



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM

Economisch Bulletin

Nummer 4 / 2023



Inhoud

Inhoud	1
Economische, financiële en monetaire ontwikkelingen	3
Overzicht	3
1 Externe omgeving	10
2 Economische bedrijvigheid	17
3 Prijzen en kosten	26
4 Ontwikkelingen op de financiële markten	33
5 Financieringsvoorwaarden en ontwikkelingen in de kredietverlening	39
6 Begrotingsontwikkelingen	48
Kaders	52
1 De consumptie-impuls door pandemiespaargeld – maakt de samenstelling een verschil?	52
2 Winstbesprekingen: nieuwe gegevens over bedrijfswinsten, investeringen en financieringsvoorwaarden	59
3 Hoe heeft de winst per eenheid product bijgedragen aan de recente toename van de binnenlandse prijsdruk in het eurogebied?	65
4 De ontwikkeling van de loonquote in het eurogebied sinds het begin van de pandemie	75
5 Verwachtingen van bedrijven met betrekking tot verkoopprijzen – aanwijzingen afkomstig uit de SAFE	80
6 De grote inkrimping van de externe financiële stromen van het eurogebied in 2022 – inzichten op basis van meer fijnmazige betalingsbalansstatistieken	85
7 Liquiditeitsverhoudingen en monetairbeleidstransacties van 8 februari tot en met 9 mei 2023	93
8 Verschillen in inflatie en concurrentievermogen in de landen van het eurogebied	99

Artikel		104
1	The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area	104
Box 1	A comparison of economic developments in the euro area and the United States since the pandemic	112
Box 2	The impact of discretionary fiscal policy measures on real GDP growth from 2020 to 2022	113
Box 3	A model-based assessment of the drivers of economic activity	120
Statistieken		

Economische, financiële en monetaire ontwikkelingen

Overzicht

De inflatie is gedaald, maar zal volgens de projecties nog te lang te hoog blijven. De Raad van Bestuur is vastbesloten ervoor te zorgen dat de inflatie tijdig terugkeert naar zijn doelstelling van 2% op middellange termijn. Daarom heeft de Raad op 15 juni 2023 besloten de drie basisrentetarieven van de ECB met 25 basispunten te verhogen.

De renteverhoging vloeit voort uit de geactualiseerde beoordeling door de Raad van Bestuur van de inflatievooruitzichten, de dynamiek van de onderliggende inflatie en de kracht van de monetairbeleidstransmissie. Volgens de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni komt de totale inflatie naar verwachting uit op gemiddeld 5,4% in 2023, 3,0% in 2024 en 2,2% in 2025. De indicatoren van de onderliggende prijsdruk blijven sterk, hoewel sommige voorzichtige tekenen van afzwakking laten zien. De medewerkers hebben hun projecties voor de inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen naar boven toe bijgesteld, vooral voor dit en volgend jaar, vanwege eerdere verrassende stijgingen en de gevolgen van de robuuste arbeidsmarkt voor het tempo van de desinflatie. Ze gaan er nu vanuit dat de inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen in 2023 uitkomt op 5,1% en vervolgens daalt naar 3,0% in 2024 en 2,3% in 2025. De medewerkers hebben hun projecties voor de economische groei voor dit en volgend jaar licht naar beneden toe bijgesteld. Ze verwachten nu dat de economie met 0,9% groeit in 2023, met 1,5% in 2024 en met 1,6% in 2025.

Tegelijkertijd werken de eerdere renteverhogingen van de Raad van Bestuur krachtig door in de financieringsvoorwaarden en beginnen ze geleidelijk aan effect te hebben in de hele economie. De leenkosten zijn sterk gestegen en de groei van de kredietverlening neemt af. De krappere financieringsvoorwaarden vormen de belangrijkste reden waarom de inflatie volgens de projecties verder zal dalen naar de doelstelling, aangezien ze naar verwachting de vraag in toenemende mate zullen temperen.

De toekomstige besluiten van de Raad van Bestuur zullen ervoor zorgen dat de basisrentetarieven van de ECB een niveau bereiken dat restrictief genoeg is om de inflatie tijdig terug te brengen naar de doelstelling van 2% op middellange termijn, en dat dit niveau zo lang als nodig wordt aangehouden. De Raad van Bestuur blijft een op data gebaseerde benadering volgen om het geschikte niveau en de duur van de verkrapping te bepalen. De rentebesluiten van de Raad van Bestuur zullen in het bijzonder gebaseerd blijven op zijn beoordeling van de inflatievooruitzichten in het licht van de binnenkomende economische en financiële gegevens, de dynamiek van de onderliggende inflatie en de kracht van de monetairbeleidstransmissie.

De Raad van Bestuur heeft bevestigd dat met ingang van juli 2023 de herinvesteringen krachtens het programma voor de aankoop van activa (asset purchase programme – APP) zullen worden beëindigd.

Economische bedrijvigheid

De wereldeconomie is dit jaar sterker begonnen dan in het vierde kwartaal van 2022, dankzij de heropening van de Chinese economie en de veerkracht van de arbeidsmarkt in de Verenigde Staten. De mondiale bedrijvigheid werd voornamelijk gedragen door de dienstensector, terwijl de productie in de verwerkende industrie relatief gematigd blijft. De gevolgen van de problemen in de Amerikaanse bankensector begin maart hebben geleid tot een korte periode van acute stress op de mondiale financiële markten. Sindsdien hebben de meeste activaprijzen de in die periode geleden verliezen goedgemaakt, terwijl de partijen op de financiële markten ook hun verwachtingen ten aanzien van het toekomstige verloop van de monetaire verkrapping van het Federal Reserve System neerwaarts hebben bijgesteld. Niettemin vergroot de aanhoudende onzekerheid de mondiale tegenwind voor de groei als gevolg van de hoge inflatie, de krappere mondiale financiële omstandigheden en de geopolitieke spanningen. Tegen deze achtergrond blijven de mondiale groei- en inflatievooruitzichten in de projecties van juni 2023 grotendeels onveranderd ten opzichte van de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van maart 2023. De kleine opwaartse bijstelling van de mondiale groei in 2023 houdt voornamelijk verband met de sterker dan eerder verwachte opleving van de vraag in China in het eerste kwartaal, die deels werd gecompenseerd door het negatieve effect van krappere financierings- en kredietvoorwaarden in de Verenigde Staten en andere geavanceerde economieën. De inflatievooruitzichten zijn voor 2024 licht opwaarts bijgesteld tegen de achtergrond van krappe arbeidsmarkten en de nog steeds hoge loongroei in geavanceerde economieën, terwijl lagere grondstoffenprijzen een kleine neerwaartse herziening van de geraamde inflatie voor 2023 verklaren. De wereldhandel zal dit jaar naar verwachting veel langzamer groeien dan het reële bbp, aangezien de samenstelling van de mondiale vraag minder handelsintensief is geworden. De vooruitzichten voor de wereldhandel voor 2023 werden neerwaarts bijgesteld, zij het grotendeels als gevolg van aanzienlijke negatieve overloopeffecten van het vierde kwartaal van 2022 en zwakke resultaten in de belangrijkste economieën tijdens het eerste kwartaal.

De economie van het eurogebied is de afgelopen maanden gestagneerd. Net als in het vierde kwartaal van vorig jaar kromp deze in het eerste kwartaal van 2023 met 0,1% tegen een achtergrond van dalende particuliere en overheidsconsumptie. De economische groei zal op korte termijn naar verwachting zwak blijven, maar in de loop van het jaar aantrekken, zodra de inflatie naar beneden gaat en verstoringen in de toelevering verder afnemen. De omstandigheden in de verschillende sectoren van de economie zijn niet gelijk: de verwerkende industrie blijft afzakken, deels als gevolg van de lagere wereldwijde vraag en krappere financieringsvoorwaarden in het eurogebied, terwijl de dienstensector nog altijd veerkrachtig is.

De arbeidsmarkt blijft een sterke factor. In het eerste kwartaal van het jaar kwamen er bijna een miljoen nieuwe banen bij en de werkloosheid was in april met 6,5% historisch laag. Het gemiddeld aantal gewerkte uren is ook toegenomen, hoewel het nog steeds enigszins lager is dan vóór de pandemie.

Volgens de projecties van juni keert de groei de komende kwartalen naar verwachting terug doordat de energieprijzen matigen, de buitenlandse vraag aantrekt en knelpunten aan de aanbodzijde verdwijnen, zodat bedrijven hun aanzienlijke achterstallige orders verder kunnen wegwerken, maar ook doordat de onzekerheid, die mede verband hield met de recente spanningen in de banksector, verder afneemt. Daar komt bij dat de reële inkomens zullen stijgen, mede onder invloed van een robuuste arbeidsmarkt met historisch lage werkloosheidscijfers tijdens de projectieperiode. De verkrapping van het monetair beleid van de ECB werkt steeds meer door in de reële economie. Evenals de geleidelijke afbouw van de begrotingssteun werkt dit remmend op de economische groei op middellange termijn. Over het geheel genomen daalt de gemiddelde reële bbp-groei op jaarbasis tot 0,9% in 2023 (was 3,5% in 2022) om daarna weer aan te trekken tot 1,5% in 2024 en 1,6% in 2025. Vergeleken met projecties van maart 2023 zijn de vooruitzichten voor de bbp-groei voor 2023 en 2024 neerwaarts bijgesteld met 0,1 procentpunt, voornamelijk als gevolg van krappere financieringsvoorwaarden. In 2025 blijft de bbp-groei gelijk, aangezien deze effecten naar verwachting deels worden gecompenseerd door de impact van hogere besteedbare inkomens en minder onzekerheid.

De begrotingsvooruitzichten voor het eurogebied zullen tijdens de projectieperiode verbeteren. Na de geraamde aanzienlijke daling voor 2022 zal het begrotingstekort van het eurogebied volgens de projecties langzamer afnemen in 2023-2024 en slechts zeer licht teruglopen in 2025 (tot 2,5% van het bbp). De daling van het begrotingssaldo aan het einde van de projectieperiode ten opzichte van 2022 is toe te schrijven aan de verbetering van het voor conjunctuurinvloeden gecorrigeerde primaire saldo en in mindere mate aan een betere conjunctuurcomponent, terwijl de rentebetalingen in procenten bbp gedurende de projectieperiode geleidelijk toenemen. De schuld van het eurogebied blijft naar verwachting dalen, zij het langzamer na 2022, tot 87,3% van het bbp in 2025. Dat heeft voornamelijk te maken met negatieve rente-groeiverschillen, die de aanhoudende primaire tekorten meer dan compenseren. Niettemin wordt verwacht dat zowel het tekort als de schuldquote in 2025 boven het niveau van vóór de pandemie blijft. Vergeleken met de projecties van maart 2023 blijft het begrotingssaldo aan het einde van de projectieperiode grotendeels ongewijzigd, terwijl de schuldquote voor 2023-2025 enigszins opwaarts is bijgesteld, voornamelijk als gevolg van minder gunstige rente-groeiverschillen.

Naarmate de energiecrisis minder acuut wordt, moeten overheden hun steunmaatregelen snel en op een gecoördineerde manier terugschroeven om te voorkomen dat de inflatiedruk op middellange termijn wordt opgedreven, wat een sterkere reactie van het monetair beleid noodzakelijk zou maken. Het begrotingsbeleid moet erop gericht zijn de economie van het eurogebied productiever te maken en de hoge overheidsschuld geleidelijk aan te verminderen. Maatregelen om de aanbodcapaciteit van het eurogebied te vergroten, met name in

de energiesector, kunnen de prijsdruk op middellange termijn ook verminderen. De hervorming van het EU-kader voor economische governance moet binnenkort worden afgerond.

Inflatie

Volgens de flashraming van Eurostat is de inflatie in mei verder gedaald naar 6,1%, van 7,0% in april. De daling was breed gedragen. De energieprijzinflatie, die in april was gestegen, knoopte opnieuw aan bij de dalende trend en was in mei negatief. De voedselprijzinflatie daalde wederom maar bleef met 12,5% hoog.

De inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen nam in mei voor de tweede maand op rij af, tot 5,3%, van 5,6% in april. De goedereninflatie daalde verder tot 5,8%, tegen 6,2% in april. Voor het eerst in enkele maanden daalde de diensteninflatie, van 5,2% naar 5,0%. De indicatoren van de onderliggende prijsdruk blijven sterk, hoewel sommige ervan voorzichtige tekenen van afzwakking laten zien.

De eerdere verhogingen van de energiekosten drijven de prijzen nog steeds op in de hele economie. En ook de inhaalvraag na de heropening van de economie blijft de inflatie aanjagen, vooral in de dienstensector. De loondruk, die weliswaar deels het gevolg is van eenmalige vergoedingen, begint een toenemende factor van betekenis te worden voor de inflatie. De loonsom per werknemer steeg in het eerste kwartaal van het jaar met 5,2% en de contractlonen stegen met 4,3%. Bovendien zijn bedrijven in sommige sectoren erin geslaagd hun winst relatief hoog te houden, vooral waar de vraag groter is dan het aanbod. Hoewel de meeste maatstaven van de inflatieverwachtingen voor de langere termijn momenteel circa 2% bedragen, blijven sommige indicatoren hoog en deze moeten nauwlettend worden gevolgd.

Volgens de projecties van juni 2023 daalt de totale inflatie verder tot ongeveer 3% in het laatste kwartaal van dit jaar door toenemend negatieve inflatie van de energieprijzen in 2023 en een forse afname van de inflatie van de voedselprijzen. Niettemin wordt de HICP-inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen op korte termijn hoger dan de totale inflatie en blijft dat tot begin 2024, al zet vanaf de tweede helft van 2023 een geleidelijke daling in. De voorziene daling komt voort uit het wegebben van de indirecte effecten van de eerdere energieprijsschokken en de prijsdruk in het productieproces. Daarmee worden de arbeidskosten de belangrijkste factor voor de HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen. Onder invloed van de inflatiecompensatie, de krappe arbeidsmarkt en de stijging van de minimumlonen blijft de loongroei gedurende het grootste deel van de projectieperiode meer dan dubbel zo hoog als het historische gemiddelde. De verwachting is echter dat de winstmarges, die in 2022 aanzienlijk zijn toegenomen, als buffer fungeren en de doorwerking van deze kosten op middellange termijn deels opvangen. Daarnaast zou het monetaire beleid de komende jaren de onderliggende inflatie verder moeten temperen. Al bij al daalt de totale inflatie naar verwachting van gemiddeld 8,4% in 2022 naar 5,4% in 2023, 3,0% in 2024 en 2,2% in 2025. Ten opzichte van de projecties van maart 2023 is de totale inflatie over de gehele projectieperiode licht naar boven bijgesteld. De belangrijkste oorzaak daarvan is een

aanzienlijke opwaartse bijstelling van de HICP-inflatie met uitzondering van energie en voedingsmiddelen, die voortvloeit uit hoger-dan-verwachte recente inflatiecijfers en iets hogere arbeidskosten per eenheid product. Het effect van de lagere aannames voor de energieprijzen en de krappere financieringsvoorwaarden wordt daardoor tenietgedaan.

Risicobeoordeling

De Raad van Bestuur beoordeelt de vooruitzichten voor de economische groei en de inflatie als aanhoudend hoogst onzeker. Neerwaartse risico's voor de groei zijn onder meer de ongerechtvaardigde Russische oorlog tegen Oekraïne en een toename van de bredere geopolitieke spanningen, die kunnen leiden tot fragmentatie bij de mondiale handel en zo de economie van het eurogebied kunnen afremmen. De groei kan ook vertragen als de effecten van het monetair beleid sterker zijn dan verwacht. Nieuwe spanningen op de financiële markten kunnen de financieringsvoorwaarden nog sterker dan voorzien verkrappen en het vertrouwen aantasten. Ook zwakkere groei van de wereldeconomie kan de economische bedrijvigheid in het eurogebied verder temperen. De groei kan echter hoger uitvallen dan verwacht als mensen en bedrijven meer vertrouwen krijgen en meer gaan uitgeven door de sterke arbeidsmarkt en de afnemende onzekerheid.

Opwaartse inflatierisico's zijn de mogelijke nieuwe opwaartse druk op de kosten van energie en voeding, ook in verband met de oorlog van Rusland tegen Oekraïne. Ook een blijvende toename van de inflatieverwachtingen boven de doelstelling van de Raad van Bestuur of hoger dan verwachte loonstijgingen en winstmarges kunnen de inflatie verder doen stijgen, ook op de middellange termijn. Recente loonakkoorden in een aantal landen hebben de opwaartse risico's voor de inflatie vergroot. Nieuwe spanningen op de financiële markten kunnen de inflatie dan weer sneller naar beneden brengen dan voorzien. Een zwakkere vraag, bijvoorbeeld als gevolg van een sterkere transmissie van het monetair beleid, kan ook leiden tot een lagere prijsdruk, vooral op middellange termijn. Daarnaast kan de inflatie sneller teruglopen als de dalende energieprijzen en geringere stijgingen van de voedselprijzen sneller dan momenteel voorzien doorwerken in andere goederen en diensten.

