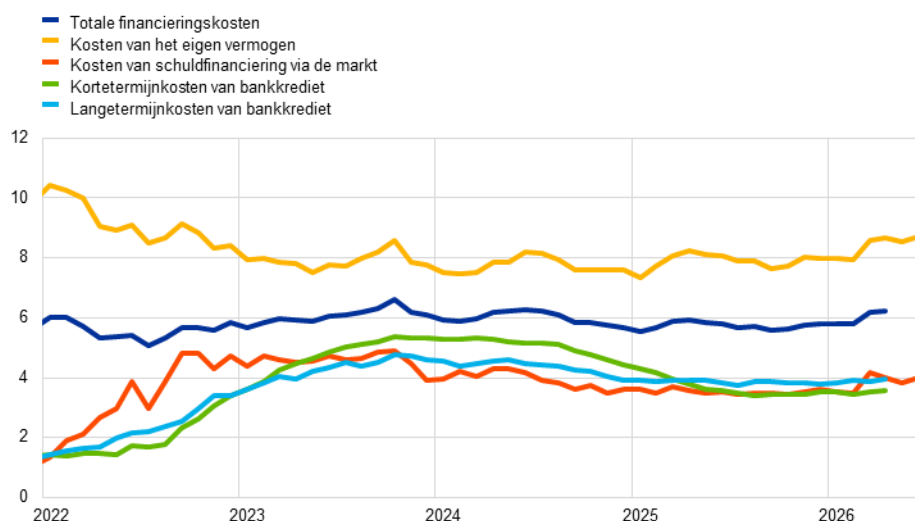
¹⁰ Door het vertraagd beschikbaar komen van gegevens over de kosten van leningen bij banken zijn cijfers over de totale financieringskosten voor NFC's slechts beschikbaar tot en met april 2026.

effect van deze stijging van de kosten van het eigen vermogen en een parallelle stijging van de kosten van langlopende bancaire leningen op de totale financieringskosten in april werd gecompenseerd door een daling van de kosten van schuldfinanciering via de markt als gevolg van de afname van de ecarts op door niet-financiële ondernemingen uitgegeven obligaties. Gedurende de verslagperiode als geheel bleven de kosten van schuldfinanciering via de markt vrijwel gelijk dankzij de lagere ecarts op bedrijfsobligaties die de hogere risicovrije rente compenseerden (zie Paragraaf 4, 'Ontwikkelingen op de financiële markten'). De stijging van de kosten van aandelenfinanciering is voornamelijk toe te schrijven aan een hogere risicopremie op aandelen, terwijl de stijgende risicovrije lange rente ook bijdroeg, zij het in mindere mate.

Grafiek 21

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

(in procenten op jaarbasis)



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

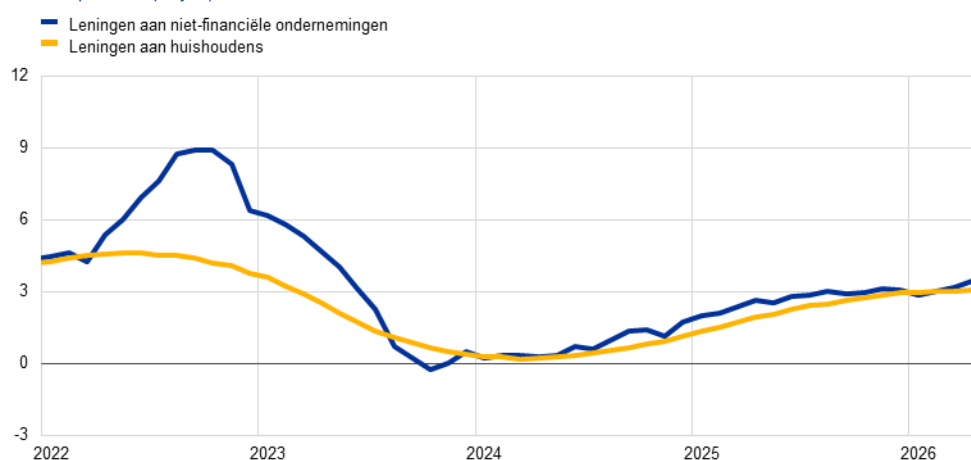
Toelichting: De totale financieringskosten voor niet-financiële ondernemingen (non-financial corporations – NFC's) worden gebaseerd op maandgegevens en berekend als het gemiddelde van de kosten van lang- en kortlopend bankkrediet (gemiddelde maandgegevens) en de kosten van schuldfinanciering via de markt en eigen vermogen (maandultimogegevens), gewogen naar de gerelateerde uitstaande bedragen. De meest recente waarnemingen betreffen 10 juni 2026 voor de kosten van schuldfinanciering via de markt en van het eigen vermogen (daggegevens) en april 2026 voor de totale financieringskosten en de kosten van lang- en kortlopend bankkrediet (maandgegevens).

De groei van de kredietverlening aan bedrijven nam in april verder toe, terwijl de groei van de kredietverlening aan huishoudens stabiel bleef (Grafiek 22). De externe financiering van bedrijven is sinds de uitbraak van de oorlog in het Midden-Oosten toegenomen door leningen bij banken, met name in de vorm van leningen op korte en middellange termijn, en een opleving van de netto-uitgifte van schuldbewijzen. De twaalfmaands groei van de bancaire kredietverlening aan niet-financiële ondernemingen steeg van 3,2% in maart tot 3,4% in april – nog steeds onder het historisch gemiddelde van 4,3% sinds begin 1999. Tegelijkertijd steeg het groeitempo op jaarbasis van de schuldfinanciering door bedrijven van 3,4% in maart tot 3,7% in april, vergeleken met 2,8% in januari. Het groeitempo op jaarbasis van leningen aan huishoudens bleef daarentegen in april stabiel op 3,0%, eveneens onder het historisch gemiddelde van 4,1% sinds begin 1999. De groei van leningen

aan huishoudens werd voornamelijk ondersteund door een sterke groei van het consumptief krediet en, in mindere mate, van hypothecaire leningen. De groei bij overige vormen van kredietverlening aan huishoudens, waaronder leningen aan eenmanszaken, bleef daarentegen zwak. Volgens de meest recente [Consumer Expectations Survey](#) van de ECB voor april 2026 heeft de oorlog in het Midden-Oosten de verwachtingen van huishoudens met betrekking tot de toegang tot krediet negatief beïnvloed. De verwachtingen stonden in april op het laagste niveau sinds de piek van de laatste cyclus van renteverhogingen in december 2023.

Grafiek 22 MFI-leningen in het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: ECB en berekeningen van de ECB.

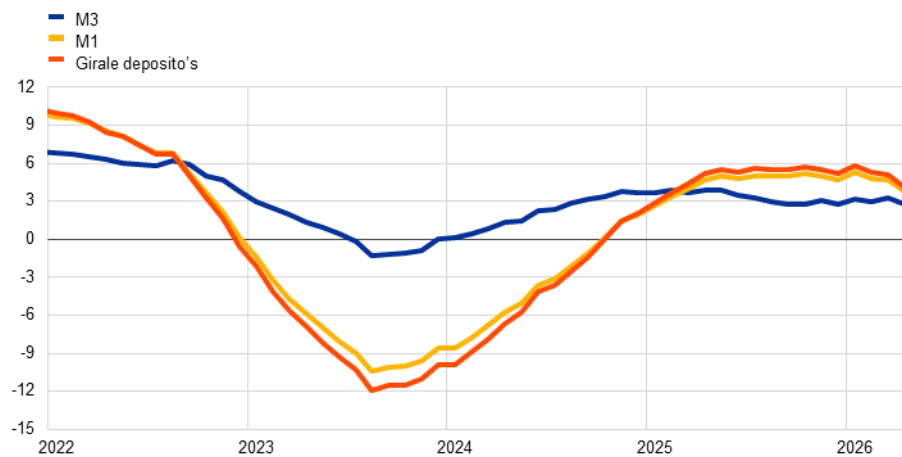
Toelichting: De leningen van monetaire financiële instellingen (MFI's) zijn gecorrigeerd voor verkopen en securitisaties van leningen en in het geval van NFC's ook voor saldocompensatie (notional cash pooling). De meest recente waarnemingen betreffen april 2026.

De groei op jaarbasis van het ruime monetaire aggregaat (M3) daalde in april tegen de achtergrond van een aanzienlijke uitstroom van deposito's van niet-bancaire financiële intermediairs (Grafiek 23). De groei op jaarbasis van M3 daalde van 3,2% in maart naar 2,7% in april en keerde daarmee terug naar het niveau waarvan sprake was gedurende het grootste deel van de tweede helft van 2025. Daarmee bleef de groei ruim onder het historisch gemiddelde van 5,2% sinds begin 1999. De groei op jaarbasis van het eng gedefinieerde monetaire aggregaat M1 – dat de meest liquide instrumenten omvat, namelijk de chartale geldomloop en girale deposito's – daalde van 4,7% in maart tot 3,8% in april, tegen de achtergrond van een aanzienlijke uitstroom uit deposito's van niet-bancaire financiële intermediairs, waardoor de instroom van de voorgaande maand ongedaan werd gemaakt. Bij de tegenposten werd de geldschepping ondersteund door de bancaire kredietverlening, terwijl de netto buitenlandse monetaire geldstromen uit het eurogebied en de vermindering van de balans van het Eurosysteem drukten op de M3-groei.

Grafiek 23

M3, M1 en girale deposito's

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



Bron: ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen april 2026.

6 Begrotingsontwikkelingen

Volgens de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2026 stijgt het begrotingstekort van de totale overheid in het eurogebied, dat in 2025 2,9% van het bbp bedroeg, in 2026 aanmerkelijk tot 3,6% van het bbp, om vervolgens te pieken op 3,7% in 2027. De begrotingskoers van het eurogebied aanzienlijk zal naar verwachting in 2026 verruimen en in 2027 en 2028 weer verkrappen. De verwachte verruiming in 2026 is voornamelijk toe te schrijven aan overheidsinvesteringen en begrotingsoverdrachten, waarbij de stijging van de investeringen vooral het gevolg is van hoge uitgaven voor defensie en infrastructuur, evenals van projecten in het kader van het Next Generation EU-programma (NGEU). De verkrapping in 2027 en 2028 is voornamelijk toe te schrijven aan niet-discretionaire factoren. De schuldquote van het eurogebied vertoont naar verwachting een stijgende lijn tot 90% van het bbp in 2028, doordat de aanhoudende primaire tekorten en positieve tekort-schuldcorrecties de gunstige, zij het afnemende, effecten van rente/groei-ecarts compenseren. In het kader van het voorjaarspakket van het Europees Semester 2026, dat op 3 juni is gepubliceerd, merkt de Europese Commissie op dat maatregelen ter versterking van de energiezekerheid en ter vermindering van de afhankelijkheid van fossiele brandstoffen kunnen profiteren van de bestaande flexibiliteit binnen het raamwerk.

Volgens de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2026 zal het begrotingssaldo van de totale overheid in het eurogebied gedurende de projectieperiode verslechteren, waarbij de piek in 2027 ruim boven de 3%-limiet uitkomt (Grafiek 24).¹¹

Terugkijkend zien we dat het begrotingstekort van het eurogebied licht is teruggelopen van 3,0% in 2023 tot 2,9% van het bbp in 2025. Voor de toekomst wordt verwacht dat dit percentage in 2026 duidelijk zal stijgen tot 3,6% van het bbp, in 2027 een piek van 3,7% zal bereiken en in 2028 weer licht zal dalen tot 3,6%. De verslechtering van het begrotingssaldo gedurende de projectieperiode is grotendeels het gevolg van de gestage stijging van de rentelasten. Bovendien weerspiegelt de sterkere stijging van het begrotingstekort in 2026 de versoepeling van de begrotingskoers – gemeten aan de hand van het conjunctuurgezuiverde primaire saldo, gecorrigeerd voor NGEU-subsidies – en een lichte verslechtering van de conjuncturele component, die de ontwikkelingen in de output gap weerspiegelt.¹² Verwacht wordt dat de conjuncturele component in 2027 nog iets verder zal verslechteren, wat zal bijdragen aan een hoger tekort, waarna in 2028 een omslag plaatsvindt: samen met de verwachte begrotingsverkrapping leidt de cyclische component dan tot een lichte verbetering van de begrotings situatie. In vergelijking met de door medewerkers van de ECB opgestelde macro-economische projecties

¹¹ Zie de [door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2026](#).

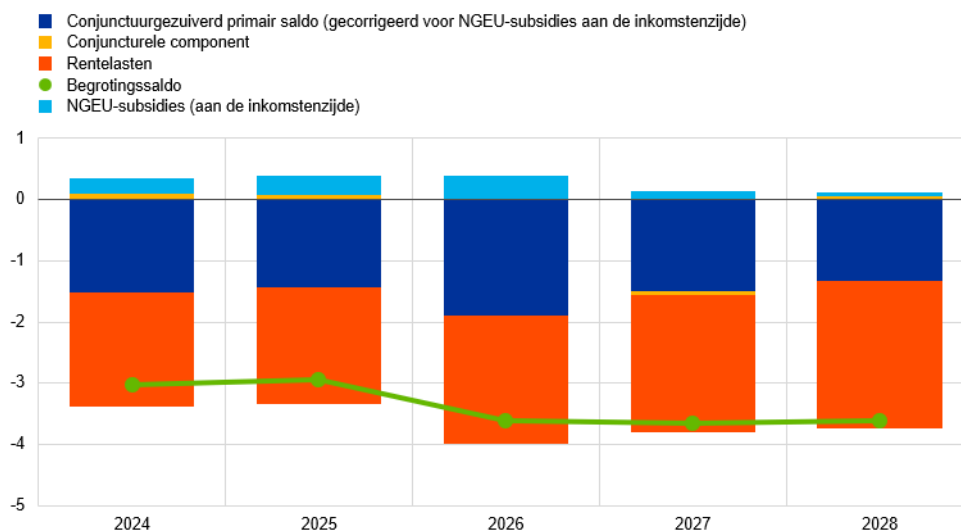
¹² De begrotingskoers weerspiegelt de richting en omvang van de stimulans die uitgaat van het begrotingsbeleid op de economie, naast de automatische reactie van de overheidsfinanciën op de conjunctuur. Deze koers wordt hier gemeten als de mutatie van het voor de conjunctuur gecorrigeerde primaire saldo verminderd met de overheidssteun aan de financiële sector. Aangezien de hogere overheidsinkomsten in verband met NGEU-subsidies vanuit de EU-begroting geen verkleinend effect op de vraag hebben, wordt het conjunctuurgezuiverde primaire saldo gecorrigeerd om die inkomsten buiten beschouwing te laten. Zie voor meer informatie over het begrip "begrotingskoers van het eurogebied" het artikel "[The euro area fiscal stance](#)", *Economisch Bulletin*, nummer 4, ECB, 2016.

voor het eurogebied van maart 2026 bleek de begrotingstekortquote in 2025 0,1 procentpunt lager uit te komen en zal deze in 2026 naar verwachting 0,2 procentpunt hoger uitvallen, maar in 2027 en 2028 grotendeels ongewijzigd blijven.

Grafiek 24

Begrotingssaldo en componenten

(in procenten bbp)



Bronnen: Berekeningen van de ECB en door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2026.

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

Na een lichte verkrapping in 2025 zal de begrotingskoers voor het totale eurogebied naar verwachting in 2026 verruimen, alvorens in 2027 en 2028 weer iets te verkrappen. De verruiming in 2026 zal naar verwachting 0,5 procentpunt van het bbp bedragen, voornamelijk als gevolg van hogere overheidsinvesteringen en overdrachten aan huishoudens. De stijging van de investeringen is het gevolg van hogere uitgaven voor defensie en infrastructuur in Duitsland en een aantal andere, kleinere landen, evenals van uitgaven die worden gefinancierd uit het NGEU, hoewel verwacht wordt dat deze laatste in de komende jaren grotendeels zullen worden teruggedraaid. De voor 2027 en 2028 verwachte verkrapping van de begrotingskoers is voornamelijk toe te schrijven aan niet-discretionaire factoren, met name het remmende effect van het begrotingsbeleid ('fiscal drag') en de ontkoppeling van de belastinggrondslagen van het bbp.¹³ Ten opzichte van de macro-economische projecties van ECB-medewerkers van maart 2026 is de begrotingskoers naar verwachting iets ruimer in 2026 en in vergelijkbare mate krappert in 2027, maar onveranderd in 2028. De herzieningen weerspiegelen voornamelijk de nieuwe tijdelijke steunmaatregelen op energiegebied die de overheden sinds het uitbreken van de oorlog in het Midden-Oosten hebben genomen (ter waarde van circa 0,1% van het bbp), evenals ontwikkelingen in de overheidsconsumptie.

¹³ Onder 'fiscal drag' wordt de stijging van de belastingopbrengsten verstaan die zich voordoet wanneer de nominale belastinggrondslagen toenemen, maar de parameters van een progressief belastingstelsel niet overeenkomstig worden aangepast.

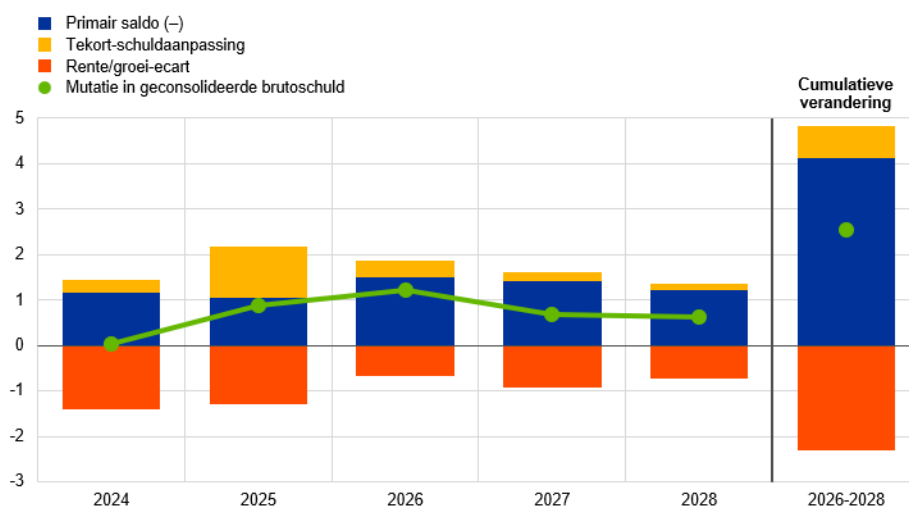
De schuldquote in het eurogebied vertoont gedurende de projectieperiode naar verwachting een stijgende lijn, tot 90% van het bbp in 2028 (Grafiek 25).

De aanzienlijke daling van de schuldquote die tussen 2021 en 2023 werd waargenomen – en die vrijwel uitsluitend te danken was aan gunstige rente/groei-ecarts – kwam in 2024 ten einde. De schuldquote in het eurogebied zal volgens de huidige verwachtingen stijgen van 87,4% in 2025 tot 90,0% in 2028. Deze stijging is het gevolg van aanhoudende primaire tekorten en kleine maar consistent positieve tekort-schuldaanpassingen, die slechts gedeeltelijk worden gecompenseerd door nog steeds gunstige, zij het afnemende, rente/groei-ecarts. De schuldquote van de totale overheid is over de gehele projectieperiode naar boven bijgesteld ten opzichte van de macro-economische prognoses van de ECB-medewerkers van maart 2026, voornamelijk als gevolg van minder gunstige rente/groei-ecarts en hogere tekort-schuldaanpassingen.

Grafiek 25

Bepalende factoren voor de schuldquote in het eurogebied

(procentpunten bbp tenzij anders aangegeven)



Bronnen: Berekeningen van de ECB en door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2026.

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

De Commissie heeft op 3 juni haar voorjaarspakket voor het Europees

Semester 2026 bekendgemaakt.¹⁴ De Raad van de EU heeft tot nu toe ingestemd met de activering van de nationale ontsnappingsclausule voor 14 landen van het eurogebied; het verzoek van Spanje werd goedgekeurd tijdens de vergadering van de Raad van 12 juni.¹⁵ Tevens heeft de Raad de buitensporigtekortprocedure (EDP) voor Malta beëindigd. Na, waar van toepassing, rekening te hebben gehouden met de flexibiliteit die de nationale ontsnappingsclausule biedt, is de Commissie van mening dat de landen van het eurogebied waarvoor een EDP geldt, doeltreffende

Zie voor meer informatie 2026 [European Semester: Spring package](#).

¹⁵ De nationale uitzonderingsclausule is geactiveerd voor België, Bulgarije, Duitsland, Estland, Griekenland, Spanje, Frankrijk, Kroatië, Letland, Litouwen, Oostenrijk, Portugal, Slovenië, Slowakije en Finland. Meer informatie over de [nationale uitzonderingsclausule voor defensie-uitgaven](#) is te vinden op de website van de Raad.

maatregelen hebben genomen.¹⁶ Zij overweegt of zij een procedure voor Bulgarije zal inleiden. Bovendien merkt de Commissie op dat voor maatregelen die de structurele veerkracht van het Europese energiesysteem versterken en de overgang versnellen weg van fossiele brandstoffen kunnen profiteren gebruik kan worden gemaakt van de bestaande flexibiliteit binnen het raamwerk. Concreet wordt voorgesteld om het toepassingsgebied van de nationale ontsnappingsclausule te verruimen, zodat er ook tijdelijke maatregelen ter vermindering van de afhankelijkheid van geïmporteerde fossiele brandstoffen vallen, terwijl de bestaande flexibiliteit op het gebied van defensie-uitgaven gehandhaafd blijft. Het voorstel houdt in dat, binnen het bestaande plafond van 1,5% van het bbp voor extra defensie-uitgaven in het kader van de nationale ontsnappingsclausule, voor de periode 2026-2028 een specifiek jaarlijks plafond van 0,3% van het bbp wordt gehanteerd voor energiegerelateerde steunmaatregelen, met een cumulatief plafond van 0,6% van het bbp over dezelfde periode.

¹⁶ De landen van het eurogebied die momenteel aan een EDP onderworpen zijn, zijn België, Frankrijk, Italië, Oostenrijk, Slowakije en Finland. De Commissie verwacht dat Italië zijn buitensporig tekort in 2026 zal corrigeren, in overeenstemming met de door de Raad vastgestelde termijn.

Kaders

1 AI and the US labour market: effects on employment growth

Prepared by Isabella Moder and Til Pommer

As firms around the world adopt AI tools, the impact of AI on labour markets is being widely discussed.¹⁷ While AI's potential to disrupt job markets could be significant, its effects on aggregate employment appear to be muted so far. Still, there is growing evidence that AI is negatively affecting employment for specific occupational sub-groups, particularly junior workers in highly exposed occupations.¹⁸ This box analyses the effects of AI on employment growth in recent years, focusing on the United States, where such effects are likely to have become visible earlier than in other major economies, given that it is home to some of the most advanced early-adopting firms and has a relatively flexible labour market.

The impact of AI on job growth can be both positive and negative, as highlighted in recent literature on the subject. A well-known framework developed by Acemoglu and Restrepo (2018) distinguishes between the positive effect new technologies have on employment growth by enabling higher productivity, and the negative effect they create owing to job displacement, with the net impact on a country's employment depending on the relative importance of those effects. Empirically assessing the impact of AI on employment at this early stage is difficult (Lane, 2026). Hampole et al. (2025) show that while in the United States firm-wide adoption of AI generates positive employment effects, these effects mask substantial heterogeneity across occupational groups. Initial evidence for the European Union suggests that firms that adopt AI technologies experience higher productivity gains, without the technology replacing labour in the short term (Aldasoro et al., 2026). This aligns with recent ECB survey findings that firms with high levels of AI adoption or AI-related investment are more likely to employ additional staff (Lebastard and Sondermann, 2026).

In the United States, the number of jobs in occupations with a high AI substitution risk has fallen in recent years. Applying an index developed by Pizzinelli et al. (2023) to measure AI substitution risk, each occupation is categorised into one of three categories, corresponding to a low, medium and high risk of AI

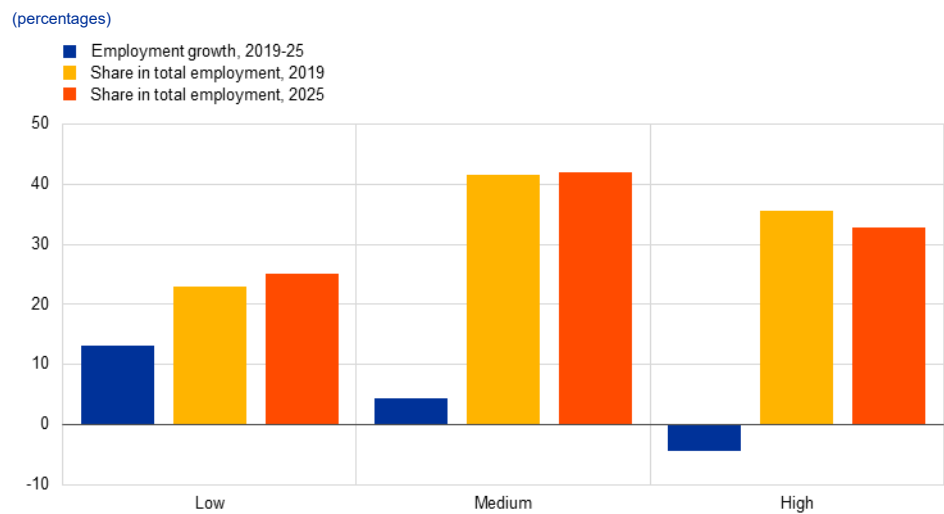
¹⁷ The box focuses on the labour market effects of AI adoption on the demand side and does not explicitly capture potential employment gains arising from the supply side, such as job creation linked to investment in AI development and deployment.

¹⁸ See, for example, Brynjolfsson et al. (2025) for an analysis of US payroll data. Note that Lambert and Schindler (2026) question the finding that generative AI is replacing junior workers. They find that exposure to generative AI is strongly correlated with another post-pandemic shock: working from home.

substitution.¹⁹ A calculation of average employment growth for each of those categories in the United States suggests that employment in jobs with a high risk of AI substitution (e.g. economists, graphic designers) declined on average by more than 4% between 2019 and 2025 (Chart A).²⁰ By contrast, employment in jobs with a low risk of AI substitution (e.g. electricians, high school teachers) increased by 13% over the same period. As a consequence, the composition of US employment has changed. The share of low-risk jobs in total US employment has increased from 23% to 25%, while the share of high-risk jobs has dropped from 35% to 33%.

Chart A

Employment growth and share in total employment of occupations grouped by AI substitution risk – United States



Sources: Bureau of Labor Statistics, Pizzinelli et al. (2023) and ECB staff calculations.

An empirical analysis confirms that AI has already led to a reallocation of jobs within the US labour market. The impact of AI substitution risk on employment growth is estimated using the same classification of occupations by level of AI substitution risk as before. The analysis uses a difference-in-difference approach and separately estimates the impact of an occupation’s risk of AI substitution on its employment growth for each year (2020-2025) compared with the base year (2019). It also includes a constant and sector-specific fixed effects corresponding to three-digit North American Industry Classification System (NAICS) subsectors, controlling for shocks (e.g. COVID-19), sector-specific developments and unobserved

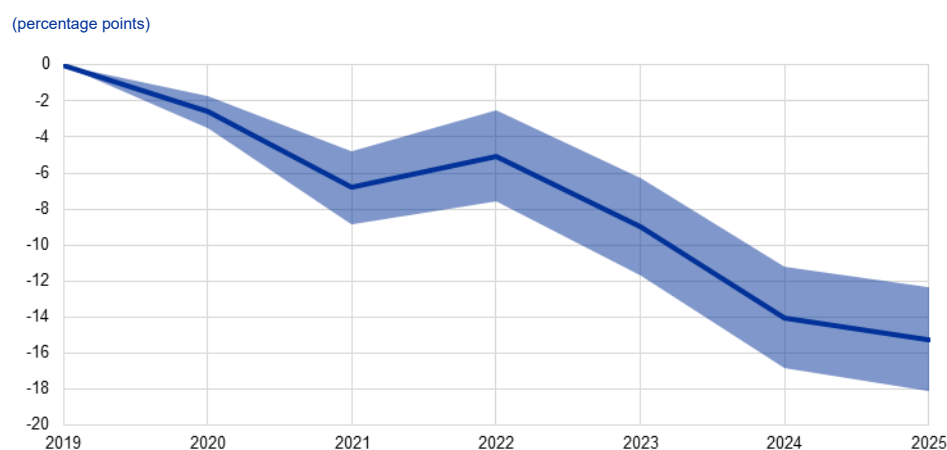
¹⁹ Pizzinelli et al. (2023) adapt the widely used index created by Felten et al. (2021) by factoring in the complementarity of occupations to AI, assuming that a lower complementarity to AI coupled with a high exposure to AI bears a higher risk of AI substitution and therefore job loss. For example, according to this extended index, a computer programmer and a computer science teacher have the same exposure to AI. However, as AI is more complementary to the teacher’s tasks, the teacher has a lower risk of job substitution than the computer programmer. Pizzinelli et al. call their index “complementarity-adjusted AI occupational exposure”. For ease of reading, it is referred to as “AI substitution risk” in this box. It should also be noted that AI does not only include large language models, but also other – earlier available – applications such as image recognition and automated translation.

²⁰ As the focus lies on recent developments, the last pre-pandemic year (2019) is taken as the base year for the analysis. However, AI is likely to have already impacted the US labour market prior to 2019.

heterogeneities.²¹ The results indicate a growing wedge between job growth in occupations with a high AI substitution risk compared with occupations with a low AI substitution risk (Chart B).²² All else being equal, between 2019 and 2025 jobs with a high substitution risk grew by around 15 percentage points less than jobs with a low substitution risk. This is in line with studies showing that AI is affecting job growth for specific occupational sub-groups. Overall, while the consequences of AI for aggregate employment to date remain inconclusive, the analysis finds that it has had a relative impact on US employment growth since 2019.²³ This impact has accelerated since the launch of ChatGPT in late 2022.

Chart B

Impact of AI on US employment growth – difference between high and low risk of substitution



Sources: Bureau of Labor Statistics, Pizzinelli et al. (2023) and ECB staff calculations.

Notes: The line shows the estimated relative impact of AI exposure on employment growth for each year compared with 2019. The model uses a difference-in-difference approach and separately estimates the impact of an occupation's risk of AI substitution on its employment growth for each year (2020-2025) compared with the base year (2019). The top and bottom 1% of employment growth have been winsorised to control for outliers. The model also includes a constant and sector-specific fixed effects corresponding to three-digit NAICS subsectors. Results have been rescaled to indicate the difference between high and low AI substitution risk. The shaded area corresponds to the 95% confidence interval.

The relative impact of AI on job growth has not yet translated into significant differences in wage growth. As is the case for employment effects, although the impact of AI on wages and inequality is fiercely debated in the literature, empirical evidence of it is scarce. Using the same methodology as before, an analysis of median hourly wage growth by occupation reveals that AI substitution risk has had no significant impact on wage growth since 2019 (Chart C).²⁴ Over time, as the

²¹ For example, a decline in manufacturing jobs might be unrelated to AI and instead be driven by other structural developments such as offshoring. As some manufacturing jobs run a high risk of AI substitution (e.g. inventory management or order picking), such a decline could mistakenly be attributed to AI.

²² It should be noted that the framework does not explicitly control for AI adoption.

²³ Massenkoff and McCrory (2026) undertake a similar analysis for US unemployment rates and find no significant rise in the unemployment of workers in the most exposed occupations. This could also point to a reallocation of jobs within the US labour market.

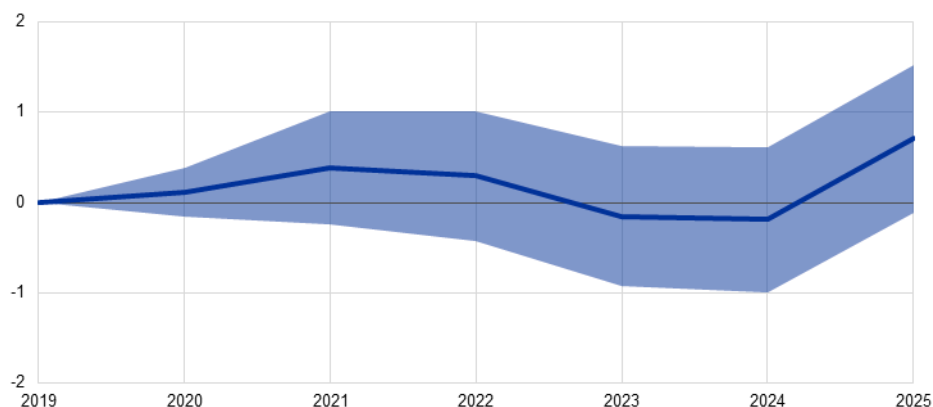
²⁴ The impact of AI on wages also depends on labour supply and demand dynamics, which cannot be distinguished in the framework used here.

labour market continues to adjust and AI tools become more generative, income effects may be more pronounced.²⁵

Chart C

Impact of AI on US wage growth – difference between high and low risk of substitution

(percentage points)



Sources: Bureau of Labor Statistics, Pizzinelli et al. (2023) and ECB staff calculations.

Notes: The line shows the estimated relative impact of AI exposure on median hourly wage growth for each year compared with 2019. The model uses a difference-in-difference approach and separately estimates the impact of an occupation's risk of AI substitution on its wage growth for each year (2020-2025) compared with the base year (2019). The model also includes a constant and sector-specific fixed effects corresponding to three-digit NAICS subsectors. Results have been rescaled to indicate the difference between high and low AI substitution risk. The shaded area corresponds to the 95% confidence interval.

References

- Acemoglu, D. and Restrepo, P. (2018), “[The Race between Man and Machine: Implications of Technology for Growth, Factor Shares, and Employment](#)”, *American Economic Review*, American Economic Association, Vol. 108(6), pp. 1488-1542.
- Aldasoro, I., Gambacorta, L., Pal, R., Revoltella, D., Weiss, C. and Wolski, M. (2026), “[AI Adoption, Productivity and Employment: Evidence from European Firms](#)”, *BIS Working Papers*, No 1325, Bank for International Settlements.
- Brynjolfsson, E., Chandar, B. and Chen, R. (2025), “[Canaries in the Coal Mine? Six Facts about the Recent Employment Effects of Artificial Intelligence](#)”, Stanford Digital Economy Lab.
- Felten, E., Raj, M. and Seamans, R. (2021), “[Occupational, industry, and geographic exposure to artificial intelligence: A novel dataset and its potential uses](#)”, *Strategic Management Journal*, 42(12), pp. 2195-2217.
- Hampole, M., Papanikolaou, D., Schmidt, L.D.W. and Seegmiller, B. (2025), “[Artificial Intelligence and the Labor Market](#)”, *NBER Working Papers*, No 33509, National Bureau of Economic Research.

²⁵ In one of the few available empirical studies in this area, Hui et al. (2024) assess the impact generative AI models have had on freelancers registered on a large online hiring platform since 2022 and find reductions in both the employment and earnings of highly affected occupations.

Hui, X., Reshef, O. and Zhou, L. (2023), "[The Short-Term Effects of Generative Artificial Intelligence on Employment: Evidence from an Online Labor Market](#)", *CESifo Working Paper Series*, No 10601, CESifo.

Lane, P.R. (2026), "[AI and the euro area economy](#)", Keynote Speech at the ECB-SAFE-RCEA International Conference on the Climate-Macro-Finance Interface (3CMFI), European Central Bank, Frankfurt, 23 March.

Lambert, P. and Schindler, Y. (2026), "[The Broken Ladder: AI, Remote Work, and Early-Career Hiring](#)", May, SSRN.

Lebastard, L. and Sondermann, D. (2026), "[Artificial Intelligence: Friend or Foe for Hiring in Europe Today?](#)", *The ECB Blog*, European Central Bank, 4 March.

Massenkoff, M. and McCrory, P. (2026), "[Labor Market Impacts of AI: A New Measure and Early Evidence](#)", Anthropic Economic Research.

Pizzinelli, C., Panton, A.J., Mendes Tavares, M., Cazzaniga, M. and Longji, L. (2023), "[Labor Market Exposure to AI: Cross-country Differences and Distributional Implications](#)", *IMF Working Papers*, No 2023/216, International Monetary Fund.

How US financial markets react to geopolitical shocks hitting oil supply

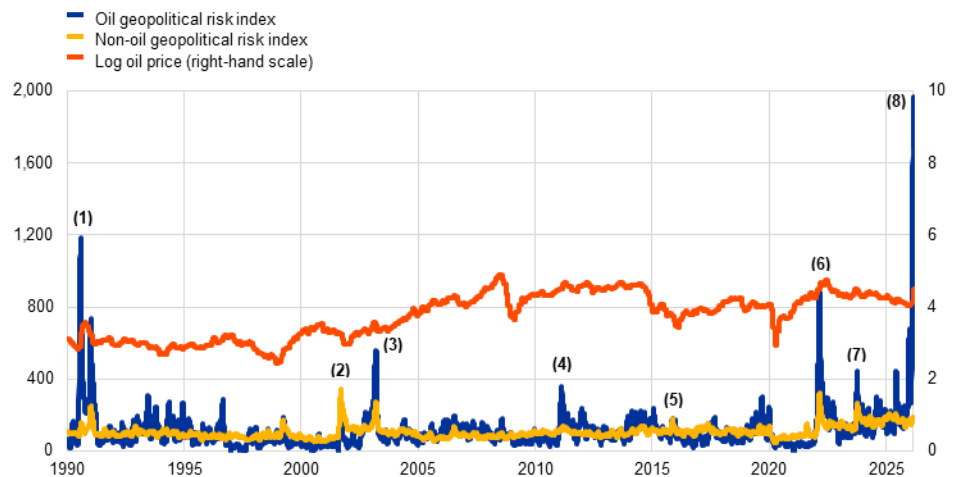
Prepared by Massimo Ferrari Minesso, Bruno Lopes Mendes, Arthur Stalla-Bourdillon and Viktória Vidaházy

Recent geopolitical shocks have disrupted global energy markets. The two largest geopolitical shocks in recent years – Russia’s invasion of Ukraine and the current war in the Middle East – triggered sharp energy price spikes in the two weeks following the start of the conflict, with oil prices rising by about 30% and 50% respectively (Chart A). While geopolitical shocks typically weigh on economic growth (Caldara and Iacoviello, 2022), their inflationary effects are less clear (Ferrari Minesso et al., 2023; Brignone et al., 2024).¹ However, shocks involving global energy supply disruptions, such as the closure of the Strait of Hormuz, drive oil prices up. This fuels inflation, likely amplifying the contractionary effect on growth and affecting the reactions of financial markets. Focusing on the United States, this box examines these reactions using a new measure of oil-related geopolitical shocks from Iacoviello and Tong (2026).

Chart A

Geopolitical risk and oil prices

(left-hand scale: index; right-hand scale: log of US dollars per barrel)



Sources: Iacoviello and Tong (2026), Haver Analytics and ECB staff calculations.

Notes: The numbered peaks refer to the following geopolitical events: (1) Gulf War, (2) 9/11 terrorist attacks, (3) invasion of Iraq, (4) Arab Spring and civil war in Libya, (5) Paris terrorist attacks, (6) Russia’s invasion of Ukraine, (7) Israel-Hamas war, (8) current war in the Middle East. The latest observations are for March 2026.

A new index developed with the help of artificial intelligence (AI) identifies geopolitical events linked to global energy markets. Iacoviello and Tong (2026) use AI to analyse over five million US newspaper articles, refining the keyword-based approach used by Caldara and Iacoviello (2022) to measure geopolitical risks.

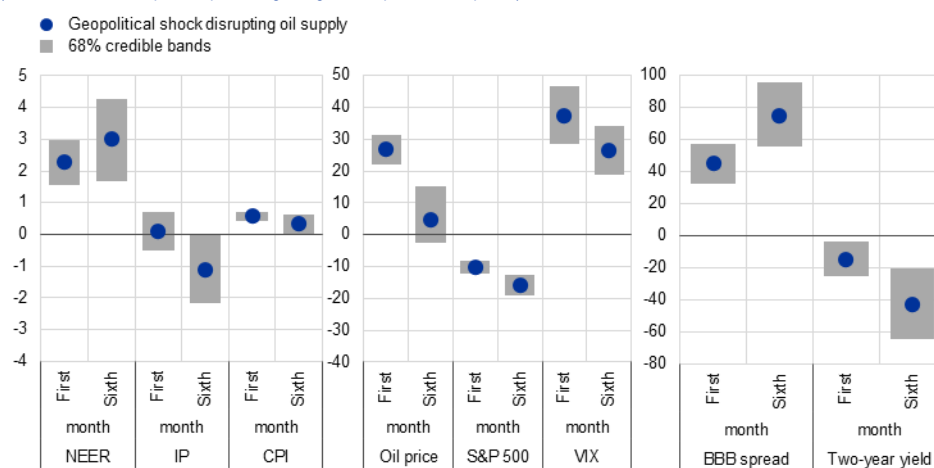
¹ Ferrari Minesso et al. (2023) highlight the mixed effects of geopolitical risk on oil prices and inflation. Brignone et al. (2024) show that uncertainty-driven shocks increase oil prices and inflation but that realised adverse events are deflationary.

Their method identifies geopolitical events affecting energy supply (e.g. the Gulf War or the current war in the Middle East), distinguishing them from those without direct energy-market disruptions (e.g. the 2015 Paris terrorist attacks). The current war in the Middle East has caused a sharp spike in the oil geopolitical risk index, which clearly stands out in a historical perspective. By identifying specific events disrupting energy supply, the new index improves on existing frameworks linking geopolitical events and the oil market.^{2,3} As in Iacoviello and Tong (2026), we focus on days when the index is two standard deviations above its average. The monthly sums of changes in oil prices on those days are used as instruments for oil-related geopolitical shocks in a Bayesian vector autoregression (BVAR) model of US financial markets, augmented with key macroeconomic indicators.

Chart B

Response of US variables to geopolitical shocks disrupting oil supply

(left-hand and middle panels: percentages; right-hand panel: basis points)



Sources: Iacoviello and Tong (2026), Haver Analytics and ECB staff calculations.

Notes: The chart shows the responses of the variables shown to a geopolitical shock disrupting oil supply, scaled to a 10% fall in the S&P 500 index on impact. The BVAR model includes: the oil geopolitical risk index (Iacoviello and Tong, 2026), the Brent crude oil price, the two-year US bond yield, the S&P 500, the nominal effective exchange rate of the US dollar (NEER), the VIX index of expected volatility, the US BBB corporate bond spread, US industrial production (IP) and the US consumer price index (CPI). All variables other than the yield and spread enter the model in monthly log levels. To identify shocks, the index is instrumented by summing, for each month, the changes in the oil price on days when the index is two standard deviations above its mean (Iacoviello and Tong, 2026). The model is estimated from February 1990 to February 2026.

Geopolitical shocks that disrupt oil supply reduce economic activity, increase prices and are associated with higher risk premia. Following an oil-related geopolitical shock, calibrated to a 10% fall in US stock prices in the first month, oil prices rise by around 30% and remain above pre-shock levels for around two quarters (Chart B). The increase in oil prices feeds through to US consumer prices, although the effect is modest, while industrial production contracts with a lag (falling by up to 1% after six months). By contrast, the impact on financial markets is stronger. Stock prices remain about 20% below their pre-shock level after two quarters. The dollar appreciates continuously, reflecting both higher oil prices and

² For example, using the original geopolitical risk index developed by Caldara and Iacoviello (2022), Verduzco-Bustos and Zanetti (2026) show that geopolitical tensions affecting oil markets are contractionary and inflationary, highlighting the role of inventories. The evidence in Pinchetti (2025) is in line with the general equilibrium model of Kilian et al. (2024).

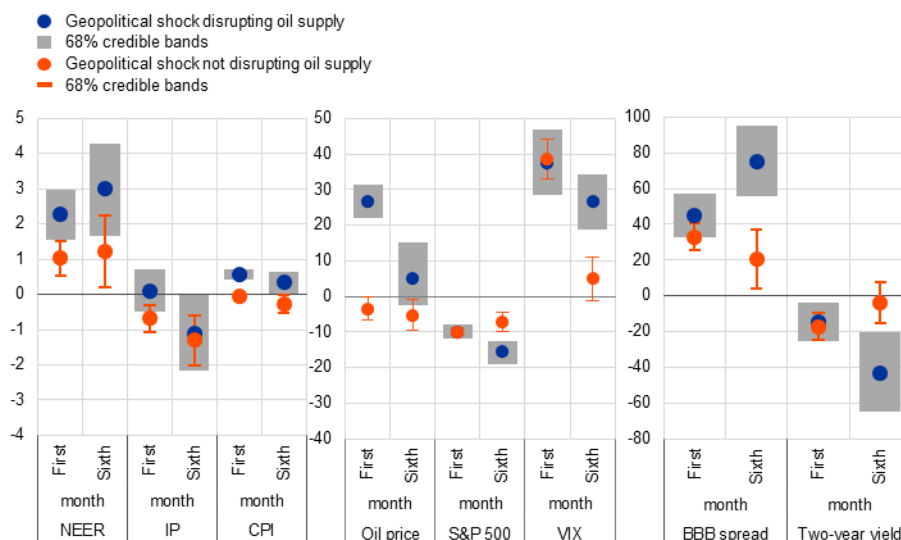
³ The new approach singles out events that reduce oil supply, whereas the current literature blends all geopolitical shocks. As non-oil-related shocks typically lower oil prices, this approach makes it possible to identify the impact of oil-related geopolitical tensions more precisely.

safe-haven dynamics.⁴ There are increases in risk indicators, such as the VIX index of expected volatility and corporate bond spreads. Risk-free rates decline, reflecting either safe-haven considerations or expectations that monetary policy will be loosened as output declines more persistently than inflation increases.