Financiële en monetaire omstandigheden

De verkrapping van het monetair beleid blijft doorwerken in de risicovrije rentetarieven en de ruimere financieringsvoorwaarden. De financieringsvoorwaarden voor banken zijn aangescherpt en krediet wordt duurder voor bedrijven en huishoudens. In april hebben de rentetarieven hun hoogste niveau in meer dan tien jaar bereikt, namelijk 4,4% voor bedrijfskredieten en 3,4% voor hypotheekleningen.

Deze hogere rentetarieven, in combinatie met de strengere kredietvoorwaarden en de lagere vraag naar leningen, hebben de kredietgroei verder vertraagd. De groei van de bedrijfskredieten op jaarbasis is in april opnieuw teruggelopen, tot 4,6%. De gemiddelde veranderingen op maandbasis zijn sinds november 2022 negatief. De

leningen aan huishoudens zijn in april met 2,5% op jaarbasis toegenomen en slechts marginaal gestegen op maandbasis. De zwakke bankkredieten en de afname van de balans van het Eurosysteem hebben geleid tot een aanhoudende daling van de twaalfmaands groei van het ruime monetaire aggregaat, tot 1,9% in april. De maand-op-maandveranderingen van de ruime geldhoeveelheid zijn sinds december negatief.

Conform zijn strategie voor het monetair beleid heeft de Raad van Bestuur de samenhang tussen monetair beleid en financiële stabiliteit grondig beoordeeld. De vooruitzichten voor de financiële stabiliteit zijn sinds de laatste evaluatie in december 2022 uitdagend gebleven. Krappere financieringsvoorwaarden verhogen de financieringskosten voor banken en het kredietrisico van uitstaande leningen. In combinatie met de recente spanningen in het bankwezen in de VS kunnen deze factoren aanleiding geven tot systeemstress en de economische groei op korte termijn verminderen. Een andere factor die de weerbaarheid van de financiële sector onder druk zet, is een baisse op de vastgoedmarkten, die versterkt kan worden door hogere leenkosten en een toename van de werkloosheid. Tegelijkertijd beschikken de banken in het eurogebied over een sterke kapitaal- en liquiditeitspositie, die deze risico's voor de financiële stabiliteit tempert. Het macroprudentieel beleid blijft de eerste verdedigingslinie tegen de opbouw van financiële kwetsbaarheden.

Monetairbeleidsbeslissingen

In zijn vergadering van 15 juni 2023 heeft de Raad van Bestuur besloten de drie basisrentetarieven van de ECB met 25 basispunten te verhogen. Dit betekent dat het rentetarief voor de basisherfinancieringstransacties en de rentetarieven voor de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit met ingang van 21 juni 2023 verhoogd zijn tot respectievelijk 4,00%, 4,25% en 3,50%.

De APP-portefeuille neemt in een gelijkmatig en voorspelbaar tempo af, aangezien het Eurosysteem niet alle aflossingen op effecten die de vervaldatum hebben bereikt herinvesteert. Tot eind juni 2023 zal de afname gemiddeld € 15 miljard per maand bedragen. De Raad van Bestuur zal de herinvesteringen krachtens het APP vanaf juli 2023 beëindigen.

Wat betreft het nood aankoopprogramma in verband met de pandemie (pandemic emergency purchase programme – PEPP), is de Raad van Bestuur voornemens om de aflossingen op effecten die zijn aangekocht in het kader van het PEPP tot ten minste eind 2024 te blijven herbeleggen. De toekomstige uitfasering van de PEPP-portefeuille wordt in ieder geval zo gestuurd dat de passende monetairbeleidskoers niet gehinderd wordt.

De Raad van Bestuur zal flexibiliteit blijven toepassen bij de herinvesteringen van vrijvallende aflossingen uit de portefeuille van het PEPP om risico's voor het transmissiemechanisme van het monetair beleid in verband met de pandemie tegen te gaan.

Terwijl banken de bedragen die ze in het kader van de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties hebben geleend terugbetalen, zal de Raad van Bestuur regelmatig beoordelen hoe gerichte kredietverleningstransacties en de lopende terugbetaling ervan aan zijn monetairbeleidskoers bijdragen.

Conclusie

De inflatie is gedaald, maar zal volgens de projecties nog te lang te hoog blijven. De Raad van Bestuur heeft tijdens zijn vergadering op 15 juni 2023 dan ook besloten de drie basisrentetarieven van de ECB met 25 basispunten te verhogen, gezien zijn vastbeslotenheid om de inflatie tijdig terug te brengen naar zijn doelstelling van 2% op middellange termijn.

De toekomstige besluiten van de Raad van Bestuur zullen ervoor zorgen dat de basisrentetarieven van de ECB een niveau bereiken dat restrictief genoeg is om de inflatie tijdig terug te brengen naar zijn doelstelling van 2% op middellange termijn, en dat dit niveau zo lang als nodig wordt aangehouden. De Raad van Bestuur blijft een op data gebaseerde benadering volgen om het geschikte niveau en de duur van de verkrapping te bepalen. De rentebesluiten zullen in het bijzonder gebaseerd blijven op de beoordeling door de Raad van Bestuur van de inflatievooruitzichten in het licht van de binnenkomende economische en financiële gegevens, de dynamiek van de onderliggende inflatie en de kracht van de monetairbeleidstransmissie.

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

1 Externe omgeving

De wereldeconomie begon dit jaar sterker dan in het vierde kwartaal van 2022, dankzij de heropening van de Chinese economie en de veerkrachtige arbeidsmarkten in de Verenigde Staten. De wereldwijde bedrijvigheid werd voornamelijk aangedreven door de dienstensector, terwijl de productie van de verwerkende industrie relatief bescheiden blijft. De gevolgen van de problemen in de Amerikaanse bankensector begin maart leidden tot een korte periode van plotselinge stress op de mondiale financiële markten. Sindsdien hebben de meeste activaprijzen de tijdens deze periode genoteerde verliezen goedgemaakt, terwijl de deelnemers aan de financiële markten hun verwachtingen voor het toekomstige verloop van de monetairbeleidsverkrapping door de Federal Reserve neerwaarts hebben bijgesteld. Toch zorgt aanhoudende onzekerheid voor extra tegenwind voor de mondiale groei, in de vorm van hoge inflatie, verkrapping van de wereldwijde financieringsvoorwaarden en geopolitieke spanningen. Tegen deze achtergrond blijven de mondiale groei- en inflatievooruitzichten in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2023 grotendeels ongewijzigd ten opzichte van die van de medewerkers van de ECB van maart 2023. De lichte opwaartse bijstelling van de mondiale groei in 2023 houdt vooral verband met het sterker dan eerder verwachte herstel van de vraag in China in het eerste kwartaal, dat gedeeltelijk teniet werd gedaan door het negatieve effect van de krappere financierings- en kredietvoorwaarden in de Verenigde Staten en andere ontwikkelde economieën. De inflatievooruitzichten zijn voor 2024 licht naar boven bijgesteld, tegen de achtergrond van krappe arbeidsmarkten en aanhoudend hoge loonstijgingen in ontwikkelde economieën, terwijl lagere grondstoffenprijzen een kleine neerwaartse bijstelling van de wereldwijde inflatie voor 2023 verklaren. De wereldhandel zal dit jaar naar verwachting veel minder snel groeien dan het reële bbp, doordat de samenstelling van de mondiale vraag minder handelsintensief is geworden. De vooruitzichten voor de wereldhandel voor 2023 zijn neerwaarts herzien, zij het grotendeels als gevolg van aanzienlijke negatieve overloopeffecten uit het vierde kwartaal van 2022 en zwakke resultaten in de belangrijkste economieën in het eerste kwartaal.

De wereldeconomie begon dit jaar sterker dan in het vierde kwartaal van 2022, dankzij de heropening van de Chinese economie en de veerkrachtige arbeidsmarkten in de Verenigde Staten. De gegevens uit deze landen vallen sinds het begin van het jaar verrassend hoger uit. Deze verrassingen hebben te maken met een eerder en sterker dan verwacht vraagherstel in China doordat de pandemiegerelateerde verstoringen van korte duur bleken. In de Verenigde Staten wordt de consumentenvraag ondersteund door de veerkracht van de arbeidsmarkten tegen de achtergrond van een aanzienlijke verkrapping van het monetaire beleid. De bedrijvigheid werd vooral aangedreven door de dienstensector, terwijl de productie van de verwerkende industrie relatief bescheiden blijft (Grafiek 1). De wereldwijde

groei in het eerste kwartaal is naar schatting gestegen van 0,5% in het voorgaande kwartaal naar 0,9% en lag daarmee 0,2 procentpunt boven de projecties van maart.¹

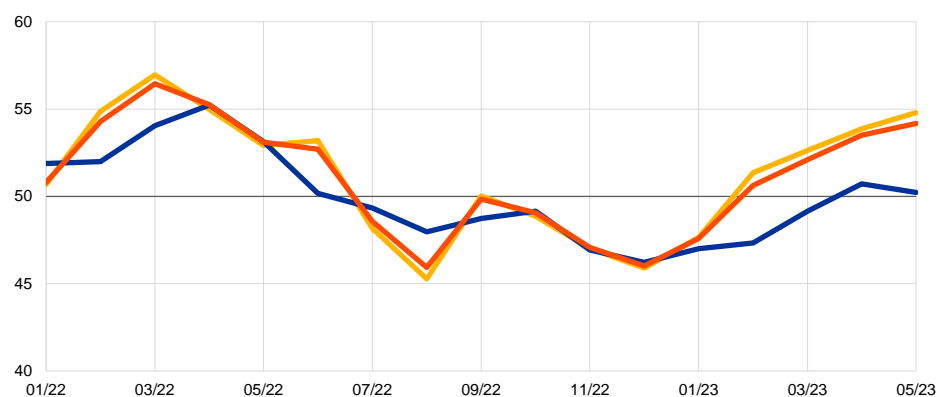
Grafiek 1

PMI-output per sector in ontwikkelde en opkomende markteconomieën

a) Ontwikkelde economieën (exclusief het eurogebied)

(spreidingsindices)

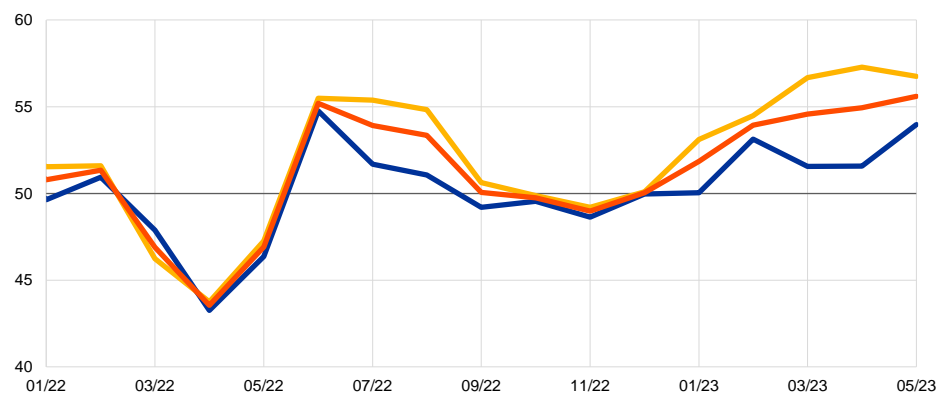
- Diensten
- Verwerkende industrie
- Samengestelde PMI



b) Opkomende markteconomieën

(spreidingsindices)

- Diensten
- Verwerkende industrie
- Samengestelde PMI



Bronnen: S&P Global Market Intelligence en berekeningen van ECB-medewerkers.
Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen mei 2023.

Hoewel de plotselinge financiële stress op de wereldwijde financiële markten die het gevolg was van het faillissement van de Silicon Valley Bank is afgenomen, blijft de onzekerheid groot.

De gevolgen van de problemen in de Amerikaanse bankensector begin maart leiden tot een korte periode van plotselinge stress op de mondiale financiële markten. Sindsdien hebben de meeste beleggingscategorieën – met uitzondering van financiële aandelen – de verliezen uit deze periode goedge maakt, terwijl deelnemers aan de financiële markten hun verwachtingen voor het toekomstige verloop van de monetairbeleidsverkrapping

¹ Aangezien in dit onderdeel de nadruk ligt op ontwikkelingen in de mondiale omgeving wordt in alle verwijzingen naar wereldwijd geaggregeerde economische indicatoren het eurogebied buiten beschouwing gelaten.

door het Federal Reserve System neerwaarts hebben bijgesteld. De grote onzekerheid over de ontwikkelingen in de Amerikaanse bankensector draagt bij aan wereldwijde tegenwind voor de groei, in de vorm van hoge inflatie, verkrapping van de financieringsvoorwaarden en toegenomen geopolitieke onzekerheid. Recentere gegevens wijzen er dan ook op dat de mondiale groei recent aan dynamiek heeft ingeboet.

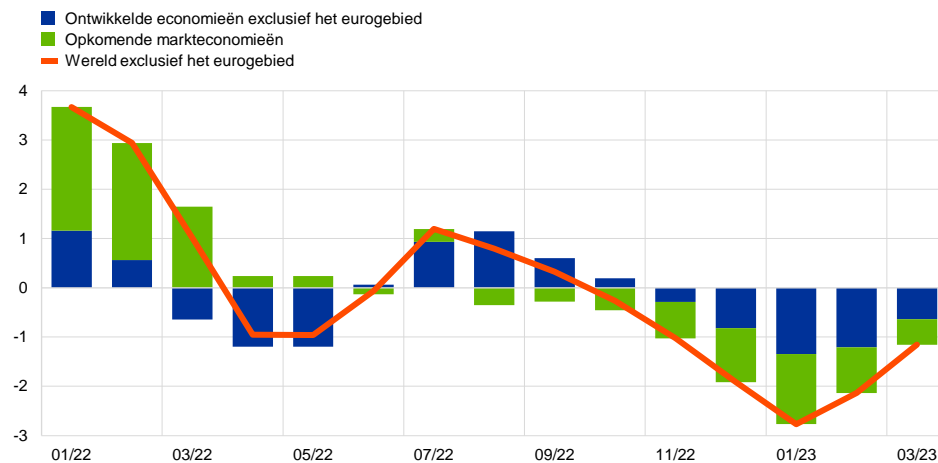
De mondiale groei- en inflatievooruitzichten zijn grotendeels gelijk aan die in de projecties van maart 2023. Verwacht wordt dat de wereldeconomie zowel dit jaar als volgend jaar met 3,1% zal groeien, om vervolgens iets te versnellen, tot 3,3% in 2025. De groei is voor 2023 licht naar boven bijgesteld (met 0,1 procentpunt), voor 2024 licht naar beneden (met 0,1 procentpunt) en voor 2025 ongewijzigd gelaten. Het sterker dan eerder verwachte herstel van de vraag in China in het eerste kwartaal van dit jaar is een belangrijke verklarende factor voor de opwaartse herziening van de mondiale groei in 2023, terwijl de mondiale groeivoorzichten op korte termijn licht naar beneden zijn bijgesteld. De iets trager verlopende mondiale groei in 2024 dan eerder voorspeld hangt samen met de impact van krappere financierings- en kredietvoorwaarden in de Verenigde Staten en andere ontwikkelde economieën.

Aangezien de wereldwijde bedrijvigheid voornamelijk wordt aangedreven door de dienstensector, die minder handelsintensief is, blijft de wereldhandel zwak. De ontkoppeling tussen bedrijvigheid en handel kan worden verklaard door drie samengestelde effecten die elkaar versterken, aangezien de bedrijvigheid wordt aangedreven door minder handelsintensieve regio's (opkomende economieën), vraagcomponenten (consumptie) en producten (diensten). De negatieve samenstellingseffecten zullen op korte termijn de wereldhandel drukken, maar de verwachting is dat het effect ervan nadien geleidelijk verdamppt. Tegelijkertijd zou de wereldhandel ondersteuning moeten ondervinden van de verwachte toename van de vraag naar verhandelbare diensten – zoals het toerisme, dat blijft opleven na de pandemie – de aanhoudende verbetering van aanbodknelpunten en de normalisering van de wereldwijde voorraadcyclus. De meest recente gegevens en schattingen wijzen er inderdaad op dat de groeidynamiek in de wereldwijde goederenhandel al minder negatief is geworden. Deze zal naar verwachting geleidelijk verbeteren (Grafiek 2).

Grafiek 2

Dynamiek van de goederenhandel

(reële invoer; procentuele mutaties per driemaands periode)



Bronnen: CPB en berekeningen van ECB-medewerkers.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen maart 2023.