Chart C

Comparison of geopolitical shocks disrupting and not disrupting oil supply

(left-hand and middle panels: percentages; right-hand panel: basis points)



Sources: Iacoviello and Tong (2026), Haver Analytics and ECB staff calculations.

Notes: The chart shows the responses of the variables shown to a geopolitical shock disrupting oil supply (blue) versus responses to shocks that do not affect oil supply (red), both scaled to a 10% fall in the S&P 500 index, estimated with the same BVAR model. Geopolitical shocks that are independent of oil supply are identified using the non-oil geopolitical risk index of Iacoviello and Tong (2026) instrumented by changes in the gold price (Georgiadis et al., 2024; Piffer and Podstawski, 2018).

Oil price dynamics are a key amplifying channel for the effects of geopolitical shocks.

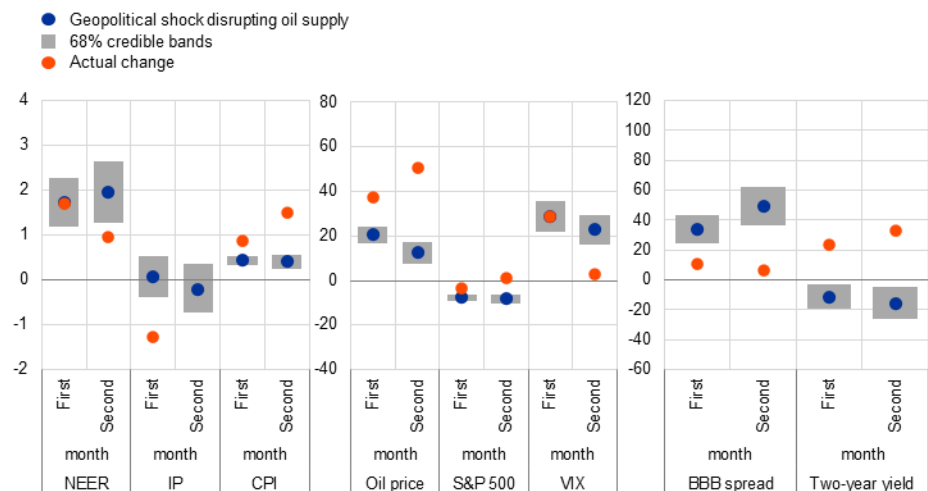
Financial market reactions to geopolitical events are much milder when shocks do not affect global oil supply than when they do (Chart C). Oil prices fall slightly instead of increasing, as higher geopolitical risk weighs on industrial production and aggregate demand, reducing the demand for oil. This supports the economic recovery, as lower oil prices translate into higher real incomes for households and lower production costs and inflation, cushioning the blow to activity. As a result, the decline in stock prices is less pronounced over time. While US yields decrease, the fall fully reverses after six months. The dollar appreciates less without support from higher oil prices, which generally strengthen it, as the United States has been a net primary energy exporter since 2019 and a large share of oil trade is invoiced in dollars (Ricci, 2024). Although risk metrics increase temporarily, they also recede after two quarters. On the real economy side, industrial production recovers faster after six months, and consumer prices fall in the medium term instead of increasing. These results show how oil prices amplify geopolitical shocks, putting upward pressure on inflation in particular.

⁴ As oil is generally traded in dollars, higher oil prices mechanically increase the demand for dollars and cause the US currency to appreciate. In periods of higher risk, global investors may buy US Treasuries, which are generally viewed as a safe asset, also increasing the demand for US dollars.

Market reactions to the war in the Middle East have been contained relative to historical patterns. Chart D compares the market reactions to the conflict with model-implied elasticities.⁵ The associated shock has indeed been substantial. Around 20 million barrels of oil normally pass through the Strait of Hormuz every single day and, although some mitigating factors have been at play (e.g. redirection of flows through pipeline networks), the net supply loss has amounted to 10-15 million barrels per day (10-15% of global supply). Oil prices temporarily rose to nearly USD 120 per barrel, exceeding what historical patterns would predict for an oil-related geopolitical shock of this size. By contrast, the reaction of other financial variables has been muted. Stock prices fell but started to rise again after about one month, while the dollar appreciated in March but by April had returned to almost the same level as at the start of the year. Risk spreads widened slightly at the start of the conflict, to about half the levels suggested by historical patterns, before returning to pre-war levels. Risk-free rates increased instead of falling, possibly reflecting concerns about inflation following a shock of that size. Strong underlying US macroeconomic fundamentals, oil exports from the United States and strong investment in AI-related stocks may help explain the overall benign response. But the limited repricing remains striking given the scale of the oil shock. Markets may be treating the disruption as temporary, and therefore as not warranting continued high risk repricing. If the conflict persists or monetary policy reacts more aggressively than expected, this may expose financial assets to sudden repricing and potentially rapid sell-offs.

Chart D
Current pricing of geopolitical risk

(left-hand and middle panels: percentages; right-hand panel: basis points)



Sources: Iacoviello and Tong (2026), Haver Analytics and ECB staff calculations.

Notes: The chart shows the responses of the variables shown to a model-implied geopolitical shock disrupting oil supply (blue), scaled to match the VIX reaction at the start of the war in the Middle East in February 2026. Actual changes (red) are the changes in the financial variables between February and March 2026 (first month) and February and April 2026 (second month). For IP and CPI, the latest observations are for March 2026.

⁵ We scale the BVAR impulse responses to a geopolitical risk shock disrupting oil supply that matches the VIX reaction at the start of the war in the Middle East between February and March 2026.

References

- Brignone, D., Gambetti, L. and Ricci, M. (2025), “[Geopolitical risk shocks: when size matters](#)”, *Working Paper Series*, No 2972, ECB, May (revised).
- Caldara, D. and Iacoviello, M. (2022), “[Measuring geopolitical risk](#)”, *American Economic Review*, Vol. 112, No 4, April, pp. 1194-1225.
- Ferrari Minesso, M., Lappe, M.-S. and Rößler, D. (2023), “[Geopolitical risk and oil prices](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB.
- Georgiadis, G., Müller, G.J. and Schumann, B. (2024), “[Global risk and the dollar](#)”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 144, 103549.
- Iacoviello, M. and Tong, J. (2026), “[The AI-GPR Index: Measuring Geopolitical Risk using Artificial Intelligence](#)”, *Working Paper*, Federal Reserve Board of Governors.
- Kilian, L., Plante, M.D. and Richter, A.W. (2024), “[Geopolitical Oil Price Risk and Economic Fluctuations](#)”, *Working Paper*, No 2403, Federal Reserve Bank of Dallas, May.
- Piffer, M. and Podstawski, M. (2018), “[Identifying Uncertainty Shocks Using the Price of Gold](#)”, *The Economic Journal*, Vol. 128, No 616, pp. 3266-3284.
- Pinchetti, M. (2025), “[Geopolitical Risk and Inflation: The Role of Energy Markets](#)”, *Working Paper*, No 1005, Banque de France.
- Ricci, M. (2024), “[The link between oil prices and the US dollar: evidence and economic implications](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB.
- Verduzco-Bustos, G. and Zanetti, F. (2026), “[The Effects of Geopolitical Oil Price Shocks](#)”, *CESifo Working Papers*, 12606, April.

State aid in the EU: an evolving landscape

Prepared by Roberto Bernasconi, Emma Domingo Enrich, Vasileios Kostakis, Steffen Osterloh and Lucia Quaglietti

State aid expenditure in the EU has risen sharply in recent years, driven by economic shocks and a global resurgence of interventionist industrial policy.

This has triggered a wider debate, with proponents underscoring the need for public intervention to address market failures and strategic vulnerabilities (Evenett et al., 2024), and critics cautioning against the attendant risks of inefficiency, rent seeking and Single Market fragmentation (Hodge et al., 2024). From an ECB perspective, State aid warrants attention due to its implications for fiscal policy, resource allocation and competition. Against rising geopolitical tensions and new EU State aid Temporary Frameworks permitting a more flexible deployment of aid (most recently in support of sectors affected by the Middle East crisis), this box examines its evolving role and allocation.

State aid covers public interventions that provide financial support to firms or confer a selective advantage.

Such measures are generally prohibited under Article 107 of the Treaty on the Functioning of the European Union, as they can distort competition in the Single Market. However, the Treaty leaves room for a number of exemptions. To be compatible with the Single Market, State aid must facilitate the development of an economic activity and must not adversely affect trading conditions among Member States to an extent contrary to the common interest.¹

Despite legal constraints, the scope and scale of State aid have expanded markedly over time.

Between 2000 and 2013, State aid expenditure remained broadly stable at 0.5-0.8% of GDP. From 2014, reforms expanding the categories of aid exempt from approval by the European Commission enabled Member States to provide support more flexibly, with expenditure almost doubling by 2019.² Aid rose further in 2020 and 2021, peaking at €330 billion (2-2.5% of GDP), driven by Temporary Frameworks introduced during the COVID-19 pandemic and extended following Russia's full-scale invasion of Ukraine. Although it fell to 1% of GDP in 2024, State aid remains above historical averages (Chart A, panel a). More recently, the conflict in the Middle East has led the Commission to adopt a new Temporary Framework, relaxing the conditions under which EU Member States may grant aid to acutely affected sectors.³

¹ Articles 107 to 109 of the Treaty define State aid, set the prohibitions and list possible exceptions.

² The [General Block Exemption Regulation](#) set out the conditions under which State aid may be granted without prior approval from the Commission. Later revisions expanded its scope.

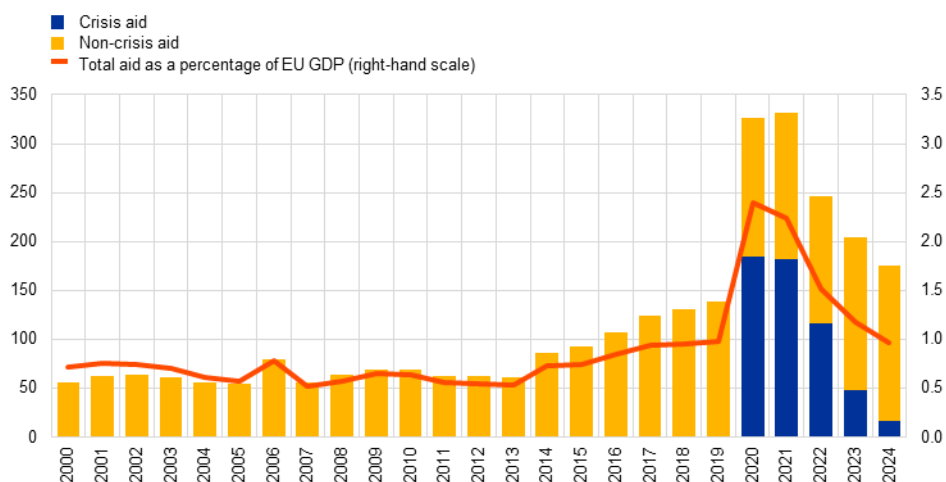
³ The [Middle East Crisis Temporary State Aid Framework](#) will be in place until December 2026. It permits support for agriculture, fisheries and aquaculture, land transport, and intra-EU short-sea shipping. Aid can be provided to cover up to 70% of extra costs arising from the crisis.

Chart A

State aid expenditure by policy objective

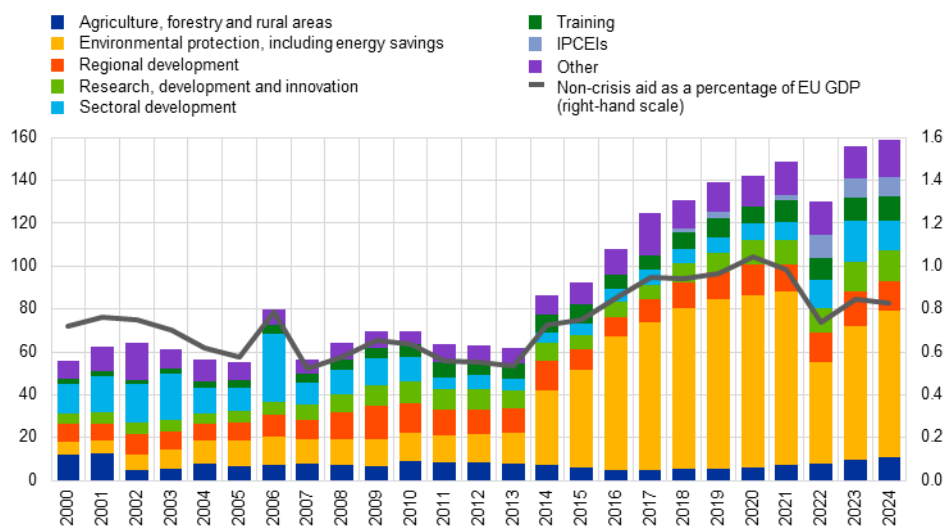
a) Crisis and non-crisis State aid in the EU

(left-hand scale: EUR billions; right-hand scale: percentages of EU GDP)



b) Non-crisis aid

(left-hand scale: EUR billions; right-hand scale: percentages of EU GDP)



Sources: State Aid Scoreboard, Eurostat and ECB calculations.

Notes: The panels show nominal aid expenditure approved by the European Commission or granted under exemption rules, reflecting the economic advantage conferred on beneficiaries. Panel a) decomposes State aid into crisis and non-crisis aid. Panel b) further decomposes non-crisis aid.

The orientation of State aid has also shifted, including towards broader industrial priorities.

Historically, the support targeted innovation, regional cohesion and financing constraints for smaller firms. More recently, it has become increasingly linked to environmental protection, including decarbonisation, as well as industrial competitiveness and strategic resilience (Chart A, panel b). EU policy initiatives like the [European Chips Act](#), the [Net-Zero Industry Act](#) and, more recently, the [Clean Industrial Deal](#) and the proposed [Industrial Accelerator Act](#), have altered State aid frameworks in support of decarbonisation, energy security and competitiveness.

Energy-related aid has grown significantly, reflecting its strategic importance amid elevated energy prices and the severe shocks that have hit the EU economy.⁴

The growth in spending on Important Projects of Common European Interest (IPCEIs) since 2018 illustrates a shift towards a more strategic use of State aid.

IPCEIs enable Member States to finance large-scale, cross-border projects addressing market failures and reducing dependencies in strategic sectors like batteries, hydrogen, microelectronics and health technologies.⁵ Combining public and private funds, IPCEIs span complex value chains across multiple countries. With approved aid and associated private investment reaching roughly €90 billion (0.45% of GDP) by 2024, they are now among the EU's most significant coordinated industrial policy instruments, while new dedicated EU-level financial instruments have been proposed by the Commission as part of a [European Competitiveness Fund](#) for the [Multiannual Financial Framework 2028-2034](#).

State aid is unevenly distributed across countries and sectors, reflecting differences in fiscal capacity, structural characteristics and policy priorities.

During the pandemic, cross-country disparities widened significantly, with several EU countries deploying aid in excess of 3% of GDP in 2020 and 2021, while support remained more limited in others (Chart B). Until 2019 high debt countries tended to spend less on State aid, but the differences have since narrowed. Sectoral allocation has also evolved: firm-level data show that, historically, energy firms received the bulk of the aid (Chart C, panel a), but support shifted towards services during the pandemic, while manufacturing gained in importance after the pandemic. In addition, while standard State aid is broadly distributed across technology levels, IPCEIs focus on high and medium-high technology manufacturing sectors (Chart C, panel b), underscoring their role in fostering strategic value chains.

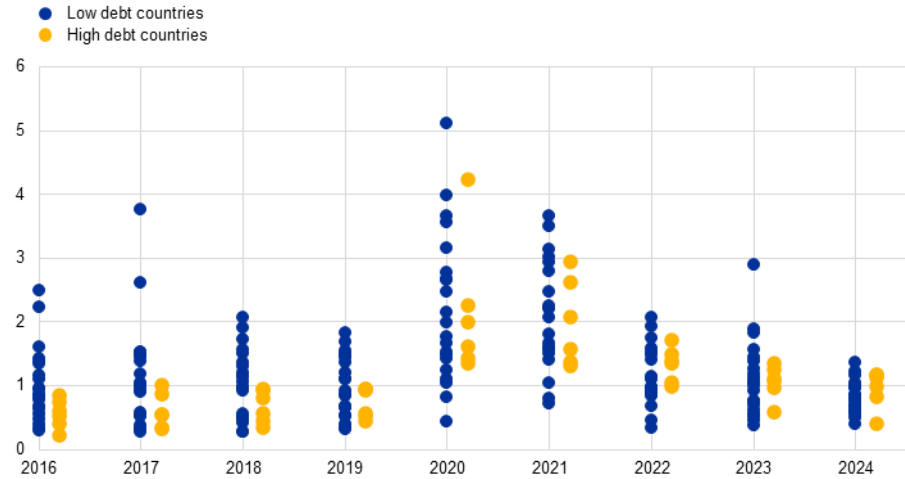
⁴ In 2025 the European Commission adopted the [Clean Industrial Deal State Aid Framework](#), replacing the 2022 [Temporary Crisis and Transition Framework](#) and extending flexible rules until 2030.

⁵ IPCEIs must involve multiple Member States, generate significant positive spillovers and contribute to EU-wide objectives.

Chart B

Dispersion of State aid expenditure in EU countries

(percentages of GDP)



Sources: State Aid Scoreboard, Eurostat and ECB calculations.

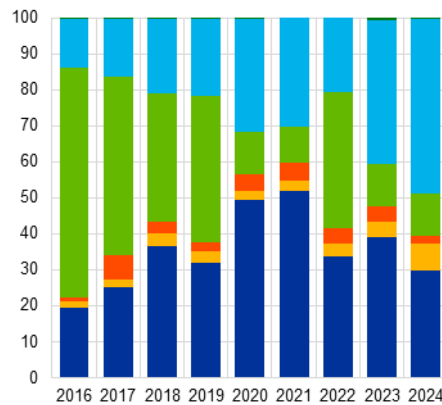
Note: High debt countries are countries with a debt level greater than 90% of GDP in 2024.

Chart C

State aid expenditure by sector and technology level

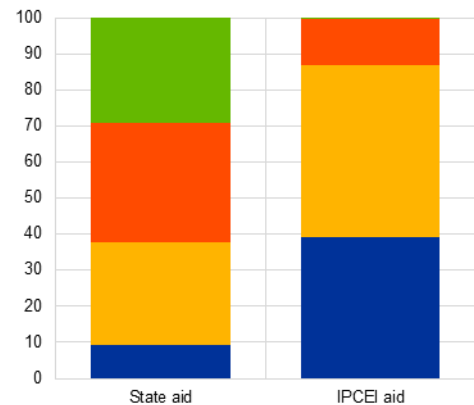
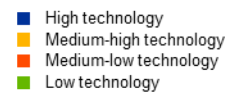
a) State aid expenditure by sector

(percentages)



b) State aid expenditure by technology level and aid type

(percentages)



Sources: State Aid Transparency database, European Commission and ECB calculations.

Notes: Figures are based on firm-level data and show aid awarded across 23 EU countries (excluding Spain, Poland, Romania and Slovenia). The services category excludes information and communications technology. Data in panel a) refer to about 70% of total aid reported in Chart A. Panel b) shows the composition of general State aid and aid provided to manufacturing firms under the IPCEI framework by technology level (see [High-tech classification of manufacturing industries](#)).

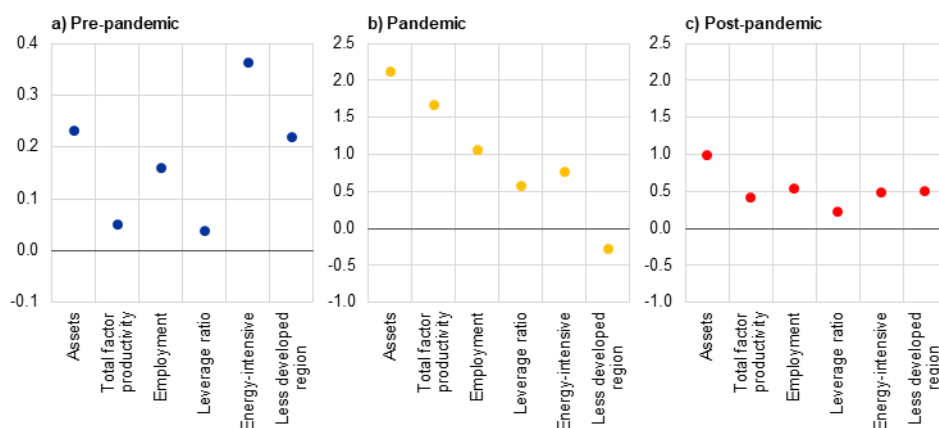
After the pandemic, State aid shifted from crisis-driven liquidity support towards a more selective, competitiveness-oriented allocation. The evolving objectives of State aid are also reflected in the composition of firms receiving it. Using a panel of five million EU firms over the period 2016-2024, we estimate the

probability of receiving aid based on firm characteristics.⁶ Before the pandemic, large firms, firms in energy-intensive sectors and firms in less developed regions were more likely to receive support, with estimated increases in probability ranging from 0.2 to 0.4 percentage points (Chart D, panel a).⁷ During the pandemic, size and productivity remained important, but financial constraints emerged as a key factor, with highly leveraged firms significantly more likely to receive support. At the same time, firms in less developed regions became less likely to receive support (Chart D, panel b). Size and productivity continued to be important determinants of aid allocation in the post-pandemic period. In contrast, the role of leverage has become less pronounced compared with the pandemic period, while firms located in less-developed regions have once again become more likely to receive support (Chart D, panel c).

Chart D

Probability of receiving State aid based on firm characteristics

(percentage points)



Sources: State Aid Transparency database, Orbis database and ECB calculations.

Notes: The chart shows estimated marginal effects from a linear probability model. Coefficients are percentage point changes in the probability of receiving aid relative to non-recipients. Each marker represents the estimated effect of a one standard deviation change in a given firm characteristic. Confidence intervals are narrow and therefore not shown.

State aid in the EU has expanded, becoming increasingly flexible and more aligned with shifting policy priorities in the EU.

As industrial policy gains prominence globally and the EU is negotiating its new Multiannual Financial Framework for the period 2028-2034, these developments raise critical questions about how State aid can effectively support shared EU objectives and new policy priorities while safeguarding competition within the Single Market and maintaining fiscal sustainability. Further analysis is warranted to examine these issues in a comprehensive way.

⁶ Firm data from Orbis are matched with the State Aid Transparency database. The share of firms receiving State aid varies over time (0.2% in the period 2016-2019, 2.5% in 2020-2021 and 1.2% after 2021). A linear probability model is deployed. Firm characteristics are interacted with time-period dummies to capture evolving allocation patterns. The model includes country-year and sector-year fixed effects, with standard errors clustered at the firm level.

⁷ Assets (defined as the sum of current assets, fixed assets and intangible assets) and employment (measured by the number of employees) are used as proxies for firm size. The leverage ratio is calculated as the ratio of long-term debt to total assets. Less-developed regions are defined according to the European Commission classifications for the period 2014-2020 and the period 2021-2027.