De wereldhandel zal dit jaar naar verwachting veel minder snel groeien dan het reële bbp, doordat de samenstelling van de mondiale vraag minder handelsintensief is geworden.

De wereldhandel zal in 2023 naar verwachting met 1,3% groeien – een bijzonder gematigd tempo in vergelijking met het langetermijngemiddelde (4,8%) en ten opzichte van de mondiale groei.

Vooruitblikkend wordt verwacht dat de wereldhandel zowel in 2024 als in 2025 met 3,4% zal toenemen. De impliciete handelsselasticiteit, d.w.z. de verhouding tussen de mondiale reële invoergroei en de mondiale reële bbp-groei, benadert gedurende de projectieperiode een waarde van 1. Dit komt overeen met de handelsselasticiteit die in het decennium voorafgaand aan de pandemie werd waargenomen, maar is wel veel lager dan tijdens de pandemieperiode. De externe vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied volgt een vergelijkbaar traject, met een groei van 0,5% dit jaar en een stijging tot 3,1% in zowel 2024 als 2025. De projecties voor de wereldhandel en de externe vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied zijn voor dit jaar neerwaarts bijgesteld, voornamelijk als gevolg van aanzienlijke negatieve overloopeffecten van de zwakkere dan eerder geraamde handelsresultaten in het vierde kwartaal van 2022 en tegenvallende resultaten in belangrijke economieën in het eerste kwartaal van dit jaar. Voor de rest van de projectieperiode komen de handelsprojecties in grote lijnen overeen met die van maart 2023.

De onderliggende inflatiedruk in de wereldeconomie blijft sterk, terwijl de energie- en voedingscomponenten de totale inflatie blijven drukken.

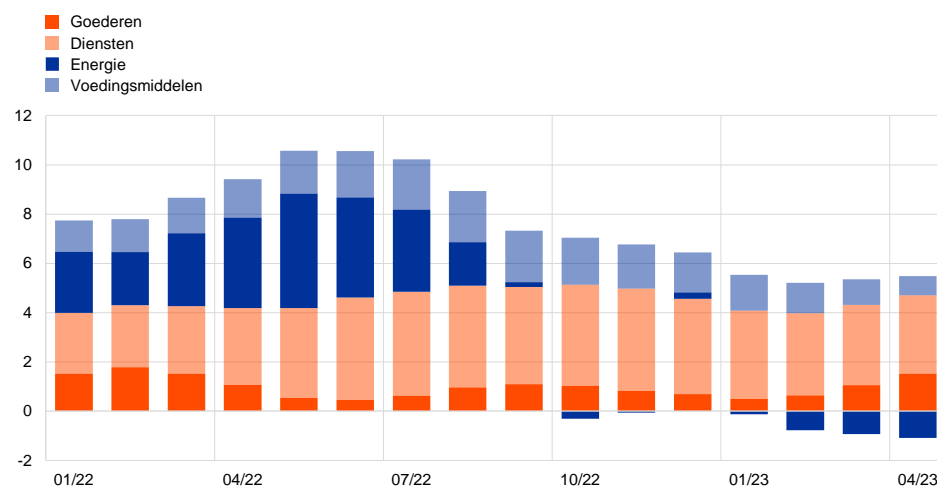
De totale inflatie van de consumentenprijsindex (CPI) in het OESO-gebied daalde naar 7,4% in april ten opzichte van 7,7% de maand daarvoor. Terwijl de totale inflatie blijft dalen dankzij lagere energie- en voedingsprijsinflatie, bleef de kerninflatie min of meer stabiel op 7,1% en nam de dynamiek ervan, gemeten als procentuele mutaties per driemaands periode op jaarbasis, verder toe (Grafiek 3, rode en oranje balken). Dit wijst erop dat de onderliggende prijsdruk in de wereldeconomie hoog blijft. Zelfs als

de prijzen van verhandelbare goederen blijven normaliseren dankzij de afname van verstoringen van de aanvoer en dalende vervoerskosten, zal de inflatie waarschijnlijk hoog blijven door een meer hardnekkige dienstecomponent die de krappe arbeidsmarktomstandigheden en hoge loonstijgingen weerspiegelt, vooral in ontwikkelde economieën. De stijging van de uitvoerprijzen van concurrenten van het eurogebied (in nationale valuta's) is sinds de piek van het tweede kwartaal van 2022 snel gedaald als gevolg van negatieve basiseffecten voor de grondstoffenprijzen en zal dit naar verwachting op korte termijn blijven doen als gevolg van ontwikkelingen in de technische aannames. Verwacht wordt dat de prijzen van de concurrenten tijdens de rest van de projectieperiode meer in overeenstemming met de historische gemiddelden zullen stijgen, doordat de hoge binnenlandse en buitenlandse druk op de toeleveringsketens naar verwachting zal verdampen.

Grafiek 3

Dynamiek van de totale inflatie in het OESO-gebied

(procentuele mutaties per driemaands periode op jaarbasis)



Bronnen: OESO en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De in de grafiek getoonde bijdragen van de respectieve componenten van de dynamiek van de totale inflatie in het OESO-gebied zijn bottom-up berekend aan de hand van beschikbare landengegevens, die samen 84% van het aggregaat van het OESO-gebied vertegenwoordigen. De kerninflatie is berekend als het restant van de bijdrage van de totale goederen, onder aftrek van die van energie en voedingsmiddelen. De meest recente waarnemingen betreffen april 2023.

De prijzen van ruwe olie zijn lager dan in de prognoses van maart, doordat de bezorgdheid ten aanzien van de wereldwijde groei zwaarder woog dan het effect van de aanbodbeperking van de OPEC+.

De vraag naar olie in de OESO-landen bleek in het eerste kwartaal zwakker dan het Internationaal Energieagentschap (IEA) aan het begin van het jaar had voorspeld. Daarnaast viel de Russische olieproductie hoger uit dan verwacht. Hoewel het grootste deel van de Russische uitvoer van ruwe olie naar China, India en Turkije ging, hielp dit om het wereldwijde prijseffect van de sterkere vraag vanuit China na de heropening van de economie te temperen. Verder zorgde de bezorgdheid over de wereldwijde groeivoorzichten tegen de achtergrond van de ontwikkelingen in de bankensector in de Verenigde Staten voor extra neerwaartse druk op de olieprijs. De Europese gasprijzen daalden verder, tot niveaus dicht bij het gemiddelde van vóór de pandemie. Door het aanhoudend lage verbruik en de succesvolle vervanging van Russisch aardgas is de Europese Unie (EU) het aanvullingsseizoen van haar

gasvoorraden ingegaan met historisch hoge opslagniveaus van 55%. Ook heeft de EU haar gasbesparingsplan tot eind maart 2024 verlengd, zodat de lidstaten hun gasverbruik moeten verminderen met 15% ten opzichte van het gemiddelde over de periode 2017-2021. Dit betekent dat de EU, zelfs zonder gasinvoer uit Rusland, veilig op koers lijkt te liggen om de opslagdoelstelling van 90% te halen vóór het volgende stookseizoen, dat in november begint, en dat de invoer afkomstig van andere gasleveranciers niet zo hoog hoeft te zijn als vorig jaar.

In zowel ontwikkelde als opkomende markteconomieën zijn de mondiale financieringsvoorwaarden verkrappt. Hoewel het wereldwijde risicosentiment zich onlangs – na een korte periode van plotselinge stress veroorzaakt door het faillissement van de Silicon Valley Bank begin maart – heeft gestabiliseerd, blijft de onzekerheid groot. In de Verenigde Staten weerspiegelt de verkrapting van de financieringsvoorwaarden sinds de projecties van maart vooral de grotere spreads op bedrijfsobligaties, terwijl ook de hogere kortetermijnrendementen iets hebben bijgedragen. Over het algemeen lijken de wereldwijde financiële markten ondanks aanhoudende onzekerheid voorzichtig optimistisch. Tegelijkertijd stegen de marktverwachtingen voor een verkrapting van het Amerikaanse monetaire beleid licht terwijl de plotselinge stress in de Amerikaanse bankensector afnam, hoewel deze verwachtingen nog steeds onder het niveau van begin maart blijven.

In de Verenigde Staten zal het reële bbp in de eerste helft van dit jaar naar verwachting vertragen, gevolgd door een licht herstel. De groei van de consumptie van huishoudens zal naar verwachting positief blijven, dankzij een veerkrachtige arbeidsmarkt. Een verkrapting van de financieringsvoorwaarden heeft geleid tot een daling van de investeringen in commercieel vastgoed, die nu naar verwachting gedurende 2023 zal voortduren, terwijl de aanhoudende onzekerheid naar verwachting zal leiden tot een extra verkrapting van de kredietacceptatiecriteria, wat de groei verder zal drukken. Het akkoord om het Amerikaanse schuldenplafond tot januari 2025 op te schorten heeft de onzekerheid op de financiële markten verminderd. Dit akkoord verlaagt de niet-defensie-uitgaven in bescheiden mate, maar laat defensie en de verplichte uitgaven aan sociale zekerheid en gezondheidszorg ongewijzigd. De totale CPI-inflatie bedroeg 4,9% in april, terwijl de kerninflatie met 5,5% hoog en hardnekkig blijft. De dienstensector is de belangrijkste oorzaak van de aanhoudende inflatie, als gevolg van de prijsstabiliteit van huisvestingsdiensten en de trage matiging van de hoge loonstijgingen. Bovendien steeg de kerninflatie voor goederen voor de tweede maand op rij als gevolg van opnieuw een forse stijging van de prijzen van nieuwe voertuigen en een kleinere negatieve bijdrage van tweedehands voertuigen en vrachtwagens.

Het door consumptie aangedreven herstel in China zet door, maar lijkt aan kracht te verliezen. Na het snelle herstel van de consumptieve bestedingen na de heropening van de economie is de hersteldynamiek in het tweede kwartaal weggeëbd en is het herstel dat door de dienstensector en de consumptie werd aangedreven niet overgeslagen naar de verwerkende industrie. De PMI voor de dienstensector wijst op een sterke groei, terwijl de PMI voor de verwerkende industrie licht daalde naar een krimp. De detailhandelsverkoop stegen in april sterk

op jaarbasis, maar deze stijging weerspiegelt vooral een lage vergelijkingsbasis die het gevolg is van de wijdverbreide lockdowns in Sjanghai vorig jaar. De groeidynamiek van de detailhandelsverkopen vertraagde, en hoogfrequente gegevens wijzen erop dat deze trend zich in mei heeft voortgezet. Na tekenen van een beginnend herstel heeft de bedrijvigheid op de huizenmarkt een stap terug gedaan. Met name de investeringen in woningen daalden aanzienlijk, en de huizenverkoop, waarvan de daling in maart vrijwel tot stilstand was gekomen ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar, kromp opnieuw. De aanhoudende zwakte van de huizenmarkt blijft een rem op de economie zetten. De stijging van de huizenprijzen vertraagde in april, wat het consumentenvertrouwen drukte. De totale CPI-inflatie op jaarbasis vertraagde tot 0,1% in april, de laagste waarde in bijna twee jaar, onder invloed van scherpe dalingen in de voedings- en energiecomponenten. De kerninflatie (exclusief voedingsmiddelen en energie) bleef stabiel op 0,7%.

In Japan zal de economische bedrijvigheid naar verwachting in gematigd tempo blijven toenemen, dankzij inhaalvraag en aanhoudende beleidssteun.

Het reële bbp groeide in het eerste kwartaal van 2023 als gevolg van de heropeningsdynamiek en zal naar verwachting in een gematigd tempo blijven groeien. De PMI voor de dienstensector steeg in mei verder naar zeer hoge niveaus – waarbij bedrijven de afnemende coronagerelateerde verstoringen en de hervatting van zowel binnenlands als buitenlands toerisme aanvoerden als de belangrijkste factoren achter de sterke groeidynamiek in de sector – terwijl de bedrijvigheid in de verwerkende industrie gematigd blijft. De inflatie bleef in april relatief hoog en de totale CPI-inflatie steeg naar 3,5%. De CPI-kerninflatie (exclusief voedingsmiddelen en energie) bleef eveneens stijgen, naar 2,5%. De meest recente indicatoren met betrekking tot de jaarlijkse loononderhandelingen in het voorjaar blijven wijzen op aanzienlijke loonstijgingen ten opzichte van de historische gemiddelden.

De economie van het Verenigd Koninkrijk zal naar verwachting in 2023 een recessie ontlopen, ondanks aanhoudende tegenwind voor de groei. Deze heeft betrekking op de nog steeds hoge consumentenprijsinflatie (die drukt op de besteedbare inkomens), de stijgende leenkosten en de correctie op de huizenmarkt. Hoewel de groeivoorzichten op korte termijn minder ongunstig zijn dan eerder werd verwacht, zal de economische bedrijvigheid naar verwachting zijwaarts bewegen. De totale CPI-inflatie bereikte in het vierde kwartaal van 2022 een hoogtepunt en is voor dit jaar ten opzichte van de projecties van maart 2023 aanzienlijk neerwaarts bijgesteld als gevolg van de verlenging van de energieprijsgarantie die in de voorjaarsbegroting was opgenomen. Niettemin zal de totale inflatie naar verwachting hoog blijven doordat de krappe arbeidsmarkten en hoge loondruk bijdragen aan de aanhoudende binnenlandse inflatie.

2 Economische bedrijvigheid

De economie van het eurogebied is de afgelopen maanden gestagneerd. Net als in het vierde kwartaal van vorig jaar kromp deze in het eerste kwartaal van 2023 met 0,1% tegen een achtergrond van dalende particuliere en overheidsconsumptie. De economische groei zal op korte termijn naar verwachting zwak blijven, maar in de loop van het jaar aantrekken, naarmate de inflatie naar beneden gaat en verstoringen in de toelevering verder afnemen. De omstandigheden in de verschillende sectoren van de economie zijn niet gelijk: de verwerkende industrie blijft afzwakken, deels als gevolg van de lagere wereldwijde vraag en krappere financieringsvoorwaarden in het eurogebied, terwijl de dienstensector nog altijd veerkrachtig is. De arbeidsmarkt blijft een sterke factor. In het eerste kwartaal van het jaar kwamen er bijna een miljoen nieuwe banen bij en de werkloosheid was in april met 6,5% historisch laag. Het gemiddeld aantal gewerkte uren is ook toegenomen, hoewel het nog steeds enigszins lager is dan vóór de pandemie.

Deze vooruitzichten komen grotendeels tot uiting in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2023. Deze gaan uit van een reële bbp-groei op jaarbasis die dit jaar zal vertragen tot 0,9% om daarna weer aan te trekken tot 1,5% in 2024 en 1,6% in 2025. Ten opzichte van de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van maart 2023 zijn de groeivooruitzichten neerwaarts bijgesteld met 0,1 procentpunt voor 2023 en 2024 en ongewijzigd voor 2025. De vooruitzichten voor de economische groei blijven hoogst onzeker.

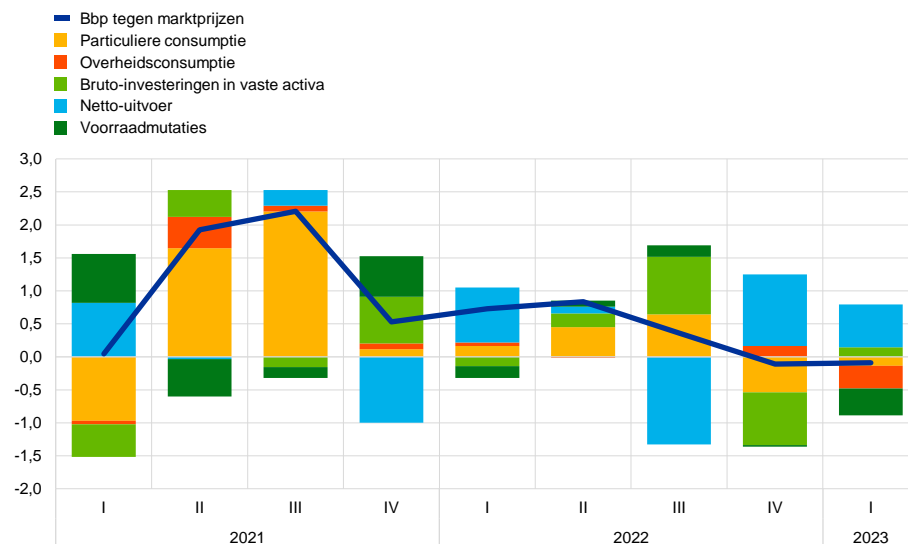
De economie van het eurogebied kromp licht in het eerste kwartaal van 2023.