References

Evenett, S., Jakubik, A., Martin, F. and Ruta, M. (2024), “[The Return of Industrial Policy in Data](#)”, *IMF Working Papers*, Vol. 2024, No 001, International Monetary Fund, January.

Hodge, A., Piazza, R., Hasanov, F., Li, X., Vaziri, M., Weller, A. and Wong, Y.C. (2024), “[Industrial Policy in Europe: A Single Market Perspective](#)”, *IMF Working Papers*, Vol. 2024, No 249, International Monetary Fund, December.

Higher oil prices from the war in the Middle East: assessing the headwinds for euro area growth

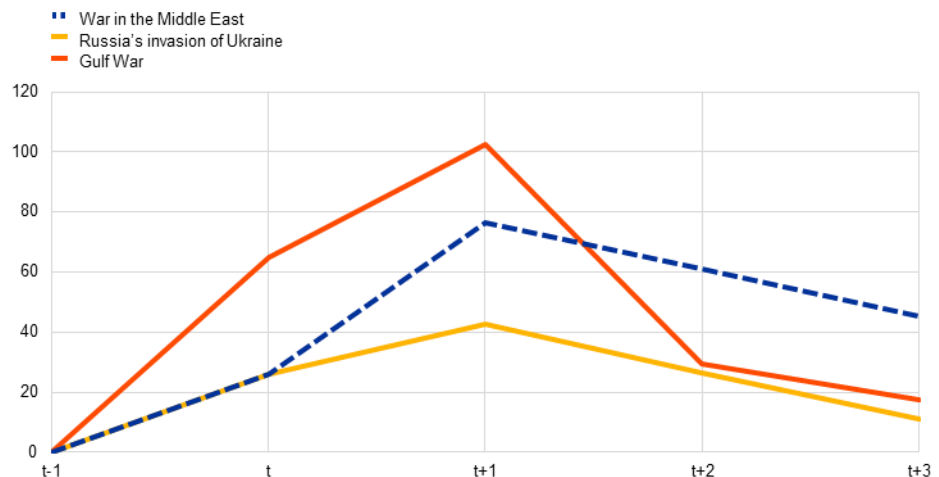
Prepared by Johannes Gareis

The war in the Middle East has led to a sharp rise in oil prices and is likely to weigh noticeably on euro area economic activity. Following the outbreak of the war in late February 2026, Brent crude oil prices increased markedly, reflecting disruptions to oil flows through the Strait of Hormuz and a decline in oil production in the Middle East. Compared with past major geopolitical oil supply disruptions, the current shock appears to be of intermediate magnitude (Chart A). Although peak oil price levels have been broadly similar to those seen after Russia's invasion of Ukraine in early 2022, the increase in oil prices triggered by the current shock has so far been larger than the rise observed after the Russian invasion. That shock reflected supply interruptions and heightened uncertainty around Russian oil exports, against a backdrop of persistently elevated oil demand in the aftermath of the COVID-19 pandemic and a much sharper rise in natural gas prices.¹ However, the oil price increase from the current shock is smaller than that observed during the Gulf War in the early 1990s, when Iraq's invasion of Kuwait removed significant oil supply from the market.

Chart A

Brent crude oil price dynamics around geopolitical oil supply disruptions

(percentage change relative to the quarter preceding the shock)



Sources: U.S. Energy Information Administration (EIA) and ECB staff calculations.

Notes: The chart shows the percentage change in the price of Brent crude oil, based on quarterly averages of monthly US dollar prices. For the war in the Middle East, t corresponds to the first quarter of 2026; for Russia's invasion of Ukraine, t corresponds to the first quarter of 2022; and for the Gulf War, t corresponds to the third quarter of 1990. The dashed blue line represents the oil price path implied by the June 2026 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, which are based on oil futures prices at the cut-off date of 21 May 2026.

The source of these oil price movements is a crucial consideration when assessing their macroeconomic effects. Unlike demand-driven price increases,

¹ For a comparison of the current shock with that triggered by Russia's invasion of Ukraine and a discussion of the likely propagation to inflation, see Arce et al. (2026).

which typically reflect stronger global growth and support economic activity, supply-driven price increases weigh on activity in oil-importing economies such as the euro area. This operates through higher production costs, lower real household incomes, weaker global demand and elevated uncertainty – with the latter factor typically more pronounced when shocks are geopolitical in nature.² This box quantifies the macroeconomic impact on the euro area of the recent rise in oil prices, using an empirical model with identified geopolitical oil supply shocks to assess past and present oil supply disruptions.³

The macroeconomic effects of geopolitical oil supply shocks on the euro area can be assessed using a Bayesian vector autoregressive (BVAR) model. The model includes a series of identified geopolitical oil supply shocks along with the global real price of oil, a global economic activity indicator, euro area real GDP, private consumption, investment, consumer prices, and short and long-term interest rates. The shocks are taken from Verduzco-Bustos and Zanetti (2026) and are constructed using a high-frequency instrumental variable that isolates oil price movements around geopolitical supply disruptions.⁴ These shocks are typically associated with sharp increases in oil prices and persistent declines in oil production, making them well suited for analysing the impact of the war in the Middle East.⁵ The model is estimated from the first quarter of 1985 to the fourth quarter of 2023.⁶ As the oil intensity of the euro area economy has declined steadily since the early 1990s (Chart B), the model is re-estimated over a shorter sample starting from the third quarter of 2003, after the initial phase of the Iraq War, to test whether the transmission of oil supply shocks has changed.⁷

² Verduzco-Bustos and Zanetti (2026) show that oil price movements associated with geopolitical risks have distinct dynamics and macroeconomic consequences, driven in part by forward-looking behaviour and a sharp and persistent rise in both macroeconomic and financial uncertainty, which amplifies the negative effects on economic activity relative to conventional oil supply shocks. This mechanism is closely related to the evidence presented by Brignone et al. (2025), who show that large geopolitical risk shocks trigger disproportionate increases in uncertainty and financial stress.

³ For an analysis of how geopolitical shocks associated with energy supply disruptions are transmitted to US financial markets, see the box entitled “[How US financial markets react to geopolitical shocks hitting oil supply](#)” in this issue of the Economic Bulletin.

⁴ The instrument specifically measures the change in one-month West Texas Intermediate (WTI) crude oil futures prices on days when there are spikes in the oil supply geopolitical risk index developed by Iacoviello and Tong (2026). This restricts the identified events to those directly associated with oil supply disruptions.

⁵ The global real oil price is the WTI crude oil price deflated by the US consumer price index; global economic activity is measured by the industrial production index developed by Baumeister and Hamilton (2019). Both are consistent with the variable choices used to identify the geopolitical oil supply shocks in Verduzco-Bustos and Zanetti (2026).

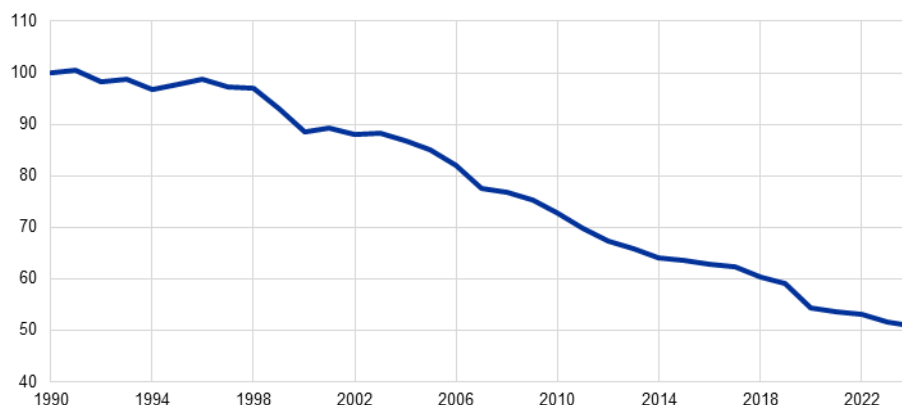
⁶ The geopolitical oil supply shocks are aggregated to quarterly frequency as simple averages of monthly observations. To trace their dynamic effects, they are ordered first in the BVAR model under a recursive identification scheme.

⁷ To ensure that the estimation results are not influenced by the elevated volatility during the COVID-19 pandemic, the model includes pandemic dummies.

Chart B

Oil intensity of euro area real GDP over time

(index: 1990 = 100)



Sources: Eurostat, New Area-Wide Model database and ECB staff calculations.

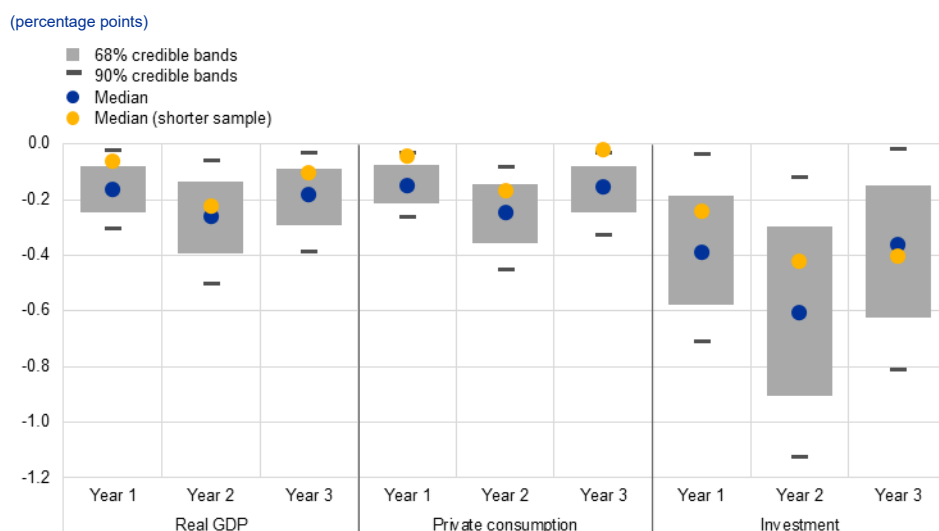
Notes: Oil intensity is measured in kilograms of oil equivalent per euro of real GDP and indexed to 100 in 1990. The latest observation is for 2024.

An adverse geopolitical oil supply shock has a persistent negative effect on euro area real GDP growth, operating through both private consumption and investment. Following a geopolitical oil supply shock that raises the real oil price by 10% on impact, euro area real GDP growth is estimated to be around 0.2 to 0.3 percentage points lower in each of the first three years following the shock (Chart C).⁸ Both private consumption and investment growth are dragged down, although the effects on investment are more pronounced, since investment is generally more sensitive to the elevated uncertainty that follows geopolitical oil supply disruptions. The subsample estimates for the period since 2003 suggest that the effects may have weakened somewhat over time, owing in particular to a smaller response of private consumption. By contrast, the investment response is broadly stable across subsamples, with the shorter-sample estimates falling within the credible bands of the full-sample response. This may reflect either a less pronounced weakening of the oil intensity channel for investment or an offsetting strengthening of other channels – notably via the heightened uncertainty that geopolitical oil supply shocks entail.

⁸ The results are qualitatively robust to using the broader oil supply shock series of Mori and Peersman (2026). This broader series refines the shocks estimated by Känzig (2021), which are based on announcements made by the Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC). The quantitative effects are somewhat smaller when the broader series is used, consistent with the broader identification capturing oil supply shocks beyond those of geopolitical origin.

Chart C

Impact on annual growth of an adverse geopolitical oil supply shock



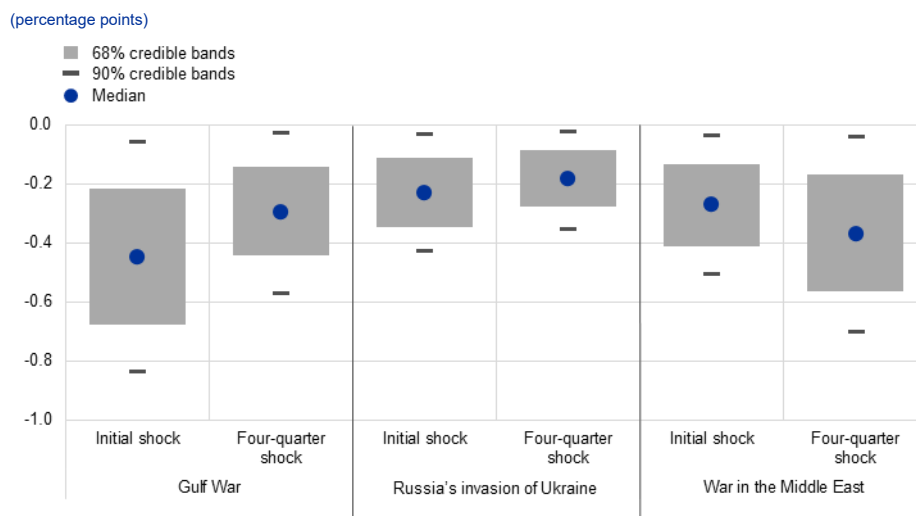
Sources: Verduzco-Bustos and Zanetti (2026), Baumeister and Hamilton (2019), EIA, Bureau of Labor Statistics (BLS), Eurostat, New Area-Wide Model database, ECB and ECB staff calculations.

Notes: The chart shows the estimated impact of a temporary geopolitical oil supply shock that raises the real oil price by 10% on annual growth in euro area real GDP, private consumption and investment in the first three years following the shock. Estimates are reported for the full sample (first quarter of 1985 to fourth quarter of 2023) and for a shorter sample starting from the third quarter of 2003.

The effects of past geopolitical oil supply disruptions – notably the Gulf War and Russia’s invasion of Ukraine – were sizeable in the first year, and the war in the Middle East is estimated to have a broadly similar impact on euro area growth this year. Combining the estimated impulse responses with the estimated shocks makes it possible to quantify the macroeconomic effects of past oil supply disruptions and gauge the impact of the current shock. During the Gulf War and Russia’s war in Ukraine, geopolitical oil supply shocks are estimated to have driven most of the real oil price movements over the first year. Based on the full-sample estimates – which likely provide an upper bound for recent episodes (including the current shock) owing to declining oil intensity – the resulting net drag on GDP growth over the first year amounted to around 0.3 percentage points during the Gulf War and 0.2 percentage points during Russia’s war in Ukraine (Chart D, four-quarter shock). The drag from the initial shock alone was larger. However, oil prices reversed relatively quickly, and the subsequent decline partly offset the initial drag on GDP (Chart D, initial shock). Using the current oil futures curve and assuming that geopolitical oil supply shocks account for most of the implied oil price changes in 2026, the war in the Middle East is estimated to reduce euro area real GDP growth by around 0.4 percentage points over the first year. Unlike in the other episodes, the impact is likely to build up gradually over the year. This reflects the further substantial increase in oil prices expected in the second quarter of 2026 and the more persistent path implied by the futures curve.

Chart D

Estimated first-year impact of geopolitical oil supply shocks on real GDP growth



Sources: Verduzco-Bustos and Zanetti (2026), Baumeister and Hamilton (2019), EIA, BLS, Eurostat, New Area-Wide Model database, ECB and ECB staff calculations.

Notes: The chart shows the estimated impact on euro area real GDP growth over the first year following the event under two scenarios: the initial shock, capturing only the geopolitical oil supply shock at the start of the event, and a four-quarter shock sequence, capturing shocks materialising over the first full year following the start of the event. For the Gulf War and Russia's invasion of Ukraine, the shocks are derived from the identified historical shock series. For the war in the Middle East, they are derived from actual oil price developments and the oil futures curve.

Overall, the magnitude of the impact of the current shock is still very uncertain and will depend on the size and persistence of the oil price increase. The effects on activity tend to persist beyond the oil price reversal itself, so even a rapid decline in oil prices would still imply non-negligible output losses in the euro area. Should the shock prove more persistent, the cumulative drag on growth could be larger than the estimates presented here. In addition, broader supply chain disruptions and spillovers to the gas market could further amplify the impact beyond that captured by the historical estimates. So far, however, gas prices have remained relatively resilient, possibly reflecting the limited dependence of Europe on natural gas from the Middle East.

References

Arce, Ó., Battistini, N., Bouabdallah, O., Lis, E. and Mohr, M. (2026), “[A tale of two energy crises – initial conditions matter](#)”, *The ECB Blog*, ECB, 3 June.

Baumeister, C. and Hamilton, J.D. (2019), “[Structural Interpretation of Vector Autoregressions with Incomplete Identification: Revisiting the Role of Oil Supply and Demand Shocks](#)”, *American Economic Review*, Vol. 109, No 5, May, pp. 1873-1910.

Brignone, D., Gambetti, L. and Ricci, M. (2025), “[Geopolitical risk shocks: when size matters](#)”, *Working Paper Series*, No 2972, ECB, May (revised).

Iacoviello, M. and Tong, J. (2026), “[The AI-GPR Index: Measuring Geopolitical Risk using Artificial Intelligence](#)”, *Working Paper*, Federal Reserve Board of Governors.

Känzig, D.R. (2021), “[The Macroeconomic Effects of Oil Supply News: Evidence from OPEC Announcements](#)”, *American Economic Review*, Vol. 111, No 4, April, pp. 1092-1125.

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

Mori, L. and Peersman, G. (2026), “[Estimating the Macroeconomic Effects of Oil Supply News](#)”, mimeo.

Verduzco-Bustos, G. and Zanetti, F. (2026), “[The Effects of Geopolitical Oil Price Shocks](#)”, *CESifo Working Papers*, No 12606, April.

5 Tracking euro area labour market developments through restructuring announcements

Prepared by Claudia Foroni and Nikolaos Papadatos

This box examines the extent to which media-reported, firm-level restructuring announcements covering both job reductions and job creations can provide more timely signals of euro area labour market dynamics than standard statistical measures. It draws on the European Restructuring Monitor (ERM), a firm-level dataset compiled by the European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions (Eurofound) through the daily screening of national business media and company websites across all EU Member States and Norway since 2002. A restructuring event is recorded when at least 100 jobs are affected, or when the affected workforce represents at least 10% of an establishment employing more than 250 people.¹ Events need to materialise within nine months from the announcement and are classified by type (e.g. internal restructuring, expansion, offshoring, merger or bankruptcy), offering information on the nature of the underlying shock which is not available in standard aggregate statistics. As such, the ERM may provide timely, high-frequency insights into labour market developments ahead of official data releases.

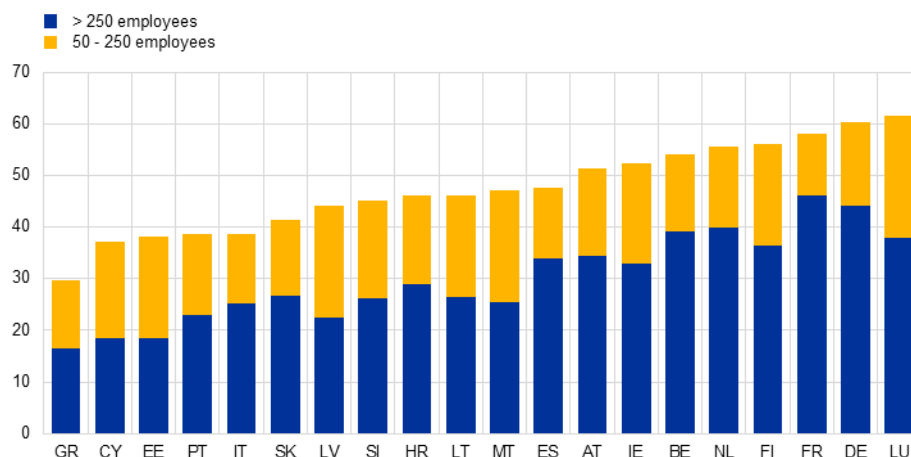
By construction, the coverage of media-reported restructuring announcements is biased towards larger firms – reflecting both reporting thresholds and media attention. This bias implies that the ERM is not representative of total employment, particularly in countries where economic activity is concentrated in smaller enterprises. In the euro area, firms with at least 250 employees represent less than 1% of total enterprises but account for approximately 36% of total employment. Extending the threshold to firms with at least 50 employees raises this share to around 50% (Chart A). Accordingly, the ERM captures restructuring announcements in firms employing between one-third and one-half of the total euro area workforce, although the number of workers directly affected by recorded restructuring announcements is considerably lower. Coverage also varies across countries, reflecting differences in industrial structure and the distribution of employment across firm sizes. Germany and France together account for roughly 40% of all announced restructuring events in the euro area recorded in the ERM. The comparatively smaller number of events recorded for Spain and Italy in large part reflects their lower share of employment in larger firms. Hence, the ERM only captures restructuring among larger employers and remains mostly silent on small-firm employment dynamics as well as aspects such as labour force participation and hours worked. It should therefore be interpreted as a complementary, rather than a comprehensive, indicator of labour market conditions.

¹ For a description of the dataset and methodology, see Litardi and Brattlund (2025).

Chart A

Share of employment in large firms across euro area countries

(percentage share of total employment)



Source: Eurostat Structural Business Statistics.

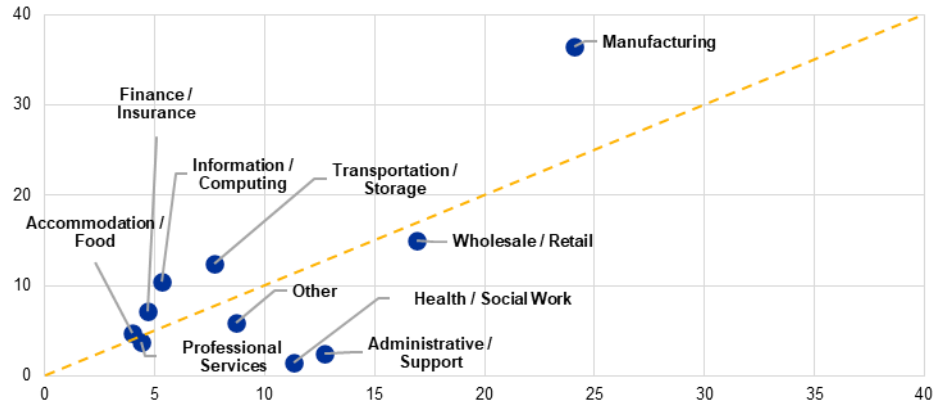
Notes: The chart shows the share of employment in firms with more than 250 employees and in firms with 50 to 250 employees, by euro area country. The values refer to averages over the period from 2021 to 2024. The countries are ordered by total share.

The sectoral distribution of events recorded in the ERM provides information on where large-scale restructuring is most concentrated within the segment of the economy covered by the dataset, offering a descriptive dimension that complements standard aggregate labour market statistics (Chart B). Using Eurostat Structural Business Statistics data on the sectoral composition of employment in larger firms as a benchmark, manufacturing stands out as the most restructuring-intensive sector. It accounts for 37% of total jobs affected by restructuring events, compared with a 24% share of employment in firms with 50 or more employees.² By contrast, health, social and administrative services account for a markedly smaller share of affected jobs recorded in the ERM than their share of employment in larger firms. As the ERM is based on media-reported events, it may favour large, visible cases of restructuring and more abrupt forms of adjustment. Given that such reporting biases can vary across sectors, these differences should be interpreted with caution.