Volgens de herziene gegevens van Eurostat daalde het reële bbp van het eurogebied met 0,1% in het eerste kwartaal van 2023, na een gelijke daling in het laatste kwartaal van 2022. Het reële bbp werd niettemin ondersteund door lagere energieprijzen, een afname van de knelpunten in het aanbod en het begrotingsbeleid. De uitsplitsing van de bestedingen toont positieve bijdragen van het uitvoersaldo en de investeringen (Grafiek 4). Dit werd echter gecompenseerd door negatieve bijdragen van de particuliere consumptie en de overheidsconsumptie en van voorraadwijzigingen. Op kwartaalbasis steeg het bbp met 0,6% in Italië, 0,5% in Spanje en 0,2% in Frankrijk, terwijl het in Duitsland met 0,3% daalde en in Nederland met 0,7%. Het zwakke resultaat van het eurogebied wordt ook deels verklaard door een bijzonder sterke daling van het Ierse bbp (-4,6%), die opnieuw samenhangt met ontwikkelingen in de door multinationals gedomineerde sectoren. De bruto toegevoegde waarde steeg in het eerste kwartaal met 0,2%, als gevolg van een sterke toename van de productie in de bouwnijverheid en in de dienstensector, naast een daling van de toegevoegde waarde in de industrie. Het relatief grote verschil tussen de groei van het bbp en van de toegevoegde waarde was te wijten aan een uitgesproken afname van de nettobelastingen op producten, grotendeels als gevolg van stijgende energiesubsidies.

Grafiek 4

Reëel bbp van het eurogebied en samenstelling

(mutaties in procenten op kwartaalbasis; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

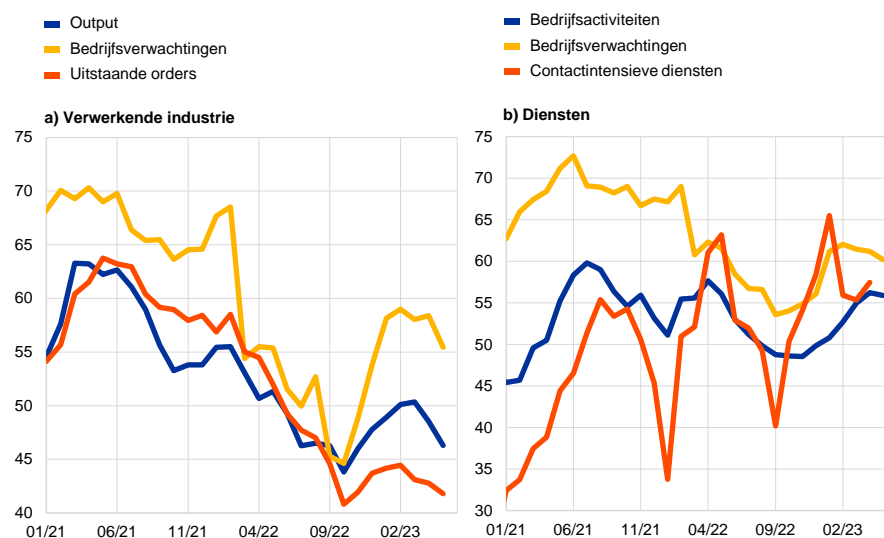
Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen het eerste kwartaal van 2023.

Er wordt verwacht dat de productie in het eurogebied gematigd zal stijgen in het tweede kwartaal van 2023, voornamelijk onder impuls van de dienstensector. Uit nieuwe enquêtegegevens blijkt dat de economie van het eurogebied mogelijk matig is gegroeid in het tweede kwartaal van het jaar. De samengestelde Purchasing Manager's Index (PMI) voor het eurogebied bedroeg 52,8 in mei, wat hoger is dan in het eerste kwartaal en dan het langetermijngemiddelde. Achter dit groeisignaal gaat echter een herstel met twee snelheden schuil. De index voor de productie in de verwerkende industrie, die twee maanden op rij daalde, bedroeg 46,4 in mei, wat erop wijst dat de productie verder kan dalen (Grafiek 5, paneel a). De meest recente PMI-resultaten duiden ook op dalende verwachtingen met betrekking tot de toekomstige productie en een afnemende orderachterstand. Tegelijkertijd bedroeg de index voor de bedrijvigheid in de dienstensector 55,1, tegen 52,8 in het eerste kwartaal, wat wijst op een aanhoudende groei (Grafiek 5, paneel b). Deze verbetering is deels toe te schrijven aan de opleving van de vraag naar contactintensieve diensten na de versoepeling van de coronarestricties. De orderontvangstnemen in de sector ook toe, net als de verwachtingen voor de verdere groei, zij het in een afnemend tempo.

Grafiek 5

PMI-indicatoren voor de verschillende sectoren van de economie

(spreidingsindices)



Bron: S&P Global.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen april 2023 voor de contactintensieve diensten en mei 2023 voor alle andere componenten.

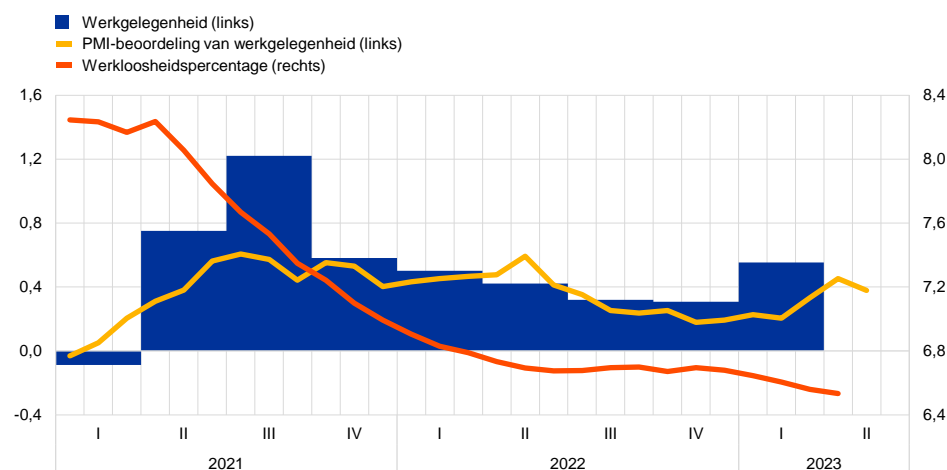
De arbeidsmarkt trok in het eerste kwartaal van 2023 verder aan en bleef veerkrachtig ondanks de daling van het bbp.

De werkgelegenheid en het totale aantal gewerkte uren namen met 0,6% toe in het eerste kwartaal van 2023. Sinds het vierde kwartaal van 2019 is de werkgelegenheid met 2,9% toegenomen en het totale aantal gewerkte uren met 1,5% (Grafiek 6). Dit betekent dat het gemiddelde aantal gewerkte uren met 1,6% daalde. Deze daling houdt deels verband met een sterke werkgelegenheidscreatie in de overheidssector, waar het gemiddelde aantal gewerkte uren doorgaans lager ligt dan in de totale economie het peil van het ziekteverzuim hoger ligt. De beroepsbevolking nam verder toe en blijft de belangrijkste bron van de werkgelegenheidscreatie. Na zeer kleine dalingen in de afgelopen kwartalen bedroeg het werkloosheidspercentage in april 6,5%, een daling met 0,2 procentpunt sinds april 2022. De vraag naar arbeid blijft hoog: de vacaturegraad stabiliseert zich over het algemeen op 3,0%, dicht bij het hoogste niveau sinds het begin van de reeks.

Grafiek 6

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

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



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

Toelichting: De twee lijnen geven de ontwikkelingen op maandbasis weer, de staven de kwartaalcijfers. De PMI wordt uitgedrukt als de afwijking van 50 gedeeld door 10. De meest recente waarnemingen betreffen het eerste kwartaal van 2023 voor de werkgelegenheid, mei 2023 voor de op de PMI gebaseerde beoordeling van de werkgelegenheid en april 2023 voor het werkloosheidspercentage.

De kortetermijnindicatoren voor de arbeidsmarkt wijzen op een aanhoudende werkgelegenheids groei in het tweede kwartaal van 2023. De samengestelde PMI-werkgelegenheidsindicator op maandbasis liep terug van 54,5 in april tot 53,8 in mei, maar blijft aanzienlijk boven de drempel van 50, die een toename van de werkgelegenheid aangeeft. Deze indicator bevond zich sinds februari 2021 in expansief terrein, met een piek in mei 2022. De algemene vertraging wijst op een matiging van de werkgelegenheids groei. In verband met de ontwikkelingen in de verschillende sectoren wijst de indicator op een aanhoudende werkgelegenheids groei in de industrie en vooral de dienstensector, en op een lichte daling in de bouwnijverheid.

De particuliere consumptie kromp in het eerste kwartaal van 2023 tegen een achtergrond van dalende uitgaven voor goederen. De nog steeds hoge inflatie en de aanhoudende onzekerheid bleven begin 2023 het besteedbaar inkomen drukken en aanmoedigen om te sparen. Tegen deze achtergrond kromp de particuliere consumptie met 0,3% in het eerste kwartaal, onder invloed van een daling van de uitgaven voor goederen (Grafiek 7, paneel a). Op kwartaalbasis liepen de detailhandelsverkopen in het eerste kwartaal van 2023 met 0,2% terug en ze stagneerden in april 2023, terwijl het aantal registraties van nieuwe personenauto's in de eerste drie maanden van 2023 met 3,8% afnam, gevolgd door een verdere daling op maandbasis met 1,1% in april. De consumptie van diensten door huishoudens steeg daarentegen omdat ze nog steeds profiteerde van de aanhoudende heropeningseffecten.

Recente gegevens wijzen op een bescheiden herstel van de consumptieve bestedingen. De indicator van het consumentenvertrouwen van de Europese Commissie herstelde zich in april, voornamelijk ondersteund door de verbeterde

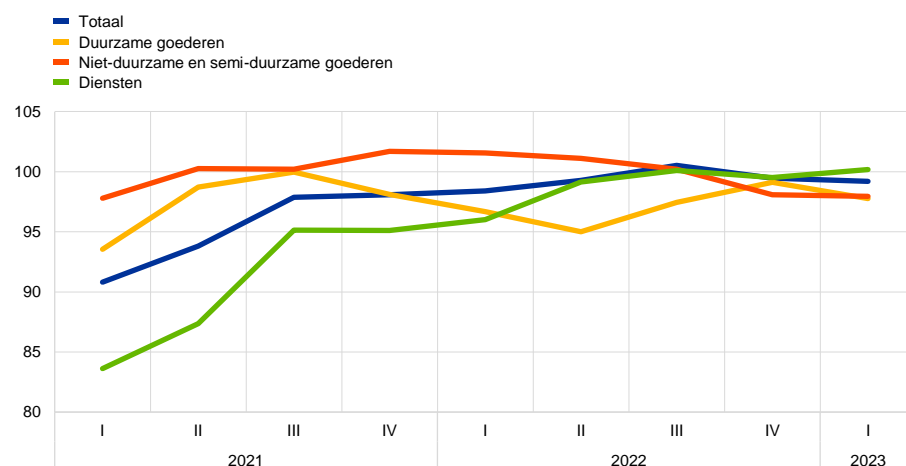
verwachtingen omtrent de algemene economische vooruitzichten en de eigen financiële situatie van de huishoudens. In mei vlakke de indicator echter af en bleef deze op een laag niveau. De verwachtingen voor de consumentendiensten bleven beter dan die voor de goederen: de indicator voor de verwachte vraag naar contactintensieve diensten van de Commissie bleef in april en mei boven het historische gemiddelde, ondanks een lichte daling. De verwachte grote aankopen door consumenten en de verwachte bedrijvigheid in de detailhandel verslechterden daarentegen in mei en bleven onder de historische gemiddelden (Grafiek 7, paneel b). Op soortgelijke wijze duidt de Consumer Expectations Survey (CES) van de ECB van april op een stijging van de verwachte boekingen van reizen, maar niet op een verandering van de verwachte aankopen van huishoudelijke apparaten, waarbij deze laatste op een laag peil blijven, wat een aanhoudende tweedeling tussen de vraag naar diensten en de vraag naar goederen bevestigt. De transmissie van krappere financieringsvoorwaarden naar de reële economie zou wellicht de kredietopname door huishoudens beperken, de besparingen verhogen en de consumptieve bestedingen temperen. Uit de meest recente gegevens van de CES blijkt dat een toenemend aantal huishoudens met een hypotheek met variabele rente verwacht dat ze hun schuld te laat zullen aflossen.

Grafiek 7

Indicatoren voor de reële particuliere consumptie

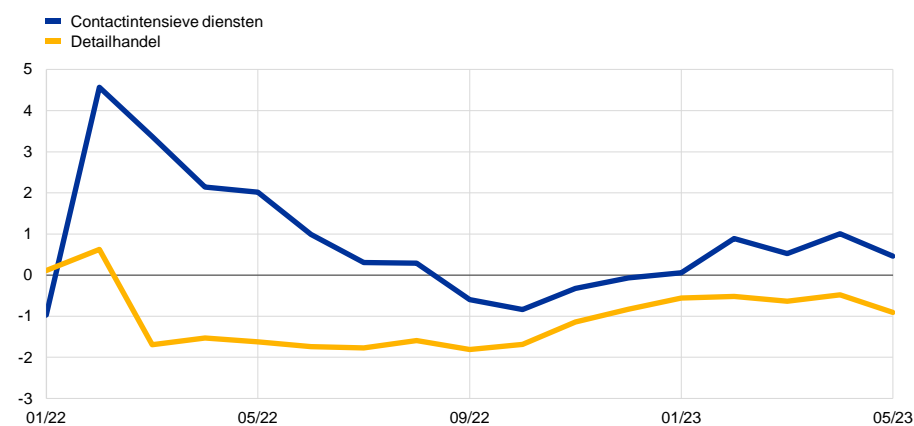
a) Componenten van de reële particuliere consumptie

(indices: vierde kwartaal van 2019 = 100)



b) Verwachtingen van bedrijven over de vraag en de bedrijvigheid

(gestandaardiseerde saldi van percentages)



Bronnen: Eurostat, Europese Commissie (Directoraat-Generaal Economische en financiële zaken) en berekeningen van de ECB. Toelichting: Voor paneel b) is de verwachte vraag naar contactintensieve diensten in de komende drie maanden gestandaardiseerd voor de periode 2005-19, terwijl het verwachte ondernemingsklimaat in de detailhandel in de komende drie maanden is gestandaardiseerd voor de periode 1985-2019. De meest recente waarnemingen betreffen het eerste kwartaal van 2023 voor paneel a) en mei 2023 voor paneel b).

De bedrijfsinvesteringen namen begin 2023 toe, na een krimp in het vierde kwartaal van 2022.

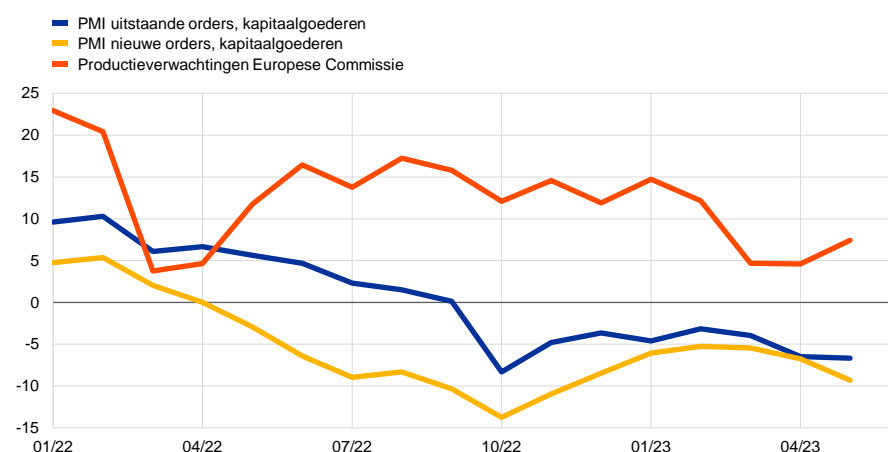
In het eerste kwartaal van 2023 stegen de totale niet-bouwinvesteringen op kwartaalbasis met 0,1%. Dit cijfer zou echter hoger zijn indien de volatiele bijdrage van de investeringen in immateriële vaste activa in Ierland buiten beschouwing wordt gelaten. De bedrijfsinvesteringen zijn naar verwachting verzwakt in het lopende kwartaal. De productie van kapitaalgoederen daalde sterk in maart, wat wijst op een negatief overloopeffect voor het tweede kwartaal. De orderportefeuilles, het vertrouwen in de verwerkende industrie, de uitstaande contracten en de productieverwachtingen in de kapitaalgoederensector namen over het algemeen af in het tweede kwartaal (Grafiek 8). Een nieuwe index over het sentiment van de bedrijfswinsten op basis van de winstbesprekingen van grote ondernemingen in het eurogebied toont dat de bedrijfswinsten, ondanks een daling ten opzichte van de hoge waarden van de voorgaande jaren, nog steeds relatief

robuust zijn.² Dit zou de toenemende impact van de stijgende kredietkosten en de krappere kredietvoorwaarden op de bedrijfsinvesteringen moeten verzachten. De halfjaarlijkse investeringsenquête van de Europese Commissie, die op 27 april 2023 werd gepubliceerd, wijst op een verbetering van het saldo (positieve antwoorden min negatieve antwoorden) in vergelijking met de enquête van oktober 2022. De resultaten van de enquête impliceren een positieve groei van de investeringsplannen voor 2023, zowel in de verwerkende industrie als de dienstensector. De hoogste saldi werden opgetekend voor dienstensectoren zoals telecommunicatie en infrastructuur, die worden gekenmerkt door investeringsbehoeften op langere termijn in verband met de digitalisering of de energietransitie en worden ondersteund door het NextGenerationEU-programma. De enquête duidt ook op een breed gedragen groei in zowel machines als investeringen in immateriële vaste activa die dit jaar nog kan plaatsvinden.

Grafiek 8

Kortetermijnindicatoren voor de kapitaalgoederensector

(afwijkingen van gemiddelden)



Bronnen: S&P Global, Europese Commissie en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De PMI-indicatoren worden getoond als afwijkingen van de nulgroei-drempel van 50. De indicator voor de productieverwachtingen van de Europese Commissie is berekend als een afwijking van het langetermijngemiddelde. De meest recente waarnemingen betreffen mei 2023.

De investeringen in woningen stegen in het eerste kwartaal van 2023, maar zullen naar verwachting op korte termijn weer krimpen. Op kwartaalbasis stegen de investeringen in woningen in het eerste kwartaal van 2023 met 1,3%, na een daling met 1,6% in het vierde kwartaal van 2022. Deze toename was wellicht toe te schrijven aan de gunstige weersomstandigheden, in combinatie met een gezonde orderachterstand van ondernemingen. Dit laatste komt tot uiting in het feit dat volgens de kwartaalenquête van de Europese Commissie de werktijd die nodig is om de huidige achterstand weg te werken tussen januari en april dicht bij het historische hoogtepunt bleef. De productie in de bouwnijverheid steeg gemiddeld beschouwd aanzienlijk in het eerste kwartaal, maar daalde scherp in maart, zodat voor het tweede kwartaal van 2023 een zwakke start te verwachten valt. Bovendien liep de indicator van de Europese Commissie betreffende de bouwactiviteit voor de

² Zie het Kader 'Winstbesprekingen: Nieuwe gegevens over bedrijfswinsten, investeringen en financieringsvoorwaarden' in dit nummer van het Economisch Bulletin.

afgelopen drie maanden in april en mei gemiddeld beschouwd sterk terug ten opzichte van het gemiddelde voor het eerste kwartaal. Daarnaast zakte de PMI voor de bouw van woningen verder onder de grens van 50. Naarmate de vraag verzwakt, nemen de knelpunten aan de aanbodzijde, zoals materiaaltekorten en langere levertijden, aanzienlijk af. In veel landen liep het aantal transacties in residentieel vastgoed in het vierde kwartaal van 2022 op jaarbasis met dubbele cijfers terug. Zoals gemeten door de kwartaalenquête van de Commissie over de intenties van huishoudens om een woning te renoveren, aan te kopen of te bouwen verbeterde het sentiment licht van januari tot april, maar het is nog altijd laag. De afname van de vraag is te wijten aan de stijgende hypotheekrente, die samen met het lagere reële inkomen en de hoge huizenprijzen de betaalbaarheid beïnvloedt. Dit wordt ook weerspiegeld in de aanzienlijke afname van de vraag naar woningkredieten.

Het uitvoervolume van het eurogebied bleef in het eerste kwartaal van het jaar gematigd groeien wegens de verzwakking van de mondiale vraag. De uitvoer van goederen buiten het eurogebied daalde matig in het eerste kwartaal doordat de mondiale buitenlandse vraag afzwakte. De uitvoer van de verwerkende industrie werd ondersteund door de afnemende knelpunten in het aanbod, terwijl de aanhoudende effecten van de schok in de energievoorziening en de appreciatie van de euro bijdroegen aan de zwakke uitvoer. De uitvoer van diensten ondersteunde de totale uitvoer van het eurogebied. De invoer van het eurogebied daalde sterk in het eerste kwartaal, als gevolg van een vertraging van de binnenlandse vraag en een lagere invoer van energie door de zachte winter en de aangevulde voorraden. Door de inkrimping van de invoervolumes droeg de netto-uitvoer positief bij tot de bbp-groei in het eerste kwartaal, ondanks de beperkte groei van de uitvoer. De ruilvoet van het eurogebied bleef verbeteren naarmate de invoerprijzen van energie verder daalden, wat bijdroeg tot een snelle terugkeer van de lopende rekening naar een overschot in het eerste kwartaal van 2023. Vooruitlopende indicatoren wijzen op een aanhoudend zwakke groei op korte termijn van de uitvoervolumes in het eurogebied. De levertijden van leveranciers bleven in mei korter worden, en de uitvoerresultaten zouden op korte termijn moeten worden ondersteund door het wegwerken van bestaande orderportefeuilles die in sommige belangrijke bedrijfstakken nog steeds hoog zijn. De nieuwe uitvoerorders in de verwerkende industrie liepen echter verder terug, wat wijst op een aanhoudend zwakke vraag naar de goederenuitvoer uit het eurogebied. Tegelijkertijd duidt de toename van nieuwe orders voor de uitvoer van diensten op een positieve dynamiek in die sector, met een sterke activiteit in de reis- en vervoersdiensten en andere verhandelbare diensten, zoals informatie- en communicatietechnologie.

Op iets langere termijn zou de bbp-groei geleidelijk aan kracht winnen. De groei keert de komende kwartalen naar verwachting terug doordat de energieprijzen matigen, de buitenlandse vraag aantrekt, de knelpunten aan de aanbodzijde verdwijnen en de onzekerheid – die mede verband hield met de recente spanningen in de banksector – verder afneemt. Daar komt bij dat de reële inkomens zullen stijgen, mede onder invloed van een robuuste arbeidsmarkt en historisch lage werkloosheidscijfers. Hoewel de doorwerking van het krappere monetaire beleid van de ECB in de reële economie geleidelijk toeneemt, hebben de krappere kredietvoorwaarden naar verwachting slechts een beperkt effect. Evenals de

geleidelijke afbouw van de begrotingssteun werkt dit remmend op de economische groei op middellange termijn.

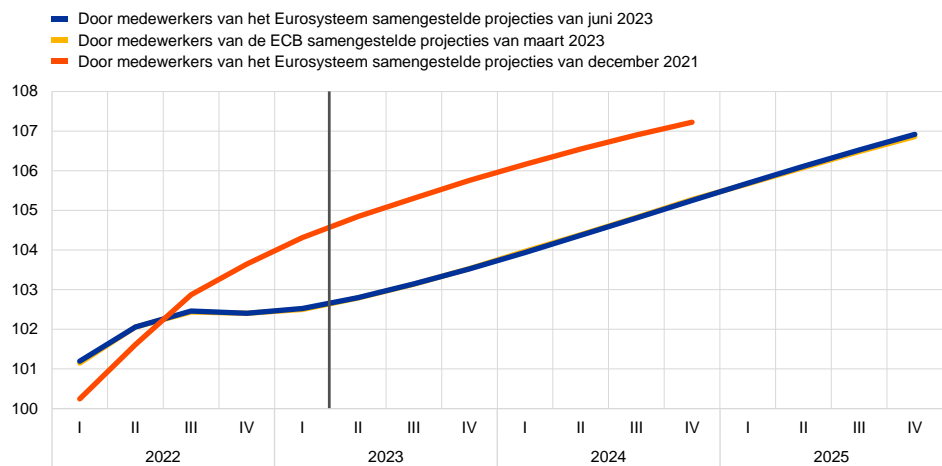
Volgens de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2023 zal de reële bbp-groei in het eurogebied vertragen tot 0,9% in 2023 (tegen 3,5% in 2022) om daarna weer aan te trekken tot 1,5% in 2024 en 1,6% in 2025 (Grafiek 9).

Vergeleken met de door medewerkers van de ECB samengestelde projecties van maart 2023 zijn de vooruitzichten voor de bbp-groei voor 2023 en 2024 neerwaarts bijgesteld met 0,1 procentpunt, voornamelijk als gevolg van krappere financieringsvoorwaarden. In 2025 blijft de geraamde bbp-groei gelijk, aangezien de effecten van krappere financieringsvoorwaarden naar verwachting deels worden gecompenseerd door de effecten van hogere besteedbare inkomens en afgenomen onzekerheid.

Grafiek 9

Reëel bbp van het eurogebied (inclusief projecties)

(index; vierde kwartaal van 2019 = 100; voor seizoensinvloeden en het aantal werkdagen gecorrigeerde kwartaalcijfers)



Bronnen: Eurostat en de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2023.

Toelichting: De verticale lijn geeft het begin aan van de door medewerkers van de Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2023

3 Prijzen en kosten

De inflatie bedroeg, volgens de flashraming van Eurostat, 6,1% in mei 2023 en hervatte aldus de in oktober 2022 begonnen afname. Alle belangrijke sub-componenten – energie, voedingsmiddelen, niet-energetische industriële goederen (non-energy industrial goods - NEIG) en diensten – droegen bij tot de daling van de totale inflatie. De prijsdruk bleef hoog, maar gaf enige voorzichtige tekenen van een afzwakking te zien doordat de effecten van de hoge energiekosten, de knelpunten in de toeleveringsketen en de heropening van de economie langzaam wegebden. De loondruk werd een steeds belangrijker bron van inflatie, terwijl de winst relatief hoog bleef in bedrijfstakken met een verstoord evenwicht tussen vraag en aanbod. De meest recente gegevens over de indicatoren van de onderliggende inflatie wezen op een voorzichtige afvlakking, maar ze blijven nog zeer hoog. Hoewel de meeste maatstaven voor de inflatieverwachtingen op langere termijn nog altijd rond 2% lagen, bleven sommige indicatoren hoog en moeten deze aanhoudend worden gevolgd. De door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2023 voorspellen dat de totale inflatie verder zal teruglopen, tot een gemiddelde van 5,4% in 2023, 3,0% in 2024 en 2,2% in 2025.

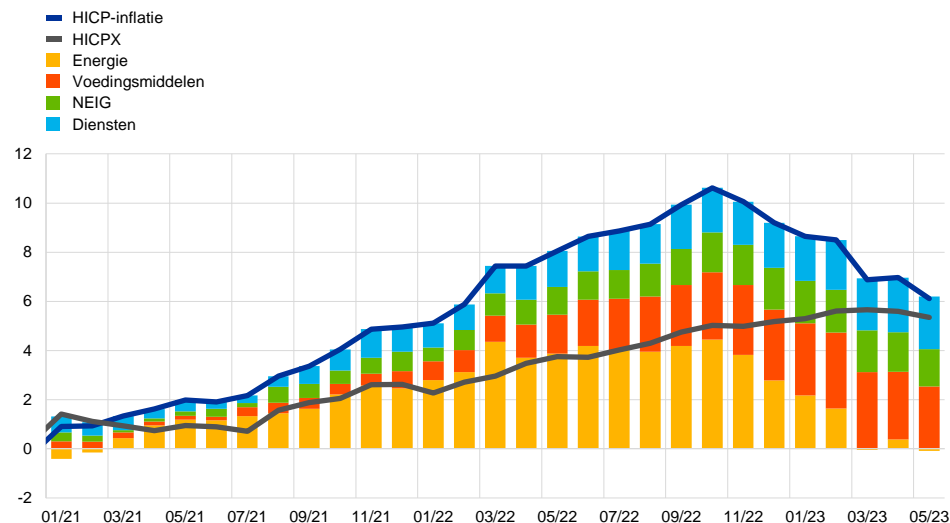
Volgens de flashraming van Eurostat daalde de HICP-inflatie in mei tot 6,1%. Deze hervatte aldus de eerdere afname na de kleine stijging tot 7,0% in april, die een opwaarts basiseffect in de energie-inflatie weerspiegelde (Grafiek 10).

De daling in mei was het gevolg van de lagere inflatiecijfers voor alle belangrijke HICP-sub-componenten (energie, voedingsmiddelen, niet-energetische industriële goederen en diensten). De energie-inflatie nam in mei af tot -1,7%, en hervatte aldus de neerwaartse tendens na een stijging van -0,9% in maart tot 2,4% in april. De algehele daling van de energie-inflatie tijdens de afgelopen maanden werd in verband gebracht met de afnemende groothandelsprijzen voor gas en elektriciteit. De voedselinflatie liep verder terug van 13,5% in april tot 12,5% in mei, als gevolg van een lager stijgingstempo voor zowel de onbewerkte als de bewerkte voedingsmiddelen. Dit strookt met de afnemende prijsdruk in het productieproces, aangezien de indirecte effecten van de energieschok en de andere prijsschokken wegebden. De HICP-inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen (HICPX) beliep 5,3%, tegen 5,6% in april, en daalde dus voor de tweede opeenvolgende maand. Die daling vloeide voort uit de lagere inflatiecijfers voor zowel diensten als niet-energetische industriële goederen. Het prijsstijgingstempo voor deze laatste nam verder af tot 5,8% in mei, tegen 6,2% in april, wat wellicht in ruime mate het gevolg was van de vermindering van de eerdere opwaartse druk die de knelpunten in de toeleveringsketen en de energieprijsschok uitoefenden. Die afname weerspiegelt mogelijk ook een verschuiving van de vraag van goederen naar diensten na de pandemie. De diensteninflatie daalde eveneens licht van 5,2% in april tot 5,0% in mei.

Grafiek 10

Totale inflatie en de belangrijkste componenten ervan

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente gegevens betreffen mei 2023 (flashramingen).

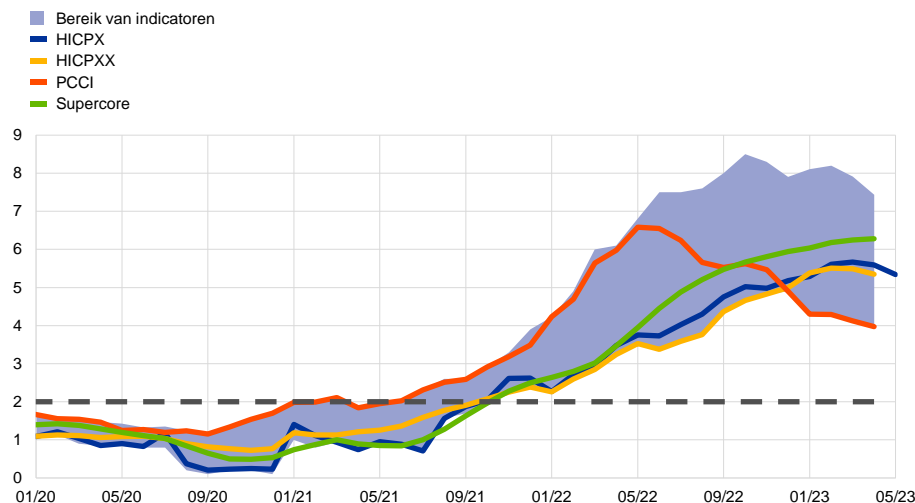
De meeste indicatoren van de onderliggende inflatie in het eurogebied wijzen op een voorzichtige afvlakking, hoewel ze nog een hoog peil bereiken en de onzekerheid groot blijft (Grafiek 11).

Volgens de meest recente beschikbare gegevens vertoonden de meeste indicatoren van de onderliggende inflatie in april een lichte daling van hun twaalfmaands groei. Bovendien liep de HICPX-inflatie verder terug tot 5,3% in mei (flashraming), wat de verwachting ondersteunde dat de kerninflatie een neerwaarts pad begon te volgen. Vergeleken met de vorige maand waren de enige indicatoren van de onderliggende inflatie die in april nog stegen, de Supercore-indicator (die conjunctuurgevoelige HICP-componenten omvat) en de indicator van de binnenlandse inflatie (die componenten met een hoog invoergehalte buiten beschouwing laat). Dit wijst op een doorslaggevende invloed van een wat langer aanhoudende druk op de binnenlandse prijzen. Samen met de enigszins vertraagde doorwerking van eerdere schokken in de energiekosten en de toeleveringsketens, bleef de onderliggende inflatie aldus hoog. Het scala van gevolgde indicatoren werd in april kleiner maar bleef naar historische maatstaven ruim, wat wijst op een nog steeds verhoogde onzekerheid.

Grafiek 11

Indicatoren van de onderliggende inflatie

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De gehanteerde indicatoren van de onderliggende inflatie omvatten de HICP exclusief energie, de HICP exclusief energie en onbewerkte voedingsmiddelen, de HICPX, de HICPXX, het 10%- en 30%-getrimd gemiddelde, de PCCI en een gewogen mediaan. De grijze onderbroken lijn geeft de ECB-inflatiedoelstelling van 2% op middellange termijn weer. De meest recente waarnemingen betreffen mei 2023 (flashraming) voor de HICPX en april 2023 voor de andere indicatoren.