² The 50-employee threshold is used as the closest available Eurostat approximation, as no breakdown is published for the 100-employee cutoff. The ERM covers all firms with more than 250 employees and a subset of those with between 50 and 250 employees.

Chart B

Sectoral distribution of announced restructuring events and employment in large firms



Sources: Eurofound, Eurostat Structural Business Statistics and ECB staff calculations.

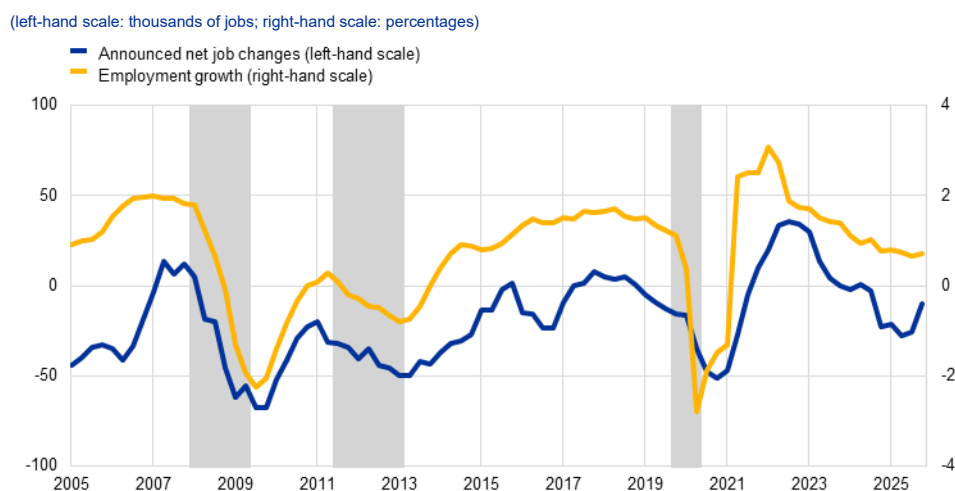
Notes: The vertical axis shows the sectoral distribution of jobs affected by restructuring events recorded in the ERM, covering all restructuring types. The horizontal axis shows the sectoral distribution of employment in firms with 50 or more employees. The ten largest sectors are shown, with all remaining sectors grouped under "Other". The dashed line is the 45-degree line, along which a sector's share of restructuring events equals its share of employment in large firms; sectors above the line are over-represented in restructuring activity relative to their share of employment. Data refer to averages over the period from 2021 to 2024, reflecting the most recent period for which sectoral employment data from Eurostat Structural Business Statistics are consistently available and comparable across countries and sectors, following changes in statistical classifications and data coverage in earlier years.

Based on the difference between jobs created and destroyed, an indicator of announced net job changes (NJC) can be calculated, which broadly moves along with euro area employment growth.

The NJC indicator is defined as seasonally adjusted announced jobs created minus announced jobs destroyed recorded in the ERM. Using data from 2005 onwards, the sample contains around 190 observations per quarter on average, corresponding to approximately 52,000 announced job losses and 33,000 announced job gains. Job losses exceed job gains on average even though aggregate employment rose over the sample period. This reflects the construction of the database as large-scale job cuts tend to take the form of discrete, well-publicised events that readily cross the ERM reporting thresholds, whereas hiring is typically more gradual, less likely to trigger a qualifying event and attracts less media attention. Nevertheless, when expressed as a four-quarter moving average, the NJC indicator broadly co-moves with euro area employment growth and, more importantly, matches its major turning points over the sample period (Chart C).

Chart C

Euro area employment growth and announced net job changes



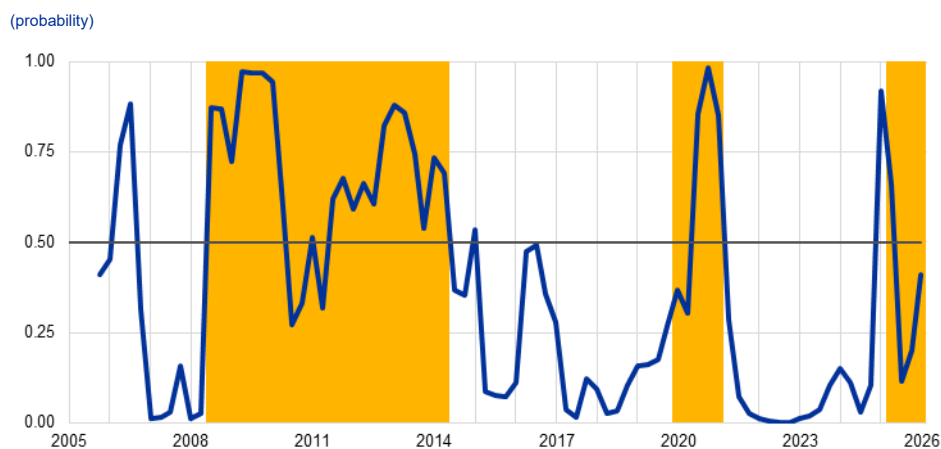
Sources: Eurofound, Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: The seasonally adjusted net job changes recorded in the ERM are shown as a four-quarter backward-looking moving average. Euro area employment growth is shown year on year. The shaded areas indicate euro area recessions as identified by the Euro Area Business Cycle Network of the Centre for Economic Policy Research. The data cover the period from the first quarter of 2005 to the first quarter of 2026.

A model-based analysis shows that restructuring announcements contain meaningful leading information about the developments in euro area employment growth. A probit model using announced net job changes is applied to estimate the probability of year-on-year euro area employment growth falling below its historical sample average. By incorporating lagged values of the NJC indicator, the model provides a timely and complementary source of information on labour market conditions alongside official employment statistics, helping to track the reversal of employment growth back to above-average levels (Chart D).

Chart D

Predicted probability of below-average euro area employment growth



Sources: Eurofound, Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: The chart shows the predicted probability of below-average euro area employment growth from a probit model using contemporaneous announced net job changes along with the indicator's three lags. Below-average growth is defined as year-on-year employment growth below the historical sample average of 0.7%. The yellow shaded areas indicate quarters of realised below-average employment growth. The horizontal line marks a probability threshold of 0.5. The data cover the period from first quarter of 2005 to the first quarter of 2026.

Recent restructuring announcements suggest that employment growth may remain below its historical average in the first half of 2026.

Euro area employment growth has slowed to around or below its historical average since mid-2025, while model-based probabilities of below-average employment growth also rose over the course of the year. Although somewhat volatile, these probabilities indicate a continued likelihood of below-average growth in the first quarter of 2026, consistent with the realised annual employment growth rate of 0.6%. Data for April and May point to a likelihood of continued weak employment growth in the second quarter, albeit with a somewhat more positive balance of restructuring announcements. At the country level, France and Spain are the main drivers of this improvement, with positive net job changes in both economies. In Germany, job reductions continue to outpace job creations. At the sectoral level, the information and computing sector, alongside public administration and defence, continue to make a positive contribution. By contrast, manufacturing is moving into a more negative net position, with jobs destroyed increasingly outpacing jobs created relative to the broadly neutral balance observed in the first quarter.

References

European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions (Eurofound) (2025), "[European Restructuring Monitor \(ERM\)](#)".

Litardi, C. and Brattlund, E. (2025), "[European Restructuring Monitor: The database and its methodology](#)", *Working Paper*, No WPEF25058, European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions (Eurofound), 18 September.

European Commission, Directorate-General for Employment, Social Affairs and Inclusion (2025), "[Labour Market and Wage Developments in Europe 2025](#)", Publications Office of the European Union, Luxembourg.

What has kept goods inflation low? The role of the import exposure to China

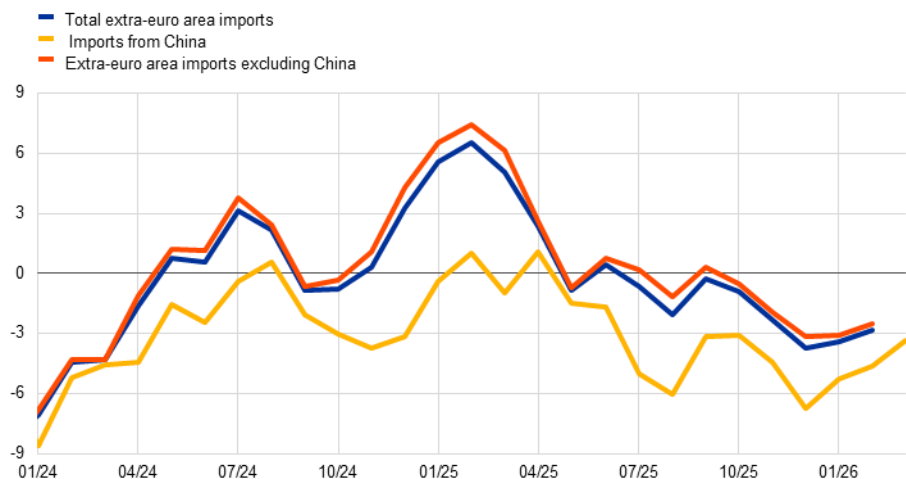
Prepared by Pablo Anaya Longaric, Claudia Esposito, Vanessa Gunnella, Noémie Lecourt, Catalina Martínez Hernández and Giacomo Pongetti

Since the second half of 2025, prices of imports from China have been declining year on year, putting downward pressure on euro area goods inflation. The prices of imports from China fell by 3.3% year on year in March 2026, following a 4.6% decrease in February. This decline was much larger than that of total extra-euro area import prices and the prices of imports from countries other than China, with these latter import prices declining by 2.4% year on year in February 2026 (Chart A). At the same time, the share of China in extra-euro area imports has increased from 14% to 17% since 2024, supported by the increasing competitiveness of Chinese products. High exposure to imports from China and falling prices for some consumer goods have contributed to keeping euro area inflation for non-energy industrial goods (NEIG) subdued. This box analyses how the increase in euro area imports from China, and their relatively low and declining prices, are affecting euro area goods inflation.¹

Chart A

Euro area import prices

(year-on-year percentage points)



Source: Eurostat.

Note: The latest observations are for February 2026 for total extra-euro area imports and extra-euro area imports excluding China and March 2026 for imports from China.

Euro area consumer goods heavily reliant on imports from China have recently shown relatively subdued price dynamics. This subdued trend is reflected in an NEIG sub-index that focuses on items with a relatively high exposure to imports from China, i.e. items with an above-the-median share of import content from China.

¹ See Di Sano et al. (2023), Boeckelmann et al. (2025) and Al-Haschimi et al. (2025).

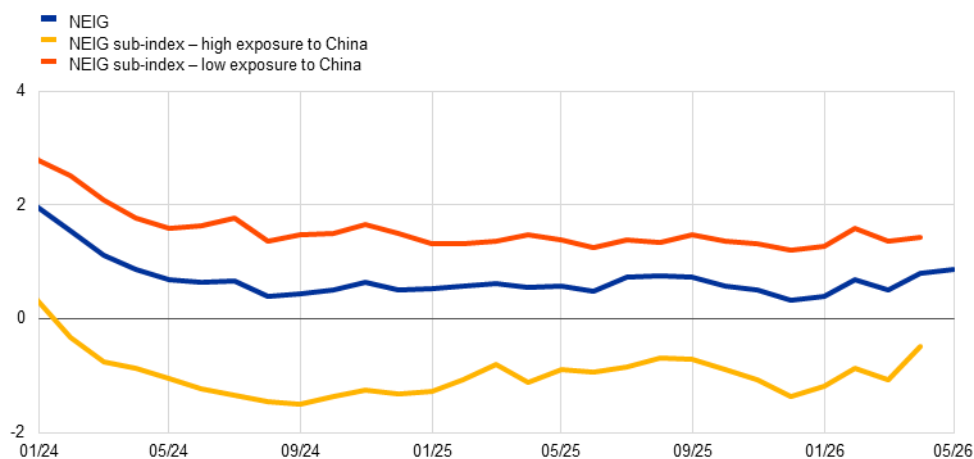
Inflation in these China-exposed goods has consistently been lower than total goods inflation, in contrast to the higher inflation dynamics observed in the NEIG sub-index that captures goods with a low exposure to China (Chart B, panel a). In 2025, items for which the share of imports from China increased, such as bicycles, tools, appliances, furniture, textiles, and information and communication technology goods, experienced particularly pronounced declines in import prices. These items (yellow dots in Chart B, panel b) recorded, on average, lower inflation rates compared with other goods, and in most cases, their inflation rates remained below their historical averages. However, across goods categories, there is no clear-cut contemporaneous correlation between the growth in the prices of imports from China and NEIG inflation, likely due to frictions such as delayed exchange rate effects, margin adjustments, regulated prices and demand rigidities affecting product markets in different ways. To account for this heterogeneity, the analysis adopts a granular, item-by-item approach, modelling the goods inflation rate of each NEIG item separately.

Chart B

Nexus of euro area goods inflation and imports from China

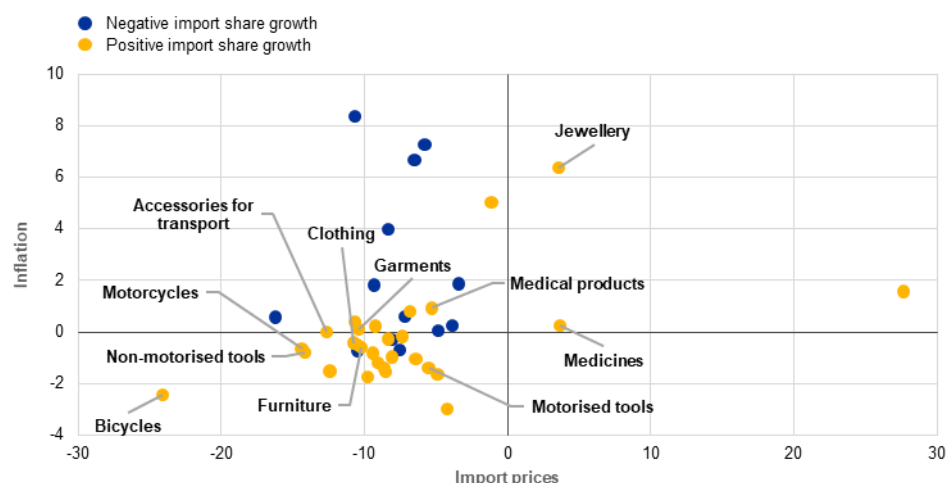
a) NEIG inflation and items with a high exposure to China

(annual growth rates)



b) NEIG inflation, import shares and import price inflation

(percentages)



Sources: Panel a): Eurostat, Trade Data Monitor and ECB calculations. Panel b): Trade Data Monitor, Eurostat and ECB calculations. Notes: Panel a): The NEIG sub-indices are the weighted sum of goods inflation in those items with either a high or low import exposure to China (above/below median) respectively. The latest observations are for April 2026. Panel b): Both axes show the year-on-year deviation from the long-term, pre-pandemic trend. The chart includes all items corresponding to NEIG inflation, with the exception of the water supply, for which there are no imports. The changes to the import share from China are computed based on the last 12 months as compared with 2023. The latest observations are for May 2026 (flash estimate) for NEIG inflation, April 2026 for the NEIG sub-indices and February 2026 for import shares and import prices.

Empirical evidence indicates that the pass-through of import prices from China is very heterogeneous across the items included in NEIG inflation. A Bayesian Vector Autoregression model is used for 39 NEIG items for which data on prices of imports from China are available and the model identifies sector-specific

import price shocks for the corresponding NEIG items.² Sectors are classified as “China-sensitive” where NEIG inflation rates respond significantly to such shocks. Of 39 goods items, Figure A illustrates the effects for 21 goods items that respond significantly to import price shocks from China, which explain around half of the total NEIG basket, based on the HICP weights for 2026. Our results suggest that a 10% drop in the growth of sector-level prices of imports from China is associated with a peak effect of a 0.1-0.7 percentage point decline in goods inflation in the most sensitive sectors (underlined items in Figure A), i.e. furniture, small electric appliances, household textiles, glassware and tableware, and major electric appliances. Many of these are items with a relatively high exposure to import content from China. However, there are other items with a lower exposure that are also sensitive to import price shocks from China, suggesting that euro area pricing could be influenced by China through indirect channels, such as lower prices via trade redirection from other countries, or through stronger competition from Chinese producers in global markets. The upper end of these estimates is broadly in line with a rough estimate of the impact of import price developments in China given the import share of China in the NEIG basket, and, assuming full pass-through.³ The speed of adjustment varies across items, with responses building up gradually and with the strongest negative impact reached after between 9 and 18 months.

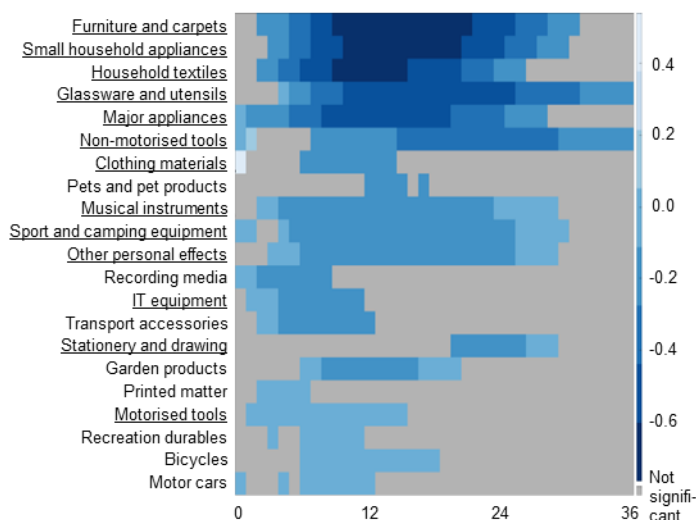
² Each granular Bayesian Vector Autoregression model, with Minnesota priors and fat tails, includes oil prices in euro, global economic conditions (from [Baumeister et al. 2022](#)), the EUR/USD exchange rate, granular import unit value indices from China, industrial production and granular NEIG. The granular import price shock is identified by a recursive identification scheme following the order above. Only 39 of the 44 NEIG items are used, at the COICOP4 level, since unit values for imports from China are not available for the water supply, mobile telephone equipment, audiovisual media, newspapers and periodicals, or for devotional articles. Together, these excluded items account for 4.6% of the NEIG basket.

³ With total extra-euro area imports explaining around 18% of the total NEIG basket (around 32% when considering direct and indirect contributions) and the imports from China accounting for roughly 24% of extra-euro area NEIGs, a fall in the prices of imports from China of 10% would translate into a 0.4-0.7 percentage point decrease in NEIG inflation.

Figure A

Heatmap of impulse responses of NEIG items sensitive to granular import price shocks from China

(percentage points)



Sources: ECB staff calculations, Eurostat, Statistical Data Warehouse, Trade Data Monitor, Baumeister et al. (2022) for the indicator of global economic conditions.

Notes: The heatmap shows the median impulse responses of NEIG items sensitive to import price shocks from China in the same NEIG item sector, up to the three-year horizon. The responses are normalised to a 1% decrease in the import price year-on-year inflation of the corresponding NEIG item. Negative numbers are portrayed in the blue scale and non-significant segments of the impulse responses are shown in grey, based on the 68% credibility bands. Items with a high import content from China are underlined.

Estimates of the impact of import price shocks from China implied by this granular analysis point to an increasingly negative, albeit contained, contribution to NEIG inflation in 2025 and early 2026.

The historical decomposition of total NEIG inflation is constructed by aggregating the estimated impact of such import price shocks on individual goods inflation and applying HICP weights. The estimated effect of import price shocks from China has been persistently negative and seems to have supported the decline in NEIG inflation in the second half of 2025 and the first quarter of 2026 (Chart C). This is consistent with prices of imports from China remaining below those from other countries and with China-exposed NEIG items recording negative inflation for most of 2025 (Charts A and B). The historical decomposition shows that import price shocks from China reduced NEIG inflation by around 0.27 percentage points in April 2026.⁴ By contrast, these shocks made a modest positive contribution of around 0.01 percentage points in January 2024.⁵ One caveat of this exercise is that import price shocks from China may partly reflect exchange rate movements. The model moderates this measurement risk by positioning the USD/EUR exchange rate before prices of imports from China in the model, therefore import price changes linked to US dollar movements are captured first by the specific exchange rate shock. This is important, because a large share of euro area imports from China are invoiced in US dollars.

⁴ While granular HICP data are available until April 2026, granular import price data for China are only available until February 2026. To close this gap, the missing February and March 2026 observations were extrapolated using a Kalman filter embedded in each of the granular models (see footnote 2).

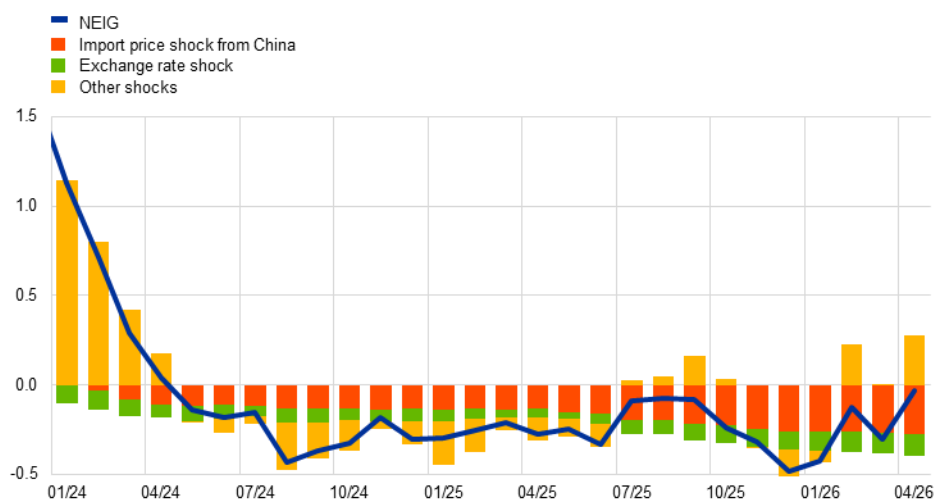
⁵ Other shocks include shocks to oil prices, global economic conditions, industrial production and NEIG inflation, all identified using a Cholesky decomposition. The term “constant” reflects the contribution to NEIG inflation by its own steady state value.

The estimated exchange rate shock should absorb the exchange rate effects stemming from USD/EUR movements. The remaining import price shock from China therefore captures price changes that cannot be explained by exchange rate movements.⁶

Chart C

Historical decomposition of total NEIG inflation

(annual percentage changes, percentage point contribution in deviation from the mean and initial conditions)



Source: ECB staff calculations based on granular Bayesian Vector Autoregression models for NEIG components.
 Note: The latest observations are for April 2026.

Overall, prices of imports from China remain an important source of external price pressures for the euro area, even if their estimated effect on consumer goods inflation is limited. Such import prices have increasingly dampened NEIG inflation, especially since 2025. Several factors suggest that this disinflationary pressure could persist. Prices of imports from China could remain relatively subdued because of persistent excess capacity, weak domestic demand and the depreciation of the renminbi. Some redirection of Chinese exports away from the United States may also persist, potentially increasing the supply of Chinese goods to other markets, including the euro area. However, there are emerging signs of upward pressure from higher oil prices and higher producer prices in China, which could support some reflation.