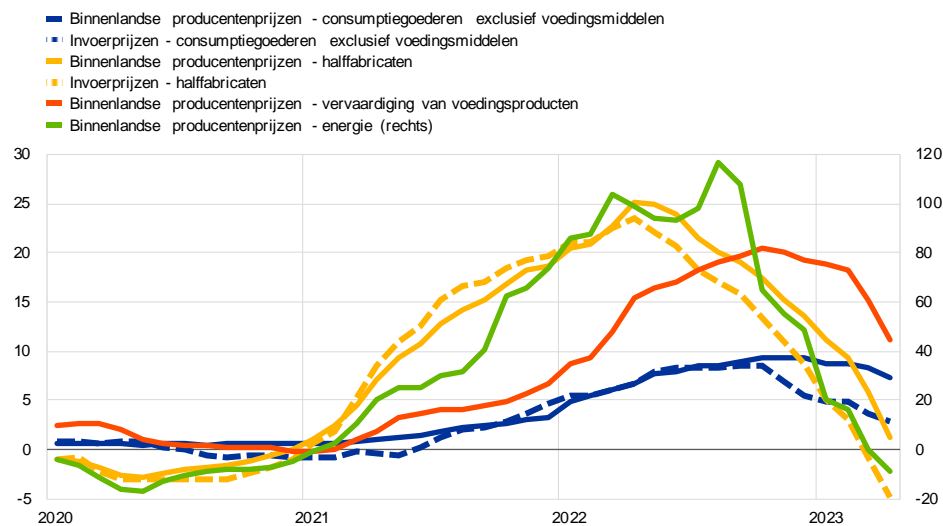
De prijsdruk op het productieproces nam verder af, maar sommige indicatoren bleven op een historisch hoog niveau, vooral in de latere stadia van de prijsketen (Grafiek 12).

In de vroege stadia van de prijsketen bleef de prijsdruk in april sterk afnemen, waarbij de inflatie van de binnenlandse producentenprijzen voor halffabricaten daalde tot 1,3%, tegen 5,8% in maart. De groei op jaarbasis van de invoerprijzen voor halffabricaten werd negatiever en nam af van -0,8% in maart tot -4,8% in april, wat deels te wijten was aan de stijging van de wisselkoers van de euro in het najaar van 2022. De tanende invloed van de energieprijsschokken kwam ook tot uiting in de producentenprijsinflatie voor energie, die negatief werd in april. Tijdens de latere stadia van de prijsketen liep de binnenlandse producentenprijsinflatie voor consumptiegoederen uitgezonderd voedingsmiddelen verder terug, van 8,2% in maart tot 7,2% in april. Niettemin blijft ze opmerkelijk hoog. Tijdens dezelfde periode zakte de groei op jaarbasis van de invoerprijzen van consumptiegoederen uitgezonderd voedingsmiddelen van 3,7% tot 2,8%. Uit de aanhoudende verlichting van de druk op het productieproces blijkt dat het cumulatieve effect van eerdere prijsschokken wegeeft. Het groeitempo op jaarbasis van de producentenprijzen voor voedingsmiddelen nam eveneens af, waarbij de binnenlandse producentenprijzen in april stegen met 11,2% en de dienovereenkomstige reeks voor de invoerprijzen met 3,5%.

Grafiek 12

Indicatoren van druk op het productieproces

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen april 2023.

De binnenlandse prijsdruk, zoals afgemeten aan de bbp-deflator, liep in het eerste kwartaal van 2023 verder op als gevolg van de toenemende arbeidskosten per eenheid product en de hogere winst per eenheid product (Grafiek 13).

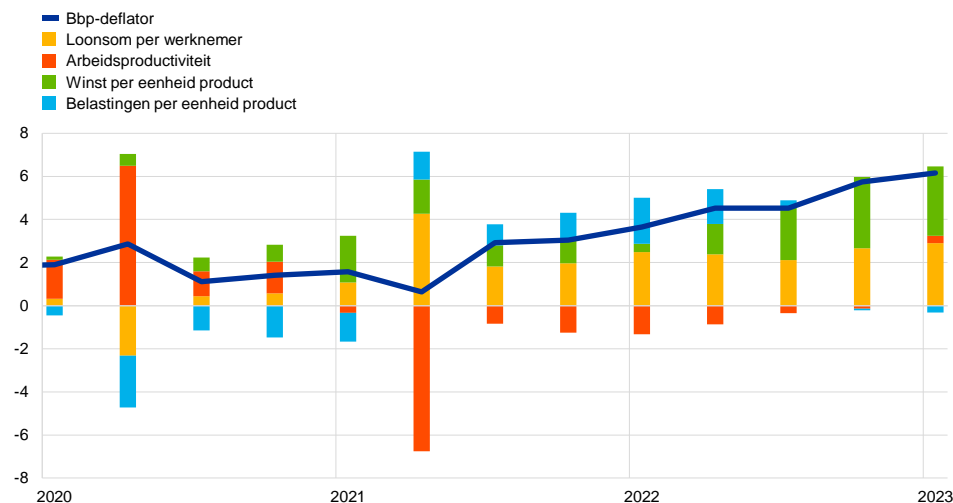
De groei op jaarbasis van de bbp-deflator nam toe van 5,8% in het vierde kwartaal van 2022 tot 6,2% in het eerste kwartaal van 2023, en kwam zo boven de HICPX-inflatie uit. De winst per eenheid product en de arbeidskosten per eenheid product droegen elk voor ongeveer de helft bij tot de totale groei van de bbp-deflator, terwijl de belastingen per eenheid product een geringe neerwaartse invloed uitoefenden. De bijdrage van de winst per eenheid product aan de bbp-deflator bleef historisch gezien hoog.³ Dit betekent dat de onevenwichtigheden tussen aanbod en vraag in sommige sectoren nog niet volledig verdwenen zijn en dat de bedrijven profiteerden van een gunstig prijsklimaat, waarin ze de inputprijzen konden doorberekenen in de verkoopprijzen. De toegenomen groei van de arbeidskosten per eenheid product vloeide hoofdzakelijk voort uit een daling van de arbeidsproductiviteit, namelijk van 0,3% in het laatste kwartaal van 2022 tot -0,6% in het eerste kwartaal van 2023. Voorts werd een positieve bijdrage geleverd door de stijging van de loonsom per werknemer, die tijdens dezelfde periode toenam van 4,8% tot 5,2%. Een toenemende druk op de lonen is ook merkbaar in de groei van de contractlonen, die in het eerste kwartaal van 2023 steeg met 4,3%, tegen 3,1% in het voorgaande kwartaal. Bovendien wijzen toekomstgerichte gegevens uit recentelijk afgeronde loononderhandelingen erop dat de nominale loondruk sterk blijft, vooral wanneer ook rekening wordt gehouden met de eenmalige vergoedingen die vaak voorkwamen in recente collectieve overeenkomsten in sommige landen van het eurogebied.

³ Zie het Kader "Hoe heeft de winst per eenheid product bijgedragen aan de recente toename van de binnenlandse prijsdruk in het eurogebied?" in dit Economisch Bulletin.

Grafiek 13

Uitsplitsing van de bbp-deflator

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen het eerste kwartaal van 2023. De loonsom per werknemer en de arbeidsproductiviteit dragen beide bij tot de veranderingen in de arbeidskosten per eenheid product.

De meeste op enquêtes gebaseerde indicatoren van de inflatieverwachtingen op langere termijn in het eurogebied liggen nog steeds rond 2%, terwijl de marktgebaseerde maatstaven van inflatiecompensatie licht opliepen.

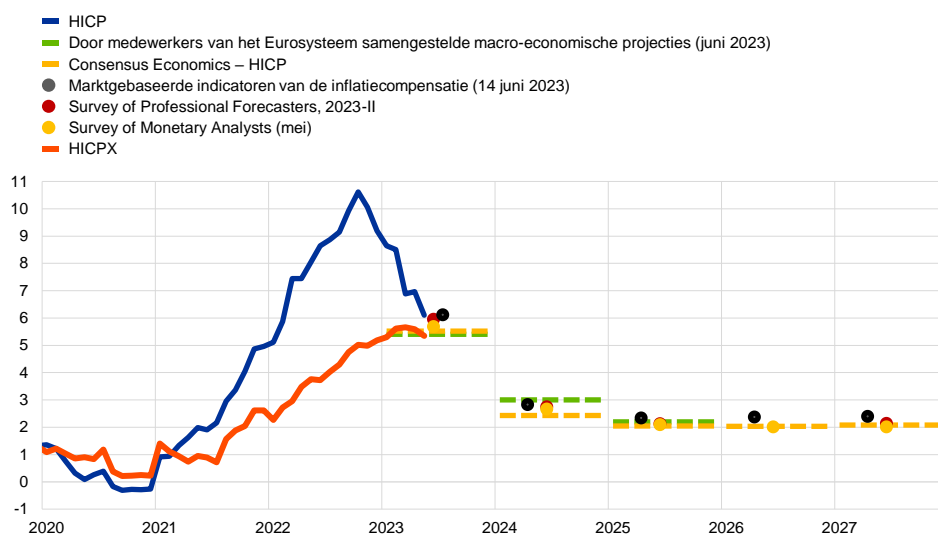
De op enquêtes gebaseerde indicatoren van de inflatieverwachtingen op langere termijn door professionele voorspellers liggen nog steeds rond de door de ECB gehanteerde doelstelling van 2%. Volgens de Survey of Professional Forecasters van de ECB voor het tweede kwartaal van 2023 blijven de gemiddelde inflatieverwachtingen op langere termijn (die betrekking hebben op 2027) onveranderd op 2,1%, terwijl de Survey of Monetary Analysts van de ECB voor mei 2023 uitkomt op inflatieverwachtingen op langere termijn van 2,0%, hetzelfde cijfer als in maart. De marktgebaseerde maatstaven van inflatiecompensatie (gebaseerd op de HICP exclusief tabak) stegen licht voor alle termijnen gedurende de verslagperiode die medio juni eindigde, omdat de marktdeelnemers zich steeds meer gingen afvragen of er aanwijzingen zijn voor een hardnekkig aanhoudende kerninflatie in het eurogebied en elders. De lager dan verwachte cijfers voor de kerninflatie en de totale inflatie in het eurogebied die eind mei werden gepubliceerd, hebben die inschatting van de prijsstijgingen op de termijn markten niet wezenlijk veranderd. In het korte segment bedroeg de rente op de eenjaars toekomstige inflatieswap medio juni een peil van 2,3%, 15 basispunten hoger dan aan het begin van de verslagperiode medio maart. In het lange segment lag de rente op de vijfjaars toekomstige inflatieswap aan het einde van de verslagperiode eveneens bijna 15 basispunten hoger en schommelt die rond 2,5%. Daarbij moet echter worden opgemerkt dat marktgebaseerde maatstaven van inflatiecompensatie geen directe maatstaf zijn voor de daadwerkelijke inflatieverwachtingen van de marktdeelnemers, omdat ze ook inflatierisicopremies bevatten die de inflatierisico's compenseren. Aan de zijde van de consumenten vermeldt de meest recente Consumer Expectations Survey van de ECB (april 2023) dat de mediane verwachtingen voor de totale inflatie

drie jaar vooruit significant afnamen, van 2,9% tot 2,5%, terwijl de mediane verwachtingen één jaar vooruit terugliepen, van 5,0% tot 4,1%.⁴ Als gevolg daarvan werd de stijging van de driejaars inflatieverwachtingen in maart grotendeels tenietgedaan, wat erop wijst dat die tijdelijke opleving mogelijk toe te schrijven was aan onzekerheid en bezorgdheid over de onrust op de financiële markten in Europa.

Grafiek 14

Enquêtegebaseerde indicatoren van de inflatieverwachtingen en marktgebaseerde indicatoren van inflatiecompensatie

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Survey of Professional Forecasters, door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2023, en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De reeksen marktgebaseerde maatstaven van inflatiecompensatie zijn gebaseerd op de eenjaars contante inflatie, de eenjaars termijnrente één jaar vooruit, de eenjaars termijnrente twee jaar vooruit en de eenjaars termijnrente drie jaar vooruit. De waarnemingen voor marktgebaseerde maatstaven van inflatiecompensatie betreffen 14 juni 2023. De ECB Survey of Professional Forecasters voor het tweede kwartaal van 2023 werd tussen 31 maart en 5 april 2023 uitgevoerd. In de Consensus Economics Forecasts op lange termijn was april 2023 de afsluitingsdatum, en voor de prognoses op korte termijn (2023 en 2024) was dat mei 2023. De afsluitingsdatum voor de gegevens opgenomen in de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties was 31 mei 2023. De meest recente waarnemingen voor de HICP betreffen mei 2023 (flashraming).

De door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2023 gaan ervan uit dat de totale inflatie verder zal teruglopen, tot een gemiddelde van 5,4% in 2023, 3,0% in 2024 en 2,2% in 2025 (Grafiek 15). De totale inflatie is sinds oktober vorig

jaar gedaald, hoewel ze hardnekkiger blijkt dan eerder werd verwacht, ondanks initiële tekenen van een afzwakkende onderliggende prijsdruk. De energie-inflatie zal in 2023 naar verwachting steeds negatiever worden naarmate de prijzen van energiegrondstoffen verder dalen, en de voedselinflatie zou teruglopen. Samen met de afnemende knelpunten in de toeleveringsketen zouden die factoren de totale inflatie verder doen dalen tot 3,0% in het laatste kwartaal van 2023. De inflatie zal naar verwachting rond dat peil schommelen in 2024 wanneer de begrotingsmaatregelen naar verwachting worden teruggeschroefd, en zou daarna geleidelijk verder afnemen in 2025. De HICPX zal geleidelijk afvlakken in de loop van 2023 tot een gemiddelde van 5,1% in 2023, 3,0% in 2024 en 2,3% in 2025. De afnemende druk op het productieproces zal naar verwachting opwegen tegen een

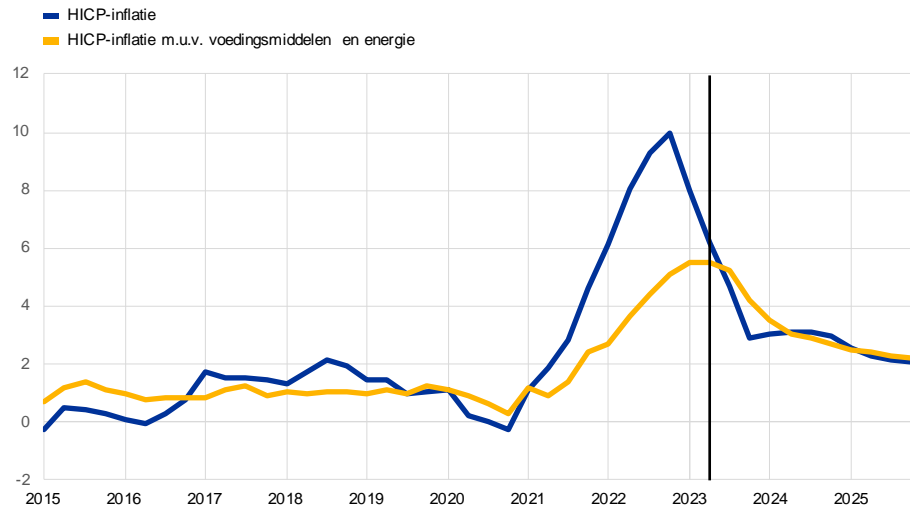
⁴ Zie "ECB Consumer Expectations Survey results – April 2023", persbericht, ECB, 6 juni 2023.

versterking van de druk van de arbeidskosten, doordat de loongroei boven het historische gemiddelde blijft ter compensatie van het verlies aan koopkracht en de krappe arbeidsmarkten. Een inkrimping van de winst per eenheid product valt te verwachten om enigszins een buffer te bieden voor de sterkere dynamiek van de arbeidskosten. In de loop van de projectieperioden zouden het wegebben van de indirecte effecten van de energieprijzen, de afnemende knelpunten in de toeleveringsketen en de temperende invloed van het monetair beleid alle bijdragen tot een daling van de inflatie. Vergeleken met de door medewerkers samengestelde projecties van maart 2023 bleef het profiel van de totale inflatie grotendeels ongewijzigd, met een opwaartse herziening ter grootte van 0,1 procentpunt in elk jaar. De HICPX werd opwaarts bijgesteld, wegens eerdere verrassende stijgingen en de druk die de groei van de arbeidskosten per eenheid product uitoefende.

Grafiek 15

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 \(juni 2023\)](#).