References

Al-Haschimi, A., Dvořáková, N., Le Roux, J. and Spital, T. (2025), “China’s growing trade surplus: why exports are surging as imports stall”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB.

⁶ According to French firm-level custom data, the share of imports from China invoiced in renminbi is relatively small (11% in 2024).

Baumeister, C., Korobilis, D. and Lee, T. K. (2022), “[Energy Markets and Global Economic Conditions](#)”, *The Review of Economics and Statistics*, 104(4), pp. 828-848.

Boeckelmann, L., Emter, L., Gunnella, V., Klieber K. and Spital T. (2025), “[China-US trade tensions could bring more Chinese exports and lower prices to Europe](#)”, *The ECB blog*, ECB, 30 July.

Di Sano, M., Pongetti, G., Schuler, T. and Toh, S. G. (2023), “[Spillovers to the euro area from recent negative inflation in China](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB.

7 Liquidity conditions and monetary policy operations from 11 February to 5 May 2026

Prepared by Samuel Bieber and Christelle Puyo

This box describes the Eurosystem liquidity conditions and monetary policy operations in the first and second reserve maintenance periods of 2026.

Together, these two maintenance periods ran from 11 February to 5 May 2026 (the “review period”).

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

Liquidity provision decreased over the review period, mainly owing to lower Eurosystem holdings under the asset purchase programme (APP) and the pandemic emergency purchase programme (PEPP) following the discontinuation of APP reinvestments at the beginning of July 2023 and PEPP reinvestments at the end of December 2024. This decrease was partly offset by a fall in net autonomous factors that increased liquidity in the banking system.

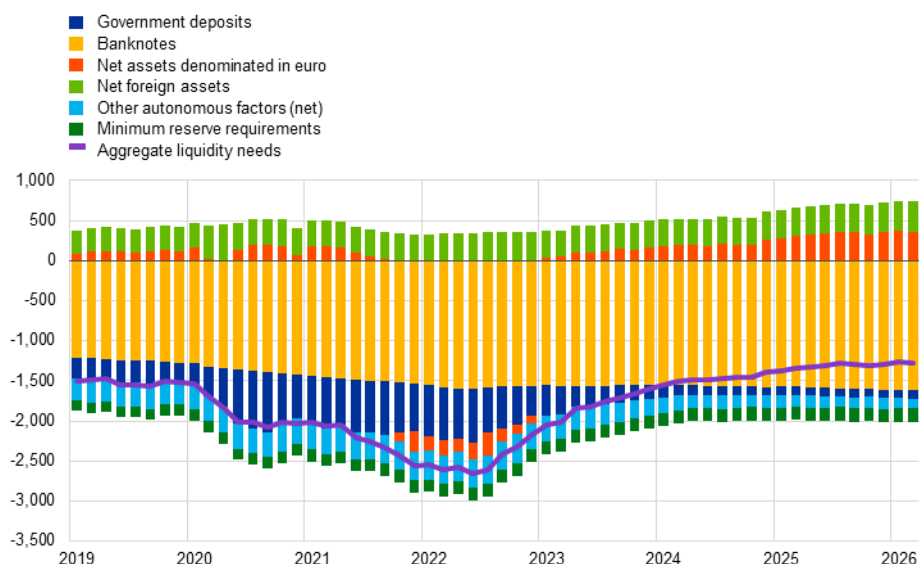
Liquidity needs

The average daily liquidity needs of the euro area banking system, defined as the sum of net autonomous factors and reserve requirements, decreased by €33 billion to €1,273 billion over the review period (Table A). This was the result of the fall in net autonomous factors due to liquidity-providing autonomous factors increasing and liquidity-absorbing autonomous factors remaining stable (Chart A). However, a rise in minimum reserve requirements by €3 billion to €172 billion slightly reduced the impact on liquidity needs.

Chart A

Aggregate liquidity needs by reserve maintenance period

(EUR billions)



Source: ECB.

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

Liquidity-providing autonomous factors rose by €35 billion over the review period, owing primarily to an increase of €28 billion in net assets denominated in euro. This increase was attributable to a fall in euro-denominated non-monetary policy deposits, which are liquidity-absorbing, and a rise in euro-denominated non-monetary policy investments, which are liquidity-providing. In addition, net foreign asset holdings went up by €8 billion.

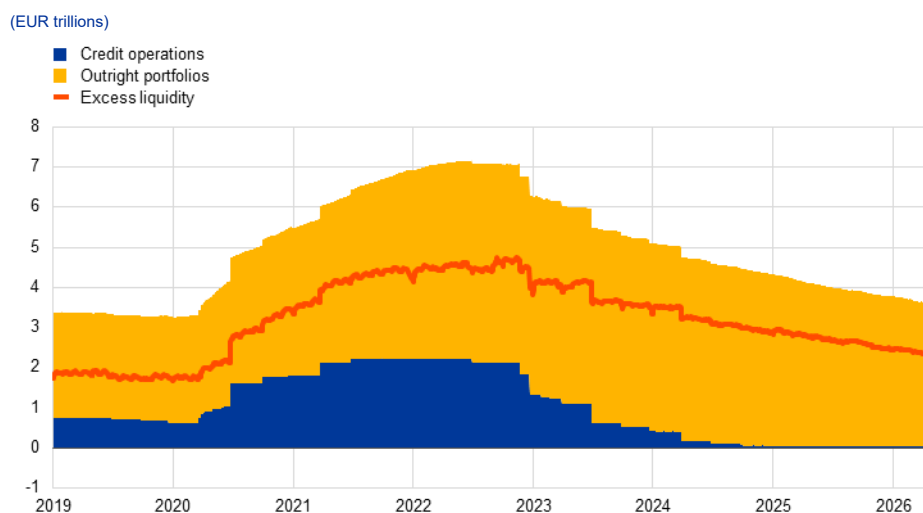
Liquidity-absorbing autonomous factors remained stable over the review period. The slight increases in the average value of banknotes in circulation (€5 billion) and government deposits held with the Eurosystem (€2 billion) were offset by a decline of €8 billion in net other autonomous factors.

Liquidity provided through monetary policy instruments

The average amount of liquidity provided through monetary policy instruments fell by €145 billion to €3,632 billion over the review period (Chart B). This decline was almost exclusively due to the €144 billion reduction in Eurosystem outright monetary policy portfolio holdings, following the continued redemption of APP and PEPP holdings in the absence of any reinvestments. This brought the amount of liquidity provided by these portfolios down to €3,608 billion over the review period.

Chart B

Liquidity provided through open market operations and excess liquidity



Source: ECB.

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

The average amount of liquidity provided through credit operations remained stable at €24 billion over the review period. The average outstanding amounts of main refinancing operations (MROs) and three-month longer-term refinancing operations (LTROs) were unchanged at €13 billion and €11 billion respectively. Participation in these regular operations remains limited, reflecting the comfortable liquidity position of banks and the good availability of alternative market-based funding sources. However, the number of banks that are testing the viability of their participation has been growing in 2026, indicating that they are building up their operational readiness to access these operations as the balance sheet of the Eurosystem continues to contract.

Excess liquidity

Excess liquidity fell by €112 billion to €2,358 billion over the review period (Chart B). Excess liquidity is the sum of the reserves that banks hold in their current accounts in excess of the minimum reserve requirements and their recourse to the deposit facility net of their recourse to the marginal lending facility. It reflects the difference between the total liquidity provided to the banking system via monetary policy instruments and the liquidity needed by banks to cover their minimum reserves. Since peaking at €4,748 billion in November 2022, excess liquidity has declined steadily.

Interest rate developments

During the review period, the Governing Council kept the three key ECB interest rates unchanged – including the deposit facility rate, through which it steers the monetary policy stance. The rates on the deposit facility, MROs and

marginal lending facility remained at 2.00%, 2.15% and 2.40% respectively (Table B).

The average euro short-term rate (€STR) went up marginally over the review period, resulting in a slightly less negative spread relative to the deposit facility rate. On average, the €STR was 6.8 basis points below the deposit facility rate, compared with 7.0 basis points during the seventh and eighth maintenance periods of 2025.

The average euro repo rate, as measured by the RepoFunds Rate Euro index, remained closer to the deposit facility rate than the €STR over the review period. On average, the repo rate exceeded the deposit facility rate by 0.7 basis points, which is marginally more than in the previous review period.

Table A
Eurosystem liquidity conditions

(averages; EUR billions)

	Current review period: 11 February 2026-5 May 2026						Previous review period: 5 November 2025- 10 February 2026	
	First and second maintenance periods		First maintenance period: 11 February- 24 March 2026		Second maintenance period: 25 March- 5 May 2026		Seventh and eighth maintenance periods	
Liquidity-providing factors								
Autonomous factors	740	(+35)	746	(+23)	735	(-11)	705	(-8)
- Net foreign assets	371	(+8)	369	(+4)	374	(+5)	364	(+8)
- Net assets denominated in euro	369	(+28)	377	(+19)	361	(-16)	341	(-16)
Monetary policy operations	3,632	(-145)	3,671	(-86)	3,592	(-79)	3,776	(-125)
- MROs	13	(-0)	11	(-4)	14	(+4)	13	(+4)
- LTROs	11	(+0)	11	(-1)	12	(+1)	11	(-1)
- Outright portfolios	3,608	(-144)	3,650	(-81)	3,566	(-84)	3,752	(-128)
- Other liquidity provision	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Liquidity-absorbing factors								
Autonomous factors	1,842	(-0)	1,844	(-9)	1,840	(-4)	1,842	(+9)
- Banknotes in circulation	1,612	(+5)	1,607	(-8)	1,616	(+9)	1,607	(+15)
- Government deposits	104	(+2)	105	(+3)	103	(-3)	102	(-9)
- Other autonomous factors (net)	126	(-8)	132	(-4)	121	(-11)	134	(+2)
Monetary policy operations								
- Other liquidity absorption	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Liquidity and standing facilities								
- Credit institutions' current accounts	177	(+3)	176	(+1)	178	(+2)	174	(+0)
- Minimum reserve requirements ¹⁾	172	(+3)	171	(+2)	172	(+0)	169	(+1)
- Marginal lending facility	0	(-0)	0	(-0)	0	(+0)	0	(+0)
- Deposit facility	2,353	(-112)	2,397	(-56)	2,308	(-89)	2,465	(-143)
- Excess liquidity ²⁾	2,358	(-112)	2,402	(-56)	2,315	(-87)	2,470	(-143)
Other liquidity-based information								
- Aggregate liquidity needs ³⁾	1,273	(-33)	1,269	(-30)	1,277	(+8)	1,306	(+18)
- Net autonomous factors ⁴⁾	1,102	(-35)	1,098	(-32)	1,105	(+7)	1,137	(+17)

Source: ECB.

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

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

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

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

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

Table B
Interest rate developments

(averages; percentages and percentage points)

	Current review period: 11 February-5 May 2026				Previous review period: 5 November 2025-10 February 2026			
	First maintenance period: 11 February-24 March 2026		Second maintenance period: 25 March-5 May 2026		Seventh maintenance period: 5 November-22 December 2025		Eighth maintenance period: 23 December 2025-10 February 2026	
MROs	2.15	(+0.00)	2.15	(+0.00)	2.15	(+0.00)	2.15	(+0.00)
Marginal lending facility	2.40	(+0.00)	2.40	(+0.00)	2.40	(+0.00)	2.40	(+0.00)
Deposit facility	2.00	(+0.00)	2.00	(+0.00)	2.00	(+0.00)	2.00	(+0.00)
€STR	1.93	(+0.00)	1.93	(-0.00)	1.93	(+0.00)	1.93	(+0.00)
RepoFunds Rate Euro	2.01	(+0.01)	2.01	(-0.00)	2.00	(+0.01)	2.00	(-0.00)

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

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

The narrowing of the euro area current account balance in 2025

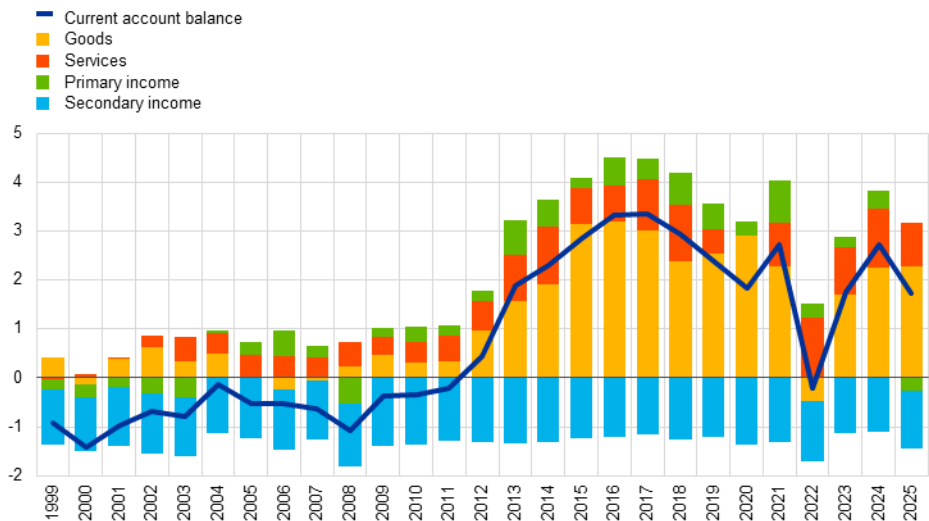
Prepared by Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris and Martin Schmitz

The euro area current account surplus narrowed markedly in 2025 under the impact of US trade tariffs, the activities of US multinational enterprises (MNEs), structural shifts in global trade in goods, and rising digital and artificial intelligence (AI)-related investment. The surplus declined to 1.7% of GDP in 2025, from 2.7% in 2024 (Chart A). Excluding the period 2022-2023, which was marked by the energy shock following Russia's full-scale invasion of Ukraine, this was the lowest surplus since 2012, when the euro area current account balance moved from a deficit to a surplus in the wake of the sovereign debt crisis.¹ This box examines the main drivers of the narrowing of the euro area current account surplus in 2025.

Chart A

Euro area current account balance and components

(percentages of GDP)



Source: ECB.

The decline in the euro area current account surplus in 2025 was primarily driven by developments in services trade and income flows, rather than by trade in goods. The goods surplus increased marginally, from 2.2% of GDP in 2024 to 2.3% in 2025. The narrowing of the current account surplus was thus largely due to changes in non-goods components, especially the shift in the primary income balance from a surplus of 0.4% of GDP to a deficit of 0.3% and the reduction in the services surplus from 1.2% of GDP to 0.9%.

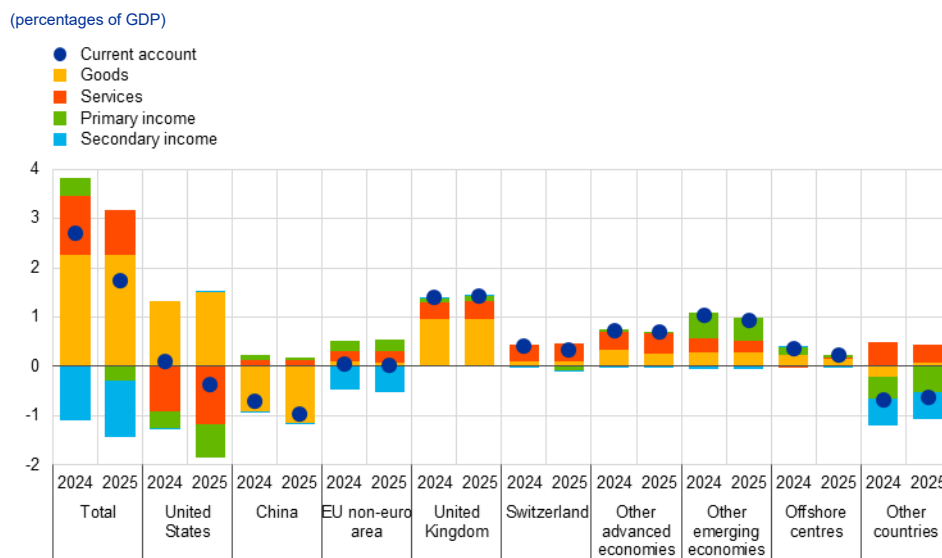
¹ See Emter et al. (2023).

The narrowing in the euro area current account surplus in 2025 was mainly due to developments vis-à-vis the United States and China (Chart B).

The bilateral current account balance with the United States changed markedly, from a surplus of 0.1% of GDP in 2024 to a deficit of 0.4% in 2025, despite a larger goods surplus, reflecting larger euro area deficits in services and primary income. The euro area current account deficit vis-à-vis China widened from 0.7% of GDP in 2024 to 1.0% in 2025, in line with an increase in the goods deficit.

Chart B

Euro area current account balance: geographical breakdown



Source: ECB.

Notes: "EU non-euro area" comprises the non-euro area EU Member States and those EU institutions and bodies considered outside the euro area, such as the European Commission and the European Investment Bank. "Other advanced economies" includes Australia, Canada, Japan, Norway and South Korea. "Other emerging economies" includes Argentina, Brazil, India, Indonesia, Mexico, Russia, Saudi Arabia, South Africa and Türkiye. "Other countries" includes all countries not otherwise included in the chart as well as unallocated transactions.

The switch from a surplus to a deficit in the euro area current account balance vis-à-vis the United States in 2025 is linked to the activities of US MNEs, whose euro area affiliates supported larger goods net exports, but generated increased services and income deficits.

The increase in the goods trade surplus with the United States was primarily driven by exports of pharmaceutical products (Chart C), a sizeable part of which is linked to affiliates of US MNEs resident in the euro area, particularly in Ireland.² Notably, some of the export growth also reflected contract manufacturing arrangements, under which goods are recorded as euro area exports in balance of payments statistics even if they were not physically produced in the euro area, in line with international statistical standards. The production structures of euro area affiliates of US MNEs – in both the pharmaceutical and the technology sector – often rely on intellectual property owned by US parent companies. The corresponding charges are recorded as euro area services imports from the United States, while profits generated by US-owned affiliates contribute to primary (foreign direct investment) income payments. Estimates following Emter et al. (2025) suggest that around 40% of the euro area goods surplus with the United

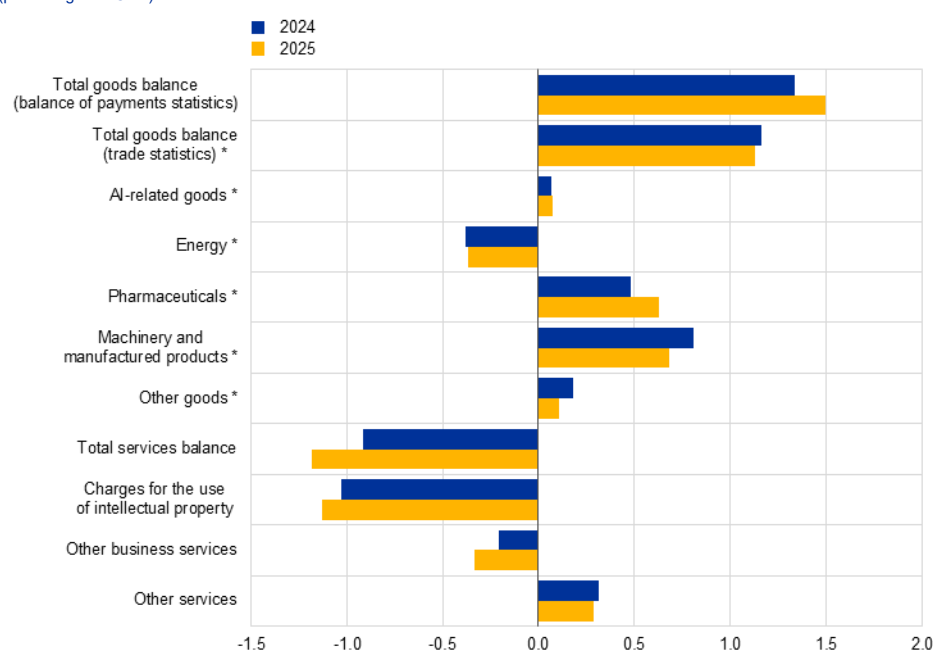
² See Emter et al. (2025).

States in 2025 involved trade by euro area affiliates of US MNEs, while these companies accounted for almost 90% of the euro area deficit in services trade. Indeed, Ireland, which has a high share of US MNE activity, contributed 0.3 percentage points of GDP to the narrowing of the euro area surplus between 2024 and 2025, as its extra-euro area services and primary income deficits widened more than its goods surplus. At the same time, euro area exports to the United States of machinery and manufactured products declined in 2025, partly reflecting the impact of US trade tariffs announced in April 2025.³ Overall, these developments show that the impact of tariffs and trade policy changes on the current account of the euro area cannot be assessed from trade in goods alone, particularly when trade is shaped by the supply chains and intellectual property arrangements of MNEs.

Chart C

Euro area trade balances vis-à-vis the United States

(percentages of GDP)



Sources: ECB, Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: Data series marked with an asterisk (*) refer to international trade statistics, while other series refer to balance of payments statistics. The decomposition of the balance of trade in goods by product category follows the Standard International Trade Classification, Revision 3. "AI-related goods" reflects a basket of goods related to the construction and operation of AI data centre infrastructure and is estimated by ECB staff using Eurostat's COMEXT data classified according to the Combined Nomenclature at 8-digit level (CN8) following the methodology in Waugh (2026).

The second major factor behind the reduction in the euro area current account surplus relates to increasing competition from China.

The widening of the euro area current account deficit vis-à-vis China was mainly due to a larger trade deficit in machinery and manufactured products (Chart D). The widening is consistent with China's strong position in global supply chains, overcapacity against the backdrop of weak domestic demand, and non-market-based industrial policies.⁴ These factors have depressed Chinese producer prices, thereby increasing China's competitiveness in European markets, with import volumes surging by close to 10%

³ See Schaefer et al. (2026).

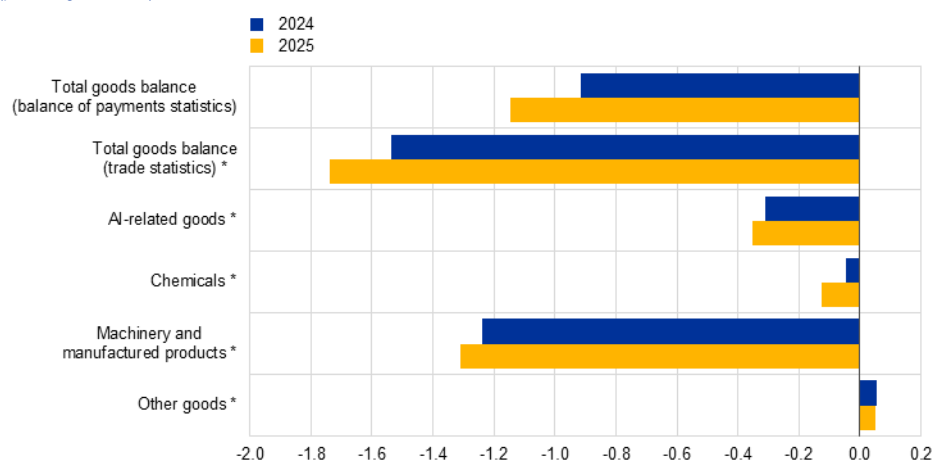
⁴ See Amicucci et al. (2026).

in 2025. Rising competitive pressures, including from Chinese structural policies promoting self-reliance, in particular in medium and high-technology sectors, also weighed on the competitiveness of euro area exports to China, which declined by 0.3 percentage points of euro area GDP, and to third markets, where the euro area is increasingly losing export market shares to Chinese companies, particularly in medium-tech sectors.⁵

Chart D

Euro area balance of trade in goods vis-à-vis China

(percentages of GDP)



Sources: ECB, Eurostat and ECB calculations.