Toelichting: HICP staat voor geharmoniseerde consumptieprijsindex. HICPX staat voor HICP-inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen. De verticale lijn geeft het begin van de projectieperiode weer. De meest recente waarnemingen betreffen het eerste kwartaal van 2023 voor de gegevens en het vierde kwartaal van 2025 voor de projecties. De door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni 2023 werden eind mei afgerond en de afsluitingsdatum voor de technische aannames was 23 mei 2023. De historische gegevens voor de HICP- en de HICPX-inflatie hebben een kwartaalfrequentie. De prognosegegevens hebben een kwartaalfrequentie voor de HICP-inflatie en een jaarfrequentie voor de HICPX-inflatie.

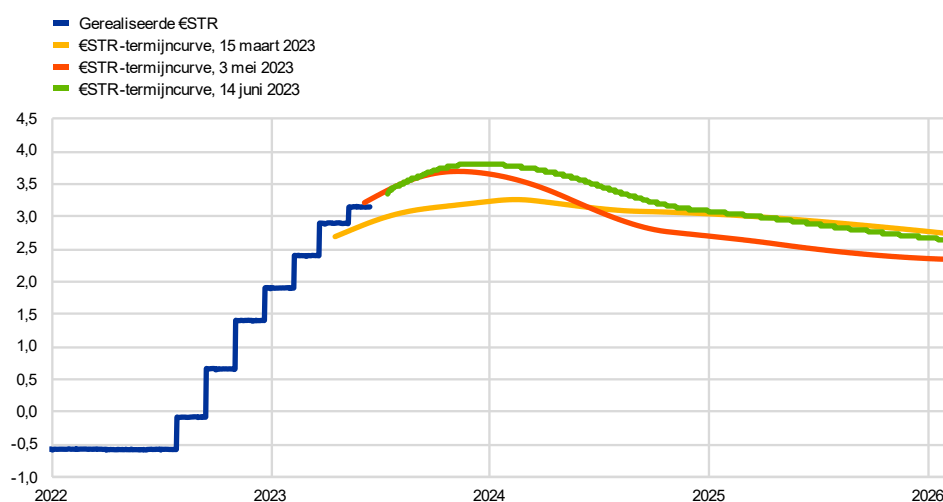
Tijdens de verslagperiode (16 maart tot en met 14 juni 2023) stabiliseerden de financiële markten in het eurogebied zich na de onrust binnen het bankwezen begin maart in de Verenigde Staten en Zwitserland. Naarmate de zorgen over de economische gevolgen van de onrust geleidelijk afnamen, stelden marktdeelnemers hun verwachtingen ten aanzien van hogere beleidsrentes bij, nam de volatiliteit af, herstelden aandelen zich en daalden de spreads op bedrijfsobligaties. Eind mei deed zich een lichte daling van de risicovrije rente voor alle looptijden voor, ten dele als gevolg van de lager dan verwachte kerninflatie en totale inflatie in het eurogebied. Over het geheel genomen steeg de termijncurve van de kortetermijnrente voor de euro (euro short-term rate – €STR) in het zeer korte segment en bereikte deze medio juni, aan het einde van de verslagperiode, een piek van 3,8% – hoewel dit niveau nog steeds lager was dan begin maart, vóór het begin van de onrust in het bankwezen. De risicovrije lange rente in het eurogebied weerspiegelde slechts gedeeltelijk de stijgingen van de Amerikaanse en Britse tegenhangers en stabiliseerde zich op een iets hoger niveau dan medio maart. De markten voor overheidsobligaties waren grotendeels ongevoelig voor de gebeurtenissen in het bankwezen en de spreads reageerden niet op de aankondiging van de Raad van Bestuur van de ECB na diens vergadering in mei omtrent zijn verwachting dat herinvesteringen krachtens het programma voor de aankoop van activa (asset purchase programme - APP) vanaf juli 2023 zouden worden stopgezet. De geaggregeerde aandelenkoersindices in het eurogebied stegen tijdens de verslagperiode minder dan in de Verenigde Staten, terwijl het bankwezen in het eurogebied het beter deed dan het Amerikaanse bankwezen. De uitstralingseffecten naar het eurogebied van de volatiliteit op de financiële markten in de Verenigde Staten als gevolg van de politieke onzekerheid over het schuldplafond in de Verenigde Staten bleven grotendeels binnen de perken. Tot slot is de waarde van de euro op handelsbasis op de valutamarkten gestegen.

De termijncurve van de overnight index swap (OIS) steeg in het zeer korte segment, en de termijncurve van de €STR piekte rond de 3,8% (Grafiek 16). De benchmarkrente €STR hield gelijke tred met de veranderingen van de rente op de depositofaciliteit, die de Raad van Bestuur in zijn op 16 maart 2023 verhoogde met 50 basispunten (van 2,5% tot 3%) en in zijn monetairbeleidsvergadering op 4 mei met 25 basispunten verhoogde (van 3% tot 3,25%). Begin maart prijsde de termijncurve van de OIS, die is gebaseerd op de €STR, een piekrente van 4% in december 2023 ingeprijsd, die vervolgens afnam tot 3,3% in oktober 2023 als gevolg van de toenemende bezorgdheid van marktdeelnemers over de onrust in het bankwezen. In de tweede helft van maart leidde het besluit van de Raad van Bestuur om de rente op de depositofaciliteit te verhogen en zijn duidelijke mededeling over de schokbestendigheid van het bankwezen in het eurogebied, ertoe dat de marktdeelnemers hun verwachtingen ten aanzien van het monetaire beleid naar boven toe bijstelden. Het rentebesluit van de Raad van Bestuur in mei had geen significante impact op het beleidsrentetraject dat de marktdeelnemers hadden ingeprijsd in de termijncurve van de IOS. De lager dan verwachte gepubliceerde cijfers voor de kerninflatie en de totale inflatie in het eurogebied van eind mei temperden de beleidsverwachtingen echter licht. Over de gehele verslagperiode

steeg de termijncurve van de OIS in het zeer korte segment en berekende een piekrente van 3,8% voor oktober 2023. Vergelijken met de termijncurve van de OIS van vóór de vergadering van de Raad van Bestuur in mei, vertoont de termijncurve van medio juni een vergelijkbare piek, daarna echter gevolgd door een meer gematigde daling van de termijnrente.

Grafiek 16 €STR-termijnrente

(procenten op jaarbasis)



Bronnen: Thomson Reuters en berekeningen van de ECB.

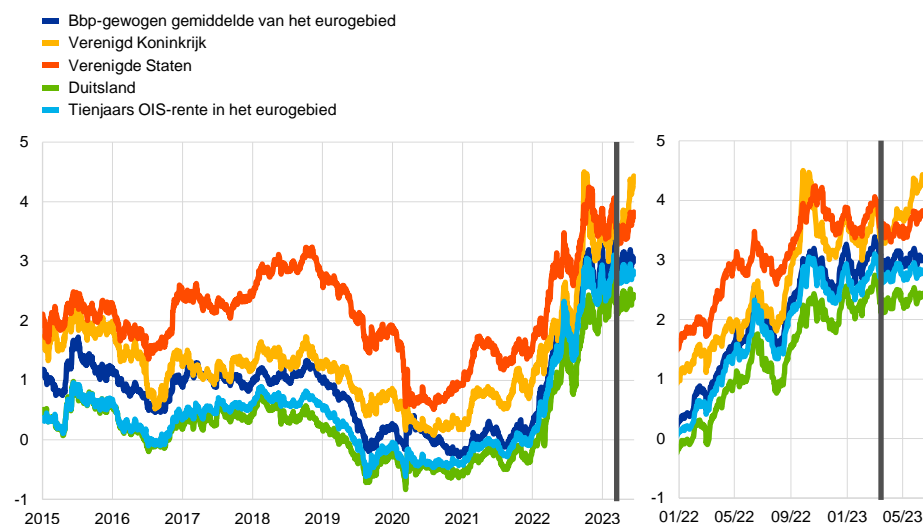
Toelichting: De termijncurve wordt geraamd aan de hand van de spotkoersen van de OIS (€STR).

De risicovrije lange rente in het eurogebied weerspiegelde slechts gedeeltelijk de stijgingen van zijn Amerikaanse en Britse tegenhangers en stabiliseerde zich medio maart iets hoger dan aan het begin van de verslagperiode (Grafiek 17). De risicovrije lange rente in het eurogebied daalde aanzienlijk aan het begin van de verslagperiode medio maart, toen de deelnemers aan financiële markten hun verwachtingen ten aanzien van de beleidsrente bijstelden in de nasleep van de onrust in het bankwezen. Het tienjaars bbp-gewogen rendement op overheidsobligaties voor het eurogebied bedroeg medio maart 3%. Vanaf dat punt schommelde de rente binnen een bandbreedte van ongeveer 40 basispunten en eindigde de verslagperiode medio juni 10 basispunten hoger op 3,1% medio juni, vooral in contrast met de duidelijke stijging van de Britse risicovrije lange rente. De discussie rondom het Amerikaanse schuldplafond, waarover op 31 mei een akkoord werd bereikt in het Huis van Afgevaardigden, samen met een verbeterd risicosentiment en de aanhoudende verkrappende beleidskoers van de Bank of England, waren de belangrijkste aanjagers van de sterkere stijging van de rendementen op tienjaars staatsobligaties in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, die stegen met respectievelijk 20 basispunten en 100 basispunten tot 3,8% en 4,4% medio juni.

Grafiek 17

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

(procenten op jaarbasis)



Bronnen: Refinitiv en berekeningen van de ECB.

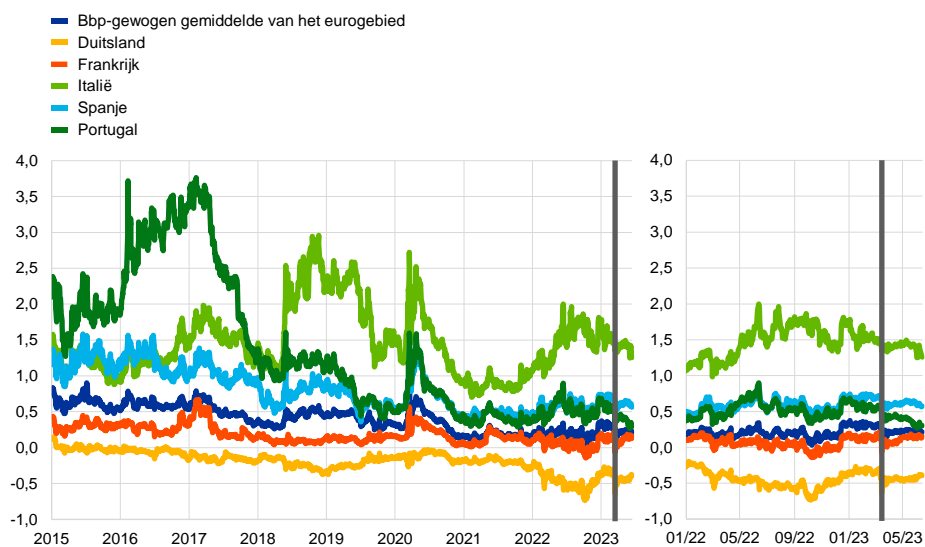
Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het begin van de nieuwe verslagperiode per 16 maart 2023 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 14 juni 2023.

De rendementen op staatsobligaties in het eurogebied hielden in grote lijnen gelijke tred met de ontwikkelingen van de risicovrije rentes, waarbij de spreads op staatsobligaties ongevoelig bleven voor de zorgen over het bankwezen en de besluiten van de Raad van Bestuur in het kader van de programma's voor de aankoop van activa (APP's) (Grafiek 18). De bbp-gewogen gemiddelde spread op staatsobligaties van het eurogebied en de OIS-rente op basis van de €STR is gedurende de verslagperiode slechts licht gestegen, net als de spreads op staatsobligaties, die in de meeste rechtsgebieden grotendeels stabiel bleven. De belangrijkste aanjager van de opwaartse beweging was de Duitse rendementsspread op tienjaars overheidsobligaties, die met 12 basispunten steeg en daarmee minder negatief werd, deels als gevolg van een ommekeer in de kapitaalvlucht naar veilige havens die was veroorzaakt door de onrust in het bankwezen. De aankondiging van de Raad van Bestuur in mei omtrent de verwachting dat de herinvesteringen krachtens het programma voor de aankoop van activa (APP's) vanaf juli 2023 zouden worden stopgezet, leidde niet tot een zichtbare toename van de spreads. Een opmerkelijke wijziging gedurende de verslagperiode was de daling van de spread op Griekse staatsobligaties na de eerste ronde van de parlementsverkiezingen op 21 mei. Deze versterkte de verwachtingen van marktdeelnemers over een mogelijke upgrade naar kredietwaardig in de komende maanden. De spread op Griekse staatsobligaties met een looptijd van tien jaar daalde over de verslagperiode met 60 basispunten.

Grafiek 18

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

(procentpunten)



Bronnen: Refinitiv en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het begin van de nieuwe verslagperiode per 16 maart 2023 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 14 juni 2023.

De spreads op bedrijfsobligaties zijn gedaald onder invloed van een verbeterd risicosentiment. De spreads op bedrijfsobligaties met een hoog rendement ('high-yield') en kredietwaardige bedrijfsobligaties ('investment-grade') daalden met respectievelijk 77 basispunten en 13 basispunten, waarmee de toename die zich voordeed tijdens de onrust in het bankwezen die aan de verslagperiode voorafging vrijwel werd tenietgedaan. Terwijl de spreads marginaal hoger waren dan vóór de onrust in het bankwezen, kwam de bruto schuldtoeslag door niet-financiële vennootschappen (NFC's) overeen met historische patronen. De bruto schuldtoeslag was begin 2023 groter dan het gemiddelde in de afgelopen tien jaar, maar kwam bijna tot stilstand toen de onrust in het bankwezen inzette en de spreads aanzienlijk toenamen, om vervolgens weer aan te trekken toen de spreads begonnen te dalen en de volatiliteit afnam. Het vermogen van NFC's om zich aan te passen aan de heersende marktomstandigheden door minder schuld papier uit te geven toen de spreads op bedrijfsobligaties hoger werden, heeft mogelijk een verdere toename van de spreads tijdens de onrust voorkomen.

De aandelenkoersen in het eurogebied stegen tijdens de verslagperiode naarmate de aandelenmarkten in een klimaat van lagere volatiliteit terecht kwamen (Grafiek 19).

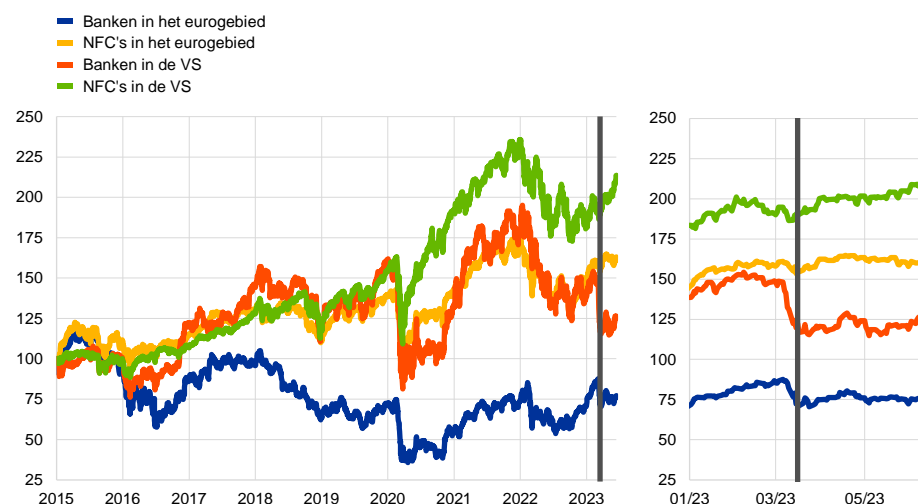
Tijdens de verslagperiode noteerden de beursindices in het eurogebied een breed gedragen toename van 5%, waarmee de verliezen die tijdens de onrust in het bankwezen werden geleden grotendeels werden goedge maakt, hoewel de aandelenkoersen van banken hun verlies nog niet volledig teniet hebben gedaan. Terwijl de deadline voor het schuldplafond in de Verenigde Staten naderde, bleven de aandelenmarkten aan beide zijden van de Atlantische Oceaan relatief rustig. Ondanks de hardnekkigere rem op de aandelenkoersen van Amerikaanse banken, deden de geaggregeerde aandelenindices het beter in de

Verenigde Staten dan in het eurogebied: ze profiteerden van een impuls van de algehele outperformance van NFC's – vooral in de technologiesector – die een relatief groter gewicht hebben in indices in de Verenigde Staten dan in het eurogebied. In het eurogebied stegen de aandelenkoersen van de niet-financiële vennootschappen met 4,5% door hoger dan verwachte dividenden en aandeleninkoopprogramma's alsmede hogere winstverwachtingen op korte termijn, die deels werden tenietgedaan door een verslechtering van de winstverwachtingen op langere termijn, en in de Verenigde Staten stegen ze met 11% over de gehele verslagperiode. De aandelenkoersen van de banken stegen met 5,7% in het eurogebied en met 1,9% in de Verenigde Staten.