Note: See notes to Chart C.

Trade in AI-related goods had a relatively limited impact on the euro area goods balance, while it is likely that the increased adoption of AI-linked solutions by euro area customers contributed to the increase in euro area services imports. The euro area is a net importer of goods needed for the

production and functioning of AI data centre infrastructure, with the deficit in such products increasing from 0.2% of GDP in 2024 to almost 0.3% in 2025, partly due to larger imports from China (Chart D).⁶ AI-related goods accounted for around 13% of euro area goods imports and around 9% of exports in 2025, with the importance of such products gradually increasing in recent years.⁷ AI adoption also affects the current account through imports of digital services, especially from the United States, as the deployment of AI systems also requires software, cloud computing capacity, data processing, model access and intellectual property. The rising deficits vis-à-vis the United States in charges for the use of intellectual property and other business services are consistent with increased payments for AI-enabling digital services.⁸ China and Taiwan, on the other hand, are key suppliers of AI-related hardware.

⁵ See AI-Haschimi et al. (2025).

⁶ AI-related goods are identified following Waugh (2026).

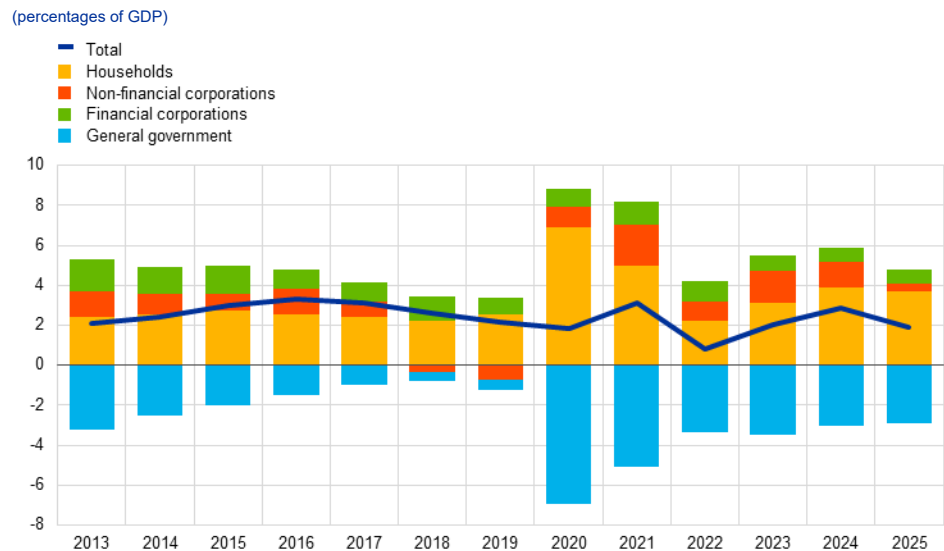
⁷ Waugh (2026) estimates that AI-related goods accounted for 23% of total goods imports in the United States in 2025, while Rice and Scally (2026) estimate that AI-related goods accounted for 13% of total goods imports in Ireland in 2025.

⁸ See Lane (2026).

From a saving and investment perspective, the narrowing of the euro area external balance reflected a decline in net lending by non-financial corporations consistent with rising domestic investment needs (Chart E).

Corporate gross saving fell from 12.3% of GDP in 2024 to 11.7% in 2025, while corporate gross capital formation rose from 12.0% to 12.3%. This reduced the corporate sector’s net lending.⁹ In part, this points to a greater mobilisation of euro area saving towards domestic investment. As euro area digital investment accelerated in 2025, AI-related investment is likely to be part of this shift.¹⁰ Some AI-related spending by euro area firms is recorded as domestic investment, thereby raising gross capital formation and reducing net lending. Other payments, such as recurring fees for model access, cloud computing and software licences, may instead be treated as intermediate consumption, reducing both corporate profits and saving.

Chart E
Euro area net lending/borrowing



Sources: ECB and Eurostat.
Note: "Households" includes non-profit institutions serving households.

The euro area current account surplus is expected to remain below its 2024 level over the medium term. The June 2026 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area point to a further decline in the surplus to around 1.3% of GDP in 2026 in the wake of higher energy import prices as a consequence of the war in the Middle East, followed by a recovery to around 1.5% by 2028. Continued investment needs, including, for instance, those related to digitalisation, AI, defence and the energy transition, are expected to weigh on the external balance. Trade policy uncertainty, including in relation to US trade tariffs, and continued competitive

⁹ Despite gross capital formation exceeding gross savings in 2025, euro area non-financial corporations remained net lenders in 2025 due to net capital transfers of 0.9% of GDP and net sales of non-produced non-financial assets of 0.1% of GDP.
¹⁰ See Andersson et al. (2026).

pressures from China are also likely to remain important dampening factors for the euro area current account.

References

- Al-Haschimi, A., Dvořáková, N., Le Roux, J. and Spital, T. (2025), “[China’s growing trade surplus: why exports are surging as imports stall](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB.
- Amicucci, A., Gnoco, N., Gunnella, V., Lindemann, C., Merendino, A. and Montes-Galdón, C. (2026), “[The impact of China’s industrial rise on the euro area](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB.
- Andersson, M., Colombo, S., Jarvis, V. and Morris, R. (2026), “[From bricks to clicks: an assessment of euro area digital investment](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB.
- Emter, L., Fidora, M., Pastoris, F. and Schmitz, M. (2023), “[The euro area current account after the pandemic and energy shock](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB.
- Emter, L., Fidora, M., Pastoris, F., Schmitz, M. and Schuler, T. (2025), “[US trade policies and the activity of US multinational enterprises in the euro area](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB.
- Lane, P.R. (2026), “[AI and the euro area economy](#)”, keynote speech at the ECB-SAFE-RCEA International Conference on the Climate-Macro-Finance Interface (3CMFI), 23 March.
- Rice, J. and Scally, J. (2026), “[AI-related imports, modified investment and the data centre build-out](#)”, *Quarterly Bulletin*, No 2, Central Bank of Ireland.
- Schaefer, S., Gerland, L. and Tirpák, M. (2026), “[Where do the costs of higher US tariffs fall?](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB.
- Waugh, M.E. (2026), “Trade in AI-Related Products”, *NBER Working Paper*, No 35053, April.

Artikel

1 Five years of the ECB Survey of Monetary Analysts: evolution and insights

Prepared by Felix Hammermann and Martin Strukat

1 Introduction

The European Central Bank's (ECB's) Survey of Monetary Analysts (SMA) is a valuable information set for monitoring the expectations of financial market participants regarding monetary policy and the macroeconomic outlook in the euro area. Launched as a pilot in April 2019 and placed on a fully operational footing in June 2021, the SMA is conducted ahead of each monetary policy meeting of the Governing Council. It provides structured information on the views of a representative panel of financial market institutions.¹

Over the past five years, the SMA has helped the ECB to understand how market participants interpret macroeconomic, financial and geopolitical developments. SMA information proved to be particularly valuable during the post-pandemic surge in inflation and the subsequent disinflation phase. The systematic collection of forecasts for the economy, the ECB policy rate and the ECB balance sheet across horizons, together with questions on the likelihood of outcomes and qualitative risk assessments, has given the SMA a central role in analysing expectations to inform the regular monetary policy assessment. The questionnaire and the aggregate results of each round are published on the [ECB's website](#).

This article takes stock of how the SMA has evolved over the past five years and how it is used at the ECB. First, it documents the evolution of the survey panel and questionnaire. Second, it outlines the analytical use of SMA information, both for regular economic and policy analysis and from a more structural perspective in enhancing the understanding of expectation formation. Third, it evaluates forecasting performance, disagreement among respondents and dispersion of expectations for key macroeconomic variables.

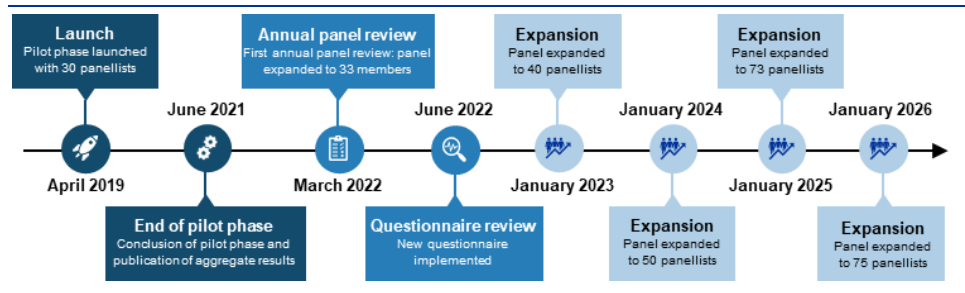
2 Evolution of the SMA panel

The SMA panel is designed to capture the expectations of a representative sample of financial market participants. Through the SMA, the ECB gathers market perspectives in a systematic way that is similar to surveys conducted by other major central banks, such as the [Bank of Canada](#), the [Bank of England](#) and the

¹ For a description of the design and governance of the SMA and the initial experience during the pilot phase, see Brand and Hutchinson (2021).

Federal Reserve Bank of New York. Building on the initial survey framework, subsequent refinements have focused on strengthening representativeness, maintaining respondent engagement and enhancing the robustness of survey-based insights. Figure 1 summarises the development milestones since the launch of the survey.

Figure 1
SMA timeline



Source: ECB.

Note: The new panel becomes active in the January of the year following the panel review.

Ensuring that the panel remains representative of the views of financial market participants is central to the design of the SMA. In practice, this involves selecting a representative sample from a broad set of financial institutions based on established criteria that capture their market relevance and active engagement in areas covered by the survey while maintaining sufficient continuity to permit comparability across survey rounds.

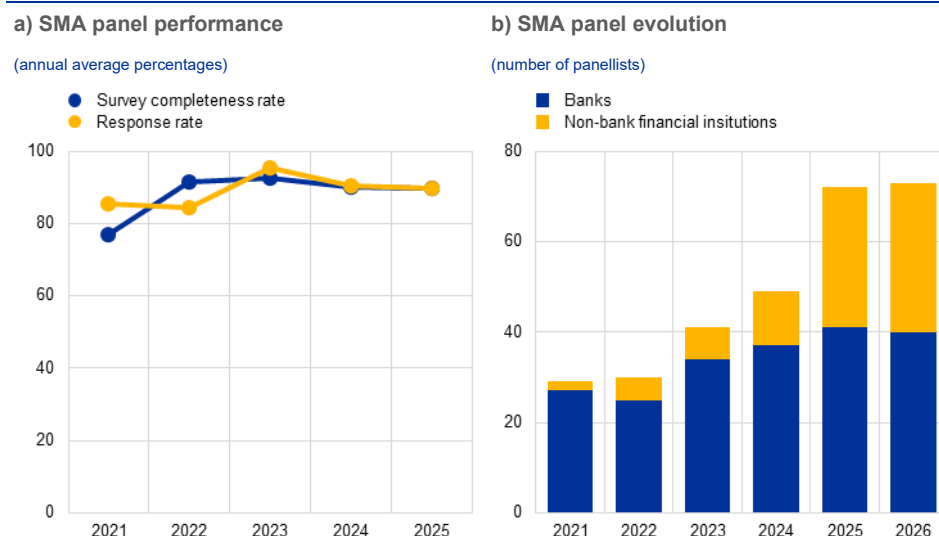
Maintaining high and regular participation of respondents is essential for the reliability of survey results. As a core governance mechanism, the annual panel review monitors participation and response behaviour to facilitate appropriate adjustments to the panel composition. As shown in Chart 1 (panel a), the response rate (share of panellists participating in individual rounds) and the survey completeness rate (proportion of questions answered by respondents) have reached consistently high levels: both were around 90% in 2025, compared with 85% and 76% respectively in 2021.²

The size of the panel contributes to the statistical robustness and analytical value of the survey. The number of panellists has increased from 30 in 2021 to 75 in 2026 (Chart 1, panel b). As the panel becomes larger, the relative influence of individual responses decreases, improving the accuracy of aggregate statistics. A larger sample also enhances the analysis of cross-sectional heterogeneity, including disagreement among respondents and differences across types of institution.

² Inclusion in the survey panel is not permanent: panellists may leave or be removed for a variety of reasons, including non-response, institutional mergers or resource constraints.

Chart 1

SMA panel performance and evolution



Sources: SMA and ECB calculations.

Notes: Panel a): The response rate is the share of invited respondents participating in a given survey round, while the completeness rate is the proportion of questions answered by participating respondents. The response rate and completeness rate are calculated retrospectively for each year by first averaging across respondents within each survey round and then across rounds. Panel b): The annual panel review takes place between September and December, with the new panel composition taking effect from the January of the following year.

The composition of the panel has gradually been broadened to better reflect the diversity of financial market participants. While banks formed the core of the initial panel, expanding the participation has strengthened representativeness. The greater coverage of non-bank financial institutions – such as asset managers (including those that are part of banks), insurance companies, pension funds and hedge funds – provides a more balanced cross-section of market perspectives. These institutions, which also play a central role in the transmission of monetary policy in the euro area, now account for 47% of panellists, while banks account for 53%.

The questionnaire has been refined to ensure greater clarity and consistency of responses. A comprehensive revision in June 2022 streamlined the wording of questions and simplified the visual layout, reducing ambiguity and the burden on respondents while preserving the overall structure of the survey. A key advantage of the ECB conducting its own survey of market analysts is that the questions are formulated from a monetary policy perspective.

These developments have strengthened the SMA as a reliable source of information on financial market expectations and ensured that it provides insights that complement similar surveys conducted by private data providers (Box 1). Private polls provide timely and flexible snapshots of near-term market views from a broad respondent base, while the SMA offers systematic and comprehensive information based on a representative panel of institutions that are central to the transmission of the ECB's monetary policy.

Box 1

The SMA and private data provider polls: comparing panel composition and survey design

Prepared by Martin Strukat

The SMA and polls from private data providers serve complementary but methodologically distinct roles in gathering information on financial sector expectations regarding monetary policy and macroeconomic developments. Both Bloomberg and Thomson Reuters conduct regular polls of market participants ahead of Governing Council monetary policy meetings, and their results are widely used for analytical and benchmarking purposes. While the SMA and private polls share the objective of gauging the sentiment and expectations of market participants, they differ in three important respects: the timing of data collection, the scope of the questionnaire and the composition of the panel.

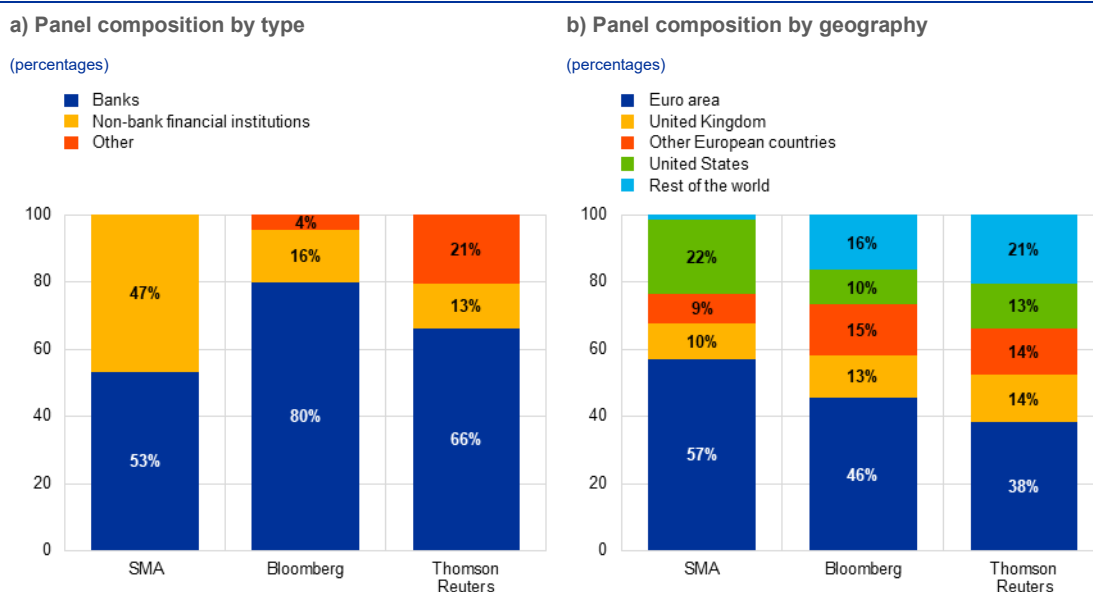
On timing, the SMA follows a fixed schedule aligned with the monetary policy meetings of the Governing Council, with the response period ending two weeks prior to each meeting and results published on the Monday following the meeting. By contrast, private polls are generally conducted one week before the meeting, and the results are released in the same week.

In terms of scope, the SMA questionnaire is distinguished by its breadth, standardisation and long-term analytical design, covering monetary policy instruments, financial conditions and the macroeconomic outlook in a coherent and consistent framework. Questions are formulated to ensure consistency and comparability across survey rounds and thereby enable tracking of expectation dynamics over time. Consequently, SMA data facilitate the study of the interplay between individual macroeconomic expectations and policy expectations. Private polls usually contain only a question on policy rate expectations, which is complemented by ad hoc questions on current topics and developments.

The composition of the SMA panel is specifically designed to capture the views of financial institutions active in the euro area, with a higher share of non-bank financial institutions than either of the private polls (Chart A, panel a). Banks constitute the largest group of respondents across all three surveys. However, in the Bloomberg and Thomson Reuters polls, non-bank financial institutions, on average, account for only 16% and 13% of respondents respectively, compared to 47% in the SMA. In contrast to the SMA, the two private polls also include brokers and research or advisory institutions under the category “Other”. In terms of geographical coverage, the SMA panel is more heavily concentrated on institutions headquartered in the euro area and Europe, complemented by a representative selection of global financial institutions (Chart A, panel b). This composition reflects the SMA's deliberate focus on institutions with the most direct exposure to, and familiarity with, euro area monetary policy.

Chart A

Panel composition by type and geography



Sources: Bloomberg, Thomson Reuters, ECB and ECB calculations.
Notes: The Bloomberg and Thomson Reuters columns reflect the average composition in 2025. Panel a): "Other" denotes research institutions and economic advisors or consultants. Panel b): "Other European countries" includes the Czech Republic, Denmark, Sweden, Liechtenstein, Norway and Switzerland.

3 What the SMA reveals about monetary policy expectations

The SMA gathers market perspectives to support monetary policy analysis, including via an understanding of expectation formation. The views of market participants matter because their expectations play a key role in the transmission of monetary policy. The SMA serves two main purposes. First, it provides an indication of the views of a representative sample of financial market participants on the economy and the monetary policy outlook, and this is used to inform the analytical work underpinning the preparation of Governing Council monetary policy meetings. The focus is typically on comparing the results with the previous survey round. Second, using multiple rounds, the SMA helps the ECB to analyse and identify systematic patterns in how financial market participants assess the development of the financial, macroeconomic and monetary policy environment and what drives revisions of their assessments. This perspective improves, at a more structural level, the understanding of expectations and the role they play in the transmission of monetary policy.

3.1 SMA-based insights into monetary policy expectations

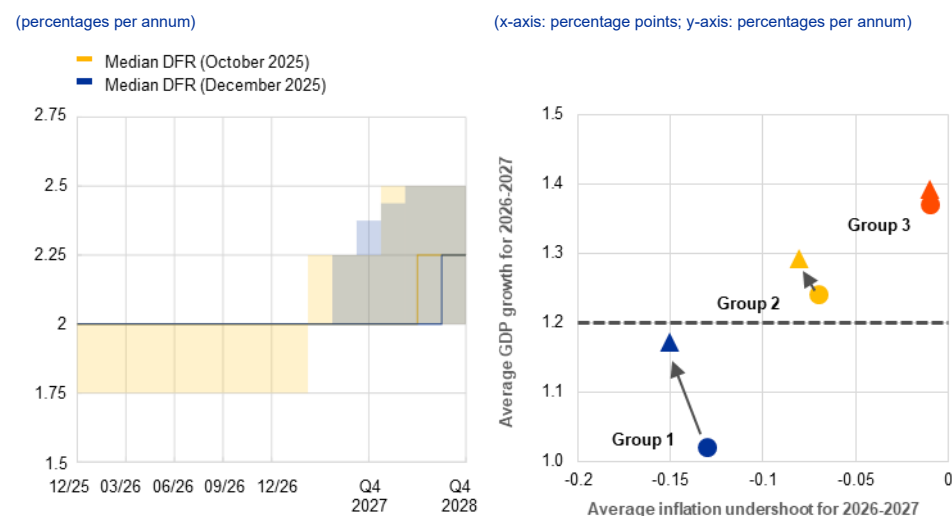
SMA data provide valuable insights that serve as analytical inputs for the Governing Council's monetary policy meetings. The focus of the first reading of incoming SMA data is on the median forecasts for interest rates and key macroeconomic variables. The evidence derived from the SMA complements

information extracted from financial market instruments and serves as a valuable cross-check against [Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections](#). Material changes in the median relative to the previous survey round shed light on the shifting views of market participants on the economic outlook and monetary policy.

In addition, the distribution of expectations can provide important information beyond movements in the median. The December 2025 SMA is a useful example. While the median path for the expected deposit facility rate (DFR) remained broadly unchanged relative to the previous round in October 2025, the surrounding distribution narrowed (Chart 2, panel a). The interquartile range (between the 25th and 75th percentiles), which serves as a measure of disagreement, collapsed to the median in the short term, indicating a substantial reduction in disagreement among respondents. Taken together, the combination of a stable median and a narrowing distribution pointed to greater consensus on policy expectations, highlighting how measuring distribution can enrich the interpretation of aggregate statistics.

Chart 2
Evolution of DFR expectations

a) Median DFR expectations from consecutive SMA rounds in October and December 2025 b) Expected deviation of inflation from target and expected GDP growth by evolution of DFR rate expectation between July and December 2025



Sources: ECB and ECB calculations.
 Notes: Panel a): Shaded areas indicate the interquartile range (the blue shaded area denotes the December round and the yellow shaded area the October round). The expected DFR path is given at Governing Council frequency until the end of 2026, and at quarterly frequency thereafter. Panel b): The coloured dots and triangles represent the positions in the July 2025 and December 2025 SMA rounds respectively for three groups of respondents: those anticipating cuts in the DFR in both rounds (Group 1, blue); those who anticipated cuts in the July 2025 round but not in the December 2025 round (Group 2, yellow); and those who anticipated rate cuts in either round (Group 3, red). The dashed grey line represents long-run average GDP growth.

To gain deeper insights into the underlying drivers of individual interest rate expectations, the December 2025 SMA can be compared with the July 2025 SMA round. Looking at the evolution of expectations over a longer period, such as half a year instead of just the previous survey round, can uncover changes in the views of market analysts. Although the aggregate results of the December 2025 SMA suggested a consensus regarding the path of the DFR, detailed analysis linking policy rate expectations to the economic forecasts of individual respondents revealed

notable differences across three groups (Chart 2, panel b). Respondents who still anticipated a cut in the DFR over the forecast horizon (Group 1, blue markers) expected weaker inflation outcomes and subdued GDP growth prospects, despite their growth outlook having improved much more than for the other two groups. Respondents who did not expect rate cuts in December 2025 but had done so half a year earlier in July 2025 (Group 2, yellow markers) took an intermediate position: they maintained their slightly subdued inflation outlook while revising their growth outlook up a little. Finally, respondents maintaining expectations of no further rate cuts (Group 3, red markers) projected inflation broadly at target and growth well above the long-run average. Overall, these groups differed in their expectations for inflation, GDP growth and policy rates, highlighting how the SMA can uncover heterogeneity in macroeconomic assessments that shape policy expectations, even when aggregate indicators suggest a broadly stable outlook.

The joint behaviour of inflation, growth and policy rates embedded in SMA expectations can be benchmarked against simple policy reaction functions, such as Taylor rules, to assess whether market participants form expectations consistent with systematic monetary policy. Box 2 makes this comparison, showing that median expectations in the SMA interact in the direction that typical monetary policy rules would suggest – most notably, policy rate expectations rise with inflation expectations. However, the strength of this relationship varies over time, reflecting the size and nature of the shocks factored into survey expectations.

Box 2

What Taylor rules reveal about SMA-based monetary policy expectations

Prepared by Michael Dobrew and Martin Strukat

Taylor rules provide a simple and widely used framework for summarising stylised relationships between policy rates and macroeconomic conditions. In their standard formulation, they describe the level of the policy rate as a function of the deviation of inflation from its target and of economic activity from its potential, thereby encoding key trade-offs that central banks face (Taylor, 1993). In empirical work, such rules are often used as simple analytical benchmarks for examining how expected policy rate paths co-move with macroeconomic conditions.

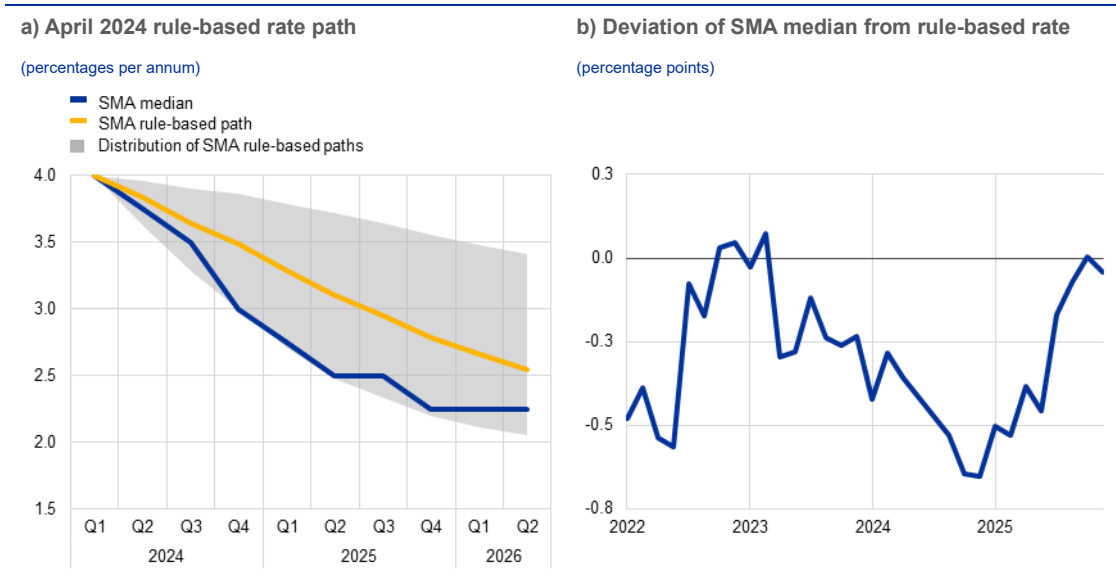
Comparing policy expectations from SMA survey data with calibrated Taylor rules provides insights into how SMA respondents map their macroeconomic forecasts into policy rate expectations. Using a thick-modelling framework created by calibrating a range of Taylor rules as in Bernardini and Lin (2024), it is possible to derive a range of policy rate paths implied by the SMA median macroeconomic expectations and compare these with the SMA median expected rate path.³ As shown in the example in Chart A (panel a) for the April 2024 SMA, the median expected DFR path can be compared with a range of rule-based predictions calibrated from the median expected paths for inflation and economic slack. This comparison offers a simple diagnostic of how expectations are formed: when the two are closely aligned, expectations are broadly consistent with a stylised, rule-like reaction function; when they diverge, expectations are likely to reflect additional

³ The thick-modelling approach computes a set of Taylor rule implied interest rate paths based on the SMA median expectations of core inflation and unemployment by varying the response coefficients of the Taylor rule using a large range of values considered to be standard in the literature.

considerations – such as risk assessments, views about the policy outlook or the interpretation of central bank communications – beyond what can be captured by a simple rule.

Chart A

Taylor rule based policy rate path for April 2024 and deviation of SMA expectations from the contemporaneous rule-based policy rate over time



Sources: ECB and ECB calculations.

Notes: Panel a) shows the range of all calibrated implied Taylor rules together with the SMA median expectation for the April 2024 eight-quarter horizon. Panel b) shows the average deviation of the SMA median expectation from the rule-based rate over an eight-quarter horizon for each survey round from 2022 to the end of 2025.

In the past, SMA median policy rate expectations aligned closely with the Taylor rule implied rate paths based on SMA median macroeconomic expectations during the hiking phase, but pointed to a more accommodative policy trajectory during the subsequent cutting phase. For each survey round from 2022 to the end of 2025, Chart A (panel b) shows the average deviation of the SMA median expected rate from the rule-implied rate path over an eight-quarter horizon. In the tightening phase up to 2023, survey-based and rule-based expectations moved broadly in tandem, suggesting that market participants were broadly forming their policy rate expectations in a rule-like manner, consistent with the evolution of inflation and economic activity. From late 2023 to the middle of 2025, however, the SMA median policy rate fell below the median rate derived from the Taylor rule framework.

This gap points to expectations of a faster decline in policy rates than would be implied by the SMA median macroeconomic outlook alone. At that time, the disinflation process was slowing as inflation approached the ECB’s target, while expectations of inflation at horizons beyond one year had moved temporarily below target, and the balance of risks reported by SMA participants was tilted to the downside for both inflation and growth. These factors are likely to have contributed to market participants anticipating a rate path declining more steeply than a simple rule-based framework would suggest.

In the second half of 2025 in particular, market commentary increasingly referred to the possibility of a “rate reversal”, whereby policy rates were expected not only to return to levels consistent with the long-run rate implied by the survey (around 2%) but to move temporarily below that level, before eventually rising again. Some analysts characterised this pattern as involving “insurance cuts”,

reflecting precautionary easing in response to downside risks to inflation and growth. These risks are not necessarily reflected in analysts' forecasts of inflation and growth and are therefore not captured by the Taylor rule implied rate path.

Overall, SMA median, macroeconomic and policy expectations interact in the direction that typical monetary policy rules would suggest; in particular, policy rate expectations rise with inflation expectations. However, the strength of this relationship can vary over time, depending on the size and nature of shocks factored into survey expectations.

SMA data have also been used to investigate the drivers and determinants of expectations and their revisions across several survey rounds. Analytical work based on individual SMA responses shows that policy rate expectation errors and revisions of policy rate expectations can be linked both to changes in the macroeconomic outlook and to changes in SMA respondents' perceptions of the ECB's reaction function, i.e. how the ECB would respond in a given economic environment. In other words, the data allow a decomposition of expectation errors into components related to misperceptions of policy and evolving economic conditions (Akkaya, Bitter et al., 2024). More broadly, survey-based expectations provide a useful framework for assessing how incoming information and monetary policy communications are incorporated into expectations over time, including through their interaction with market sentiment and broader macroeconomic developments (Akkaya and Ilieva, 2024). Within this framework, joint analysis of the SMA and expectations extracted from financial market prices can help the ECB to align its communication with market participants by detecting and clarifying possible misperceptions of its reaction function.

Taken together, the decompositions of the expectation errors of individual respondents and the Taylor rules calibrated in Box 2 reveal that expectation formation in the SMA is largely determined by the macroeconomic environment. During calmer periods, signals from market prices and official ECB communications carry more weight, showing that, in general, the formation of SMA expectations is consistent with the ECB's reaction function. However, when uncertainty prevails in the economy, as in periods of high volatility, it is difficult to forecast inflation and growth accurately, and this has repercussions for policy rate expectations. Against this background, we discuss next the forecast accuracy of SMA expectations.

3.2 Forecast accuracy, disagreement and perceived risks

Forecast accuracy, disagreement and perceived risk together provide a multidimensional picture of the expectation landscape that enhances the value of the SMA as a tool for monetary policy assessment. Forecast accuracy is a natural benchmark for the SMA: small and unbiased errors signal that participants process available information efficiently, lending credibility to their expectations as inputs to the policy assessment of the ECB alongside other sources, including the Eurosystem/ECB staff projections, additional surveys and market-based signals such

as inflation fixing contracts. Beyond accuracy, the cross-sectional dispersion of point forecasts across respondents (a measure of disagreement) captures the degree of heterogeneity in views among informed market participants. Finally, the balance of risk assessments embedded in the SMA provides an insight into whether analysts perceive risks as broadly symmetric or tilted in a particular direction. Together, these three dimensions – forecast accuracy, disagreement and perceived risk – offer a richer and more granular characterisation of expectations than point estimates alone, providing the monetary policy assessment with a more complete map of the expectation landscape.

There were two clearly distinct phases in SMA inflation forecast errors that differ markedly in character, separated by a structural break around mid-2023.

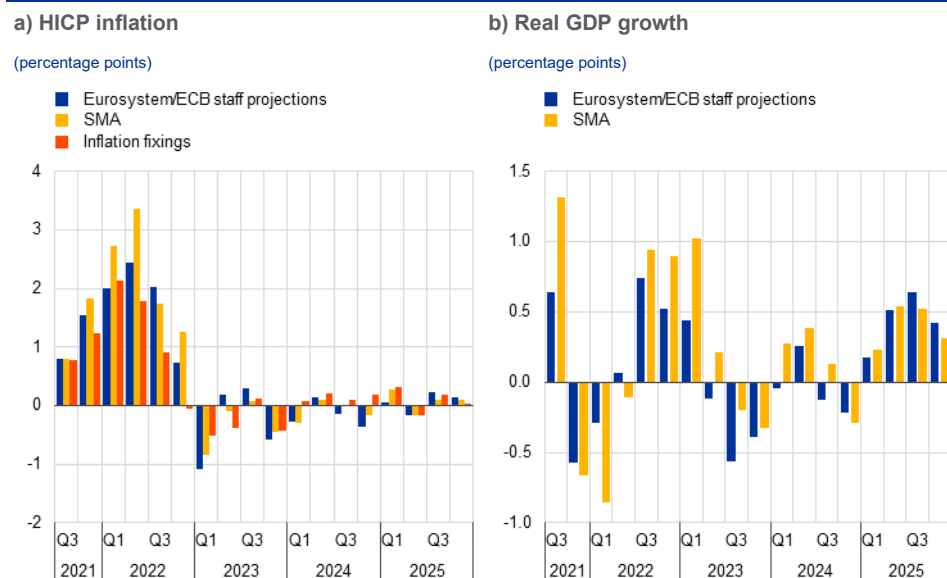
Regarding forecast accuracy for headline inflation over the review period from mid-2021 to the end of 2025, Chart 3 (panel a) shows one-quarter-ahead forecast errors. Two distinct phases emerge. Prior to the peak of inflation in mid-2023, the SMA median exhibited sizeable and mostly positive forecast errors. Eurosystem/ECB staff projections and inflation fixings recorded errors of a similar magnitude to the SMA, albeit with some variation across indicators and survey rounds. This failure in forecasting has been documented for institutional and survey-based forecasters alike (Chahad et al., 2023; IMF, 2023). For the forecast errors in the Eurosystem/ECB staff projections, Chahad et al. (2023) identified the unprecedented sequence of price shocks – from pandemic-related supply and demand mismatches and Russia’s invasion of Ukraine – as the primary driver.

During the subsequent normalisation phase, the picture changed markedly as forecast errors shrank substantially.

With energy price pressures dissipating and inflation moving back towards target, forecast errors across all three indicators converged towards zero, reflecting an improvement in forecastability as macroeconomic conditions stabilised. During this period, SMA forecast errors were frequently marginally smaller in absolute terms than those of both Eurosystem/ECB staff projections and inflation fixings, suggesting that the aggregation of informed analyst judgement compares favourably with institutional projections and market-based signals under more normal conditions – a finding that is consistent with the broader evidence reviewed in ECB (2025). This pattern holds robustly across horizons, from the current quarter to four quarters ahead, as reported in Ploj (2025).

Chart 3

Comparison of SMA and Eurosystem/ECB staff projections forecast errors one quarter ahead



Sources: SMA and ECB calculations.

Notes: Forecast errors are defined as the difference between the SMA median point forecast and the outcome. Positive (negative) errors indicate that the median underestimated (overestimated) actual inflation. Panel a): Inflation fixings are swap contracts tied to monthly releases of euro area HICP (all items excluding tobacco), available from the current month up to 23 months ahead.

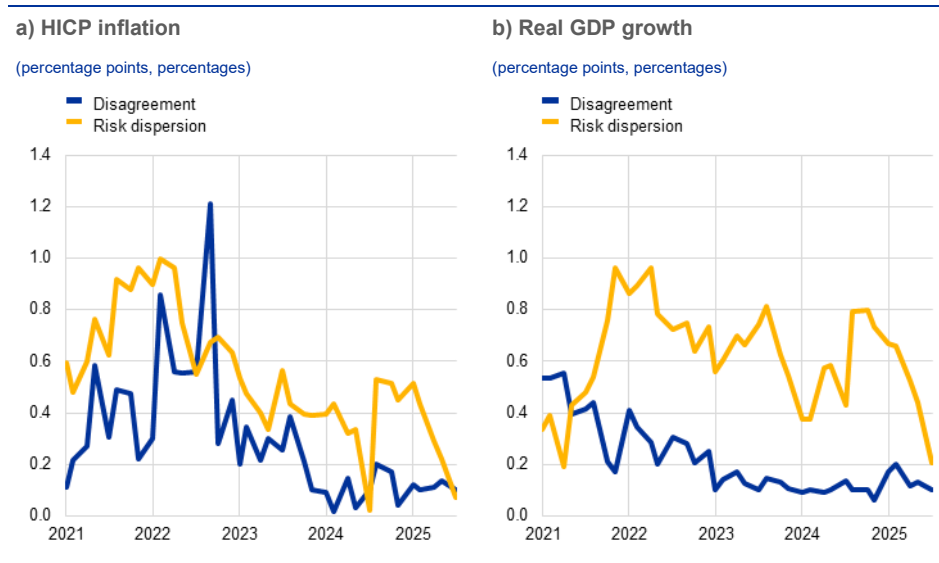
For real GDP growth, the picture is more mixed (Chart 3, panel b). Both the SMA and Eurosystem/ECB staff projections recorded notable forecast errors around the pandemic shock and the subsequent rebound, with errors alternating in sign across survey rounds and neither indicator systematically outperforming the other over the full sample. This absence of a clear hierarchy in GDP forecast performance is not surprising given the inherent difficulty of anticipating turning points in real activity in real time, and it underscores the value of tracking the full distribution of SMA responses – including disagreement and perceived risk – rather than relying on point forecasts alone.

Beyond forecast accuracy, the informational advantage of the SMA lies in its capacity to characterise the full distribution of expectations across market participants, capturing not only where analysts expect the economy to go but also how much they disagree about it and whether perceived risks are tilted.

To capture these dimensions, two complementary indicators can be derived from the survey: disagreement and risk dispersion. Disagreement is measured by the interquartile range of individual point forecasts, reflecting the cross-sectional spread of central expectations across respondents, while risk dispersion reflects the net balance of the share of respondents reporting upside and downside risks around their baseline, derived from the qualitative risk assessment question. Taken together, these indicators map onto distinct features of the implied distribution of expectations: disagreement captures its width, while risk dispersion captures the asymmetry of perceived tail risks around the central tendency.

Regarding inflation, disagreement and risk dispersion among SMA panellists increased markedly during the inflation surge and declined rapidly as the subsequent disinflation progressed. For HICP inflation, disagreement and risk dispersion peaked at around 1.2 and 1.0 percentage points respectively before falling back to low levels by mid-2023 (Chart 4, panel a). For GDP growth, disagreement gradually declined over the review period (Chart 4, panel b). By contrast, risk dispersion remained more elevated, indicating that, while baseline views have converged, differences in risk assessment persist.

Chart 4
SMA disagreement and risk dispersion for HICP inflation and real GDP growth

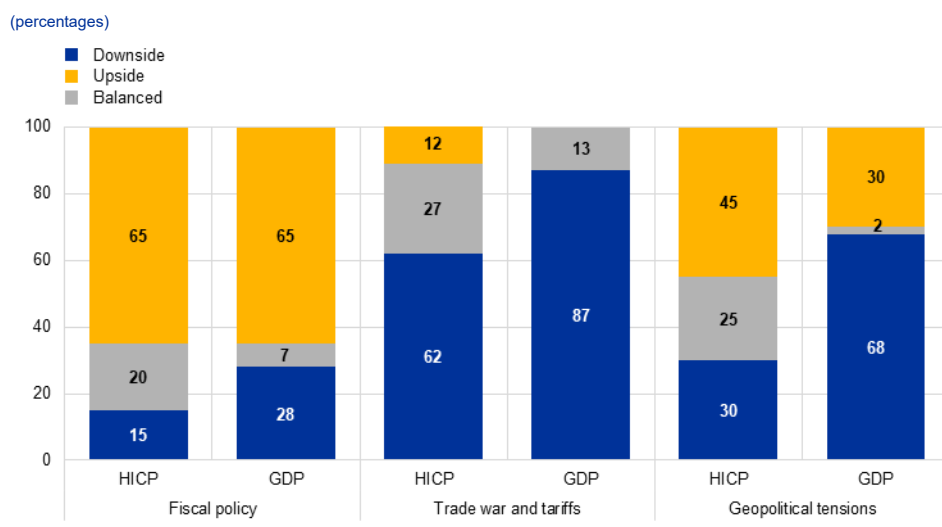


Sources: SMA and ECB calculations.
Notes: Disagreement, measured as the width of the interquartile range, is shown for one-quarter-ahead expectations. Risk dispersion is based on annual expectations for the corresponding variable from the balance of risks question in the SMA. Risk dispersion is defined as the net balance between the share of respondents expecting upside risks and the share expecting downside risks.

Finally, the indications of SMA participants regarding the risks to their macroeconomic forecasts are used to assess whether an economic shock has a greater effect on the supply side or the demand side. In the December 2025 SMA, after grouping the individual responses, the top three categories were “fiscal policy”, “trade war and tariffs” and “geopolitical tensions” (Chart 5). Regarding “fiscal policy”, many respondents referred to the German fiscal package and the announced increases in defence and infrastructure spending, so the shock was mostly seen as having a positive effect on demand, posing upside risks to both inflation and growth. “Trade war and tariffs” was clearly judged to be a downside risk to growth with mostly dampening effects on prices, qualifying as a potentially negative demand shock. “Geopolitical tensions” was also expected to have a largely negative effect on growth, but the implications for prices appeared to be less clear. These risks could materialise on either the demand or the supply side. The nature of risks surrounding the economic outlook matters, because monetary policy can more effectively accommodate demand shocks, whereas the monetary policy response to supply-side shocks tends to be less aggressive in order to limit any adverse impact on the economy.

Chart 5

Classification of risks in the December 2025 SMA



Sources: SMA and ECB calculations.

Notes: Percentages may not add up to 100% due to rounding. The latest observations are for December 2025.

4 Conclusion

Over its first five years of full operation, the SMA has developed into a core tool for monitoring and analysing the macroeconomic forecasts and monetary policy expectations of financial market participants. The systematic enlargement and rebalancing of the panel, together with refinements to the questionnaire and a structured governance framework, have strengthened the statistical underpinnings of the survey and improved its stability, coverage and representativeness.

SMA information is systematically used for monetary policy purposes, both in the preparation of Governing Council meetings and for addressing more structural policy questions. The survey provides a benchmark for prevailing market expectations, facilitates the assessment of how news and ECB communications are incorporated into views on the macroeconomic outlook and the policy path, and helps in analysing the formation, revision and dispersion of market participants' expectations beyond market prices. The analysis in this article shows that SMA expectations are broadly consistent with macroeconomic fundamentals and simple policy benchmarks and, when viewed as a forecasting instrument, deliver an overall accuracy that is broadly comparable to Eurosystem/ECB staff projections.

References

Akkaya, Y., Bitter, L., Brand, C. and Sá, D. (2024), "Policy expectation errors during the recent tightening cycle – insights from the ECB's Survey of Monetary Analysts", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB.

Akkaya, Y. and Ilieva, B. (2024), "[Decoding revisions in policy rate expectations: insights from the Survey of Monetary Analysts](#)", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB.

Bernardini, M. and Lin, A. (2024), "Out of the ELB: Expected ECB policy rates and the Taylor rule", *Economics Letters*, Vol. 235, February.

Brand, C. and Hutchinson, J. (2021), "[The ECB Survey of Monetary Analysts: an introduction](#)", *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB.

Chahad, M., Hofmann-Drahonsky, A.-C., Page, A. and Tirpák, M. (2023), "[An updated assessment of short-term inflation projections by Eurosystem and ECB staff](#)", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB.

European Central Bank (ECB) (2025), "[A strategic view on the economic and inflation environment in the euro area](#)", *Occasional Paper Series*, No 371, June.

International Monetary Fund (IMF) (2023), [World Economic Outlook: Navigating Global Divergences](#), Washington D.C., October.

Ploj, G. (2025), "[SMA vs. ECB inflation forecasts: Which forecasts drive interest rate expectations in the euro area?](#)", *Short economic and financial analyses*, Banka Slovenije, October.

Taylor, J.B. (1993), "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 39, December, pp. 195-214.

Statistieken

© Europese Centrale Bank, 2026

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

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

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

De statistieken in deze uitgave zijn afgesloten op 10 juni 2026.

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

PDF ISSN 2363-3522, QB-01-26-062-NL-N