Grafiek 19

Aandelenkoersindices eurogebied en Verenigde Staten

(index: 1 januari 2015 = 100)



Bronnen: Refinitiv en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het begin van de nieuwe verslagperiode per 16 maart 2023 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 14 juni 2023.

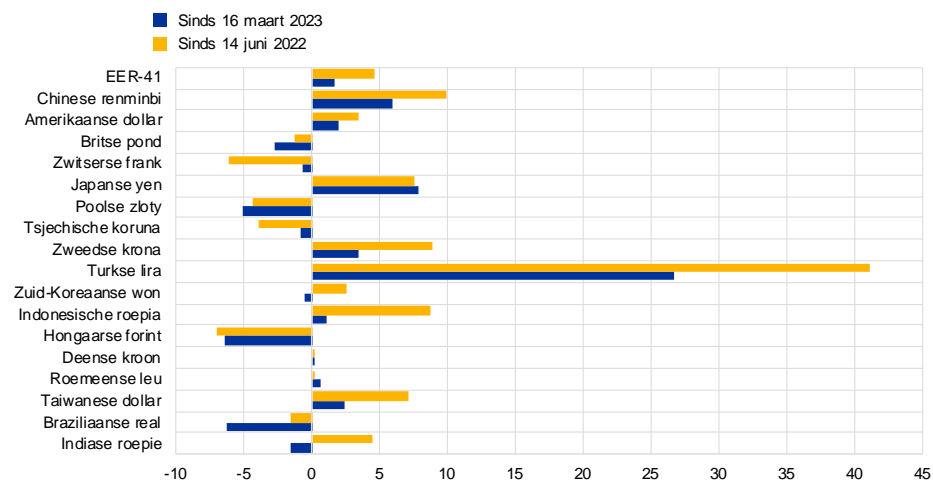
Op de valutamarkten daalde de euro op handelsbasis in waarde (Grafiek 20).

De nominaal-effectieve wisselkoers van de euro is tijdens de verslagperiode ten opzichte van de valuta's van 41 van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied met 1,7% gestegen. Wat de bilaterale wisselkoersbewegingen ten opzichte van de belangrijkste valuta's betreffen, steeg de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar (met 2,0%), ondanks een toename van de rentever verschillen tijdens de verslagperiode, evenals ten opzichte van de Chinese renminbi (met 5,9%) en de Japanse yen (met 7,9%), terwijl de euro in waarde daalde ten opzichte van het Britse pond (met 2,7%) en de Zwitserse frank (met 0,7%). De euro steeg ook ten opzichte van de valuta's van de meeste grote opkomende economieën in Azië, evenals ten opzichte van de Turkse lira (met 26,7%), maar verzwakte ten opzichte van de Braziliaanse real (met 6,3%) en ten opzichte van de valuta's van de meeste Centraal- en Oost-Europese niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten.

Grafiek 20

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

(mutaties in procenten)



Bron: ECB.

Toelichting: EER-41 is de nominaal-effectieve wisselkoers van de euro ten opzichte van de valuta's van 41 van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied. Een positieve (negatieve) verandering komt overeen met een stijging (daling) van de waarde van de euro. Alle veranderingen zijn berekend op basis van de wisselkoersen van 14 juni 2023.

5 Financieringsvoorwaarden en ontwikkelingen in de kredietverlening

De financieringskosten van banken zijn in april 2023 blijven stijgen als gevolg van de verdere verhogingen van de basisrentetarieven van de ECB. Ook de rentetarieven voor bankkredieten aan bedrijven en huishoudens zijn omhooggegaan, zij het in een lager tempo dan in de voorgaande maanden. In de periode van 16 maart tot en met 14 juni 2023 zijn de kosten van zowel aandelenfinanciering als schuldfinanciering via de markt slechts zeer licht toegenomen. De kredietverlening door banken aan bedrijven en huishoudens is in april verder gematigd als gevolg van hogere rentetarieven, een geringere vraag naar leningen en strengere kredietacceptatiecriteria. De verzwakking van de geldgroei hield aan, onder invloed van hoge alternatieve kosten van het aanhouden van geld, het vertragende kredietverloop en de afname van de balans van het Eurosysteem.

De financieringskosten van banken in het eurogebied zijn in april blijven toenemen, als gevolg van verdere stijgingen van de basisrentetarieven van de ECB en de depositorente. De samengestelde kosten van schuldfinanciering van de banken in het eurogebied zijn in april opnieuw enigszins toegenomen en hebben zich daarmee op hun hoogste niveau in meer dan tien jaar gestabiliseerd (Grafiek 21, paneel a). De recente toename is voornamelijk het gevolg van hogere depositorentes, terwijl de rendementen op bankobligaties over het algemeen stabiel bleven (Grafiek 21, paneel b). De depositorentes zijn gestaag omhoog blijven gaan, met enige variatie tussen de instrumenten. De depositohouders reageren op het toenemende verschil tussen de rente op termijndeposito's en de rente op girale deposito's door hun tegoeden te verschuiven van girale naar termijndeposito's en naar andere instrumenten met een hogere rentevergoeding. De doorwerking van de verhogingen van de basisrentetarieven van de ECB naar de depositorentes loopt aanmerkelijk uiteen tussen de banken en is gepaard gegaan met een herverdeling van de depositovolumes tussen de banken. Spaarders hebben deposito's van banken met een minder aantrekkelijke vergoeding verplaatst naar banken die de depositorente sneller hebben verhoogd.

De terugbetaling door banken van in het kader van de derde reeks gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO-III) geleende middelen heeft bijgedragen tot een verdere vermindering van de overliquiditeit en tot hogere financieringskosten van banken. Sinds de aanpassing van de TLTRO III-voorwaarden, die op 23 november 2022 in werking is getreden, hebben banken aanzienlijke terugbetalingen gedaan van middelen die in het kader van het programma werden geleend. In juni zal in totaal € 1,5 biljoen zijn terugbetaald (verplichte en vrijwillige aflossingen), waardoor de uitstaande bedragen met ongeveer 72% zijn verminderd (ten opzichte van het niveau vóór de aanpassing).⁵ Sinds september 2022 zijn banken meer obligaties gaan uitgeven, waarvoor de rentevergoeding hoger ligt dan de depositorente en de basisrentetarieven van de

⁵ Zie 'ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term', persbericht, ECB 27 oktober 2022.

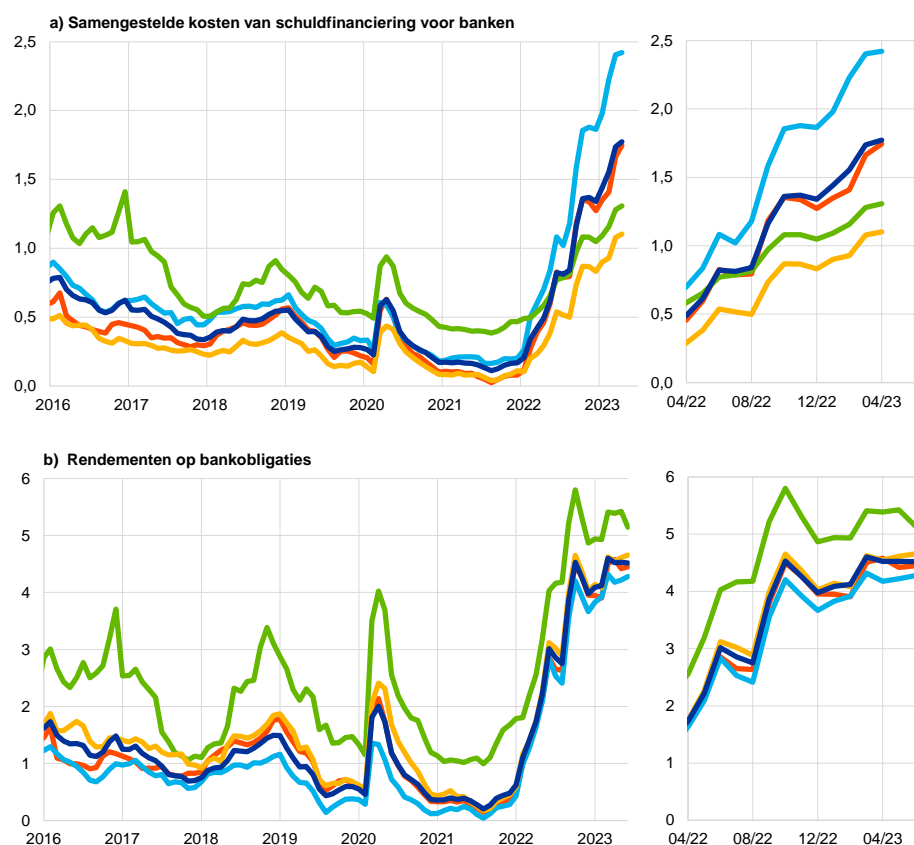
ECB, tegen de achtergrond van de afbouw van de TLTRO's en de afname van de deposito's.

Grafiek 21

Samengestelde bankfinancieringsstarieven in specifieke eurolanden

(procenten op jaarbasis)

- Eurogebied
- Duitsland
- Frankrijk
- Italië
- Spanje



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

Toelichting: De samengestelde financieringsrentes voor banken zijn een gewogen gemiddelde van de samengestelde kosten van deposito's en ongedekte schuldfinanciering via de markt. De samengestelde kosten van deposito's worden berekend als het gemiddelde van de rentetarieven op nieuwe contracten van girale deposito's, deposito's met een vaste looptijd en deposito's met een opzegtermijn, gewogen naar de respectieve uitstaande bedragen. De rentetarieven op bankobligaties zijn maandelijkse gemiddelden voor obligaties in senior tranches. De meest recente waarnemingen betreffen april 2023 voor de samengestelde bankfinancieringsstarieven en 14 juni 2023 voor de rendementen op bankobligaties.

De banken blijven over het algemeen goed gekapitaliseerd, maar de ontwikkelingen in de financieringsvoorwaarden, het renterisico en de activakwaliteit zullen hun kredietverleningscapaciteit waarschijnlijk steeds meer drukken.

De banken hebben hun winstgevendheid in het eerste kwartaal van 2023 verder vergroot. Dat was vooral te danken aan hun andere inkomstenbronnen dan rentebaten, terwijl de stijging van de nettorentebaten die gedurende heel 2022 plaatsvond, tot stilstand kwam tegen de achtergrond van zwakke kredietgroei en min of meer stabiele nettorentemarges. De onrust binnen de banksector in maart heeft geleid tot lagere koersen van bank aandelen en een toename van de spreads op meer risicovolle bankobligaties, zoals achtergestelde obligaties en aanvullend-tier 1-

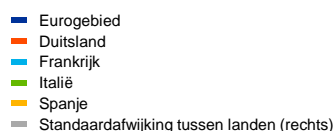
instrumenten (AT1). De toegenomen druk op de financiering als gevolg van hogere depositorentes en grote TLTRO-aflossingen zet momenteel een rem op de winstgevendheid van banken. Wat de activakwaliteit van de bankbalansen betreft, zijn de percentages niet-renderende leningen verder gedaald, maar er worden ook tekenen van hogere kredietrisico's zichtbaar doordat het aandeel leningen met vroege betalingsachterstanden is toegenomen, met name voor blootstellingen aan sectoren zoals commercieel vastgoed, die sterker worden beïnvloed door de verkrappingscyclus van het monetair beleid. Met betrekking tot de blootstelling van banken aan het renterisico hebben de markten momenteel veel aandacht voor ongerealiseerde verliezen op tot de vervaldag aangehouden waardepapieren, ook al zijn deze verliezen tot dusver betrekkelijk beperkt gebleven.

De bancaire debetrentes voor bedrijven en huishoudens zijn in april 2023 verder gestegen, zij het in een lager tempo dan in de voorgaande maanden. De verkrapping van het monetair beleid van de ECB werkt door in de bancaire kredietvoorwaarden, waarbij de krediettarieven stijgen en de kredietvoorwaarden worden aangescherpt. De rentetarieven voor bankleningen aan niet-financiële ondernemingen (non-financial corporations – NFC's) zijn in april gestegen tot 4,38%, het hoogste niveau sinds eind 2008, tegen 4,22% in maart 2023 en 1,83% in juni 2022, voordat de verkrappingscyclus van start ging. De recente stijging werd veroorzaakt door de hogere rente op leningen met een rentevaste periode tot en met één jaar, terwijl de rente op leningen met een langere rentevaste periode is gedaald. Ook de rentetarieven voor bankleningen aan huishoudens voor de aankoop van een huis zijn in april verder gestegen tot 3,44%, tegen 3,37% in maart en 1,97% in juni 2022. De stijging in april was het gevolg van de hogere rente op hypotheekleningen met een variabele rentevoet, terwijl de rente op hypotheekleningen met vaste rente voor het eerst sinds de start van de opwaartse trend in december 2021 is gedaald. Over het algemeen zijn de krediettarieven sneller gestegen dan in vorige verhogingscycli, voornamelijk als gevolg van de snellere verhogingen van de beleidsrente. Uit de resultaten van de [Consumer Expectations Survey](#) van april 2023 blijkt dat consumenten verwachten dat de hypotheekrente zich de komende 12 maanden zal gaan stabiliseren. Per saldo verwachtte een groot percentage consumenten in de enquête echter dat het moeilijker wordt om een hypotheeklening te krijgen. Het verschil tussen de rentetarieven van banken op kleine en grote leningen is in april stabiel gebleven op een naar historische maatstaven laag niveau, hoewel het enigszins varieerde van land tot land. De spreiding van de tarieven voor kredieten aan bedrijven en huishoudens tussen landen bleef gering (Grafiek 22, paneel a en paneel b).

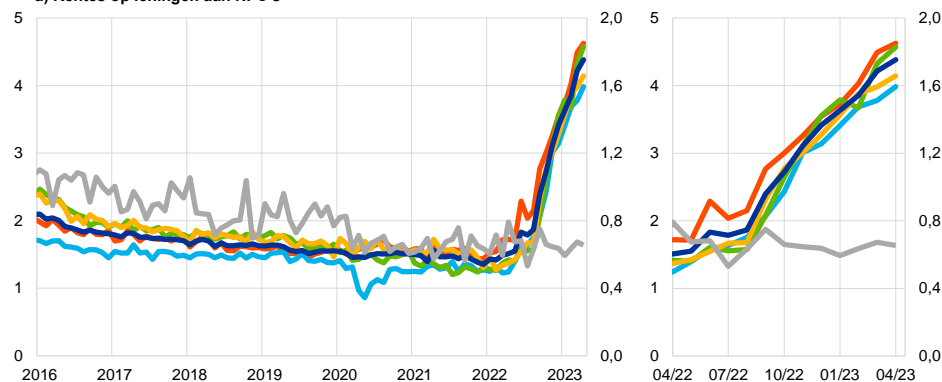
Grafiek 22

Samengestelde bancaire debetrente voor NFC's en huishoudens in geselecteerde landen

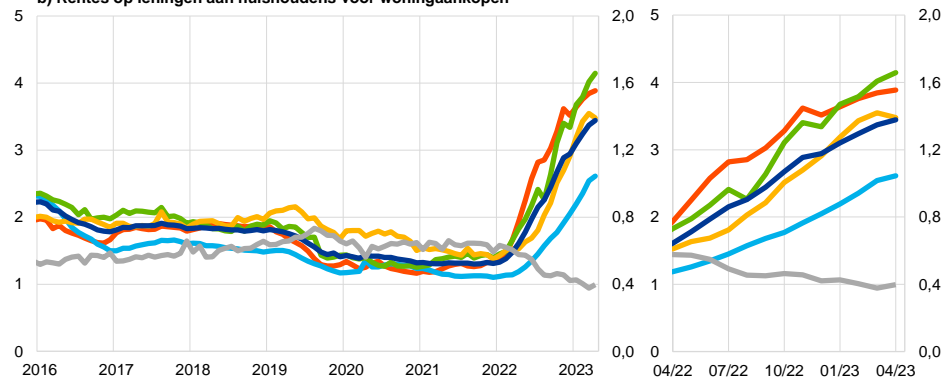
(procenten per jaar; standaarddeviatie)



a) Rentes op leningen aan NFC's



b) Rentes op leningen aan huishoudens voor woningaankopen



Bron: 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 standaarddeviatie tussen landen wordt berekend aan de hand van een vaste steekproef van twaalf landen in het eurogebied. De meest recente waarnemingen betreffen april 2023.

Van 16 maart tot en met 14 juni 2023 zijn zowel de kosten van aandelenfinanciering voor NFC's als de kosten van schuldfinanciering via de markt slechts zeer licht toegenomen.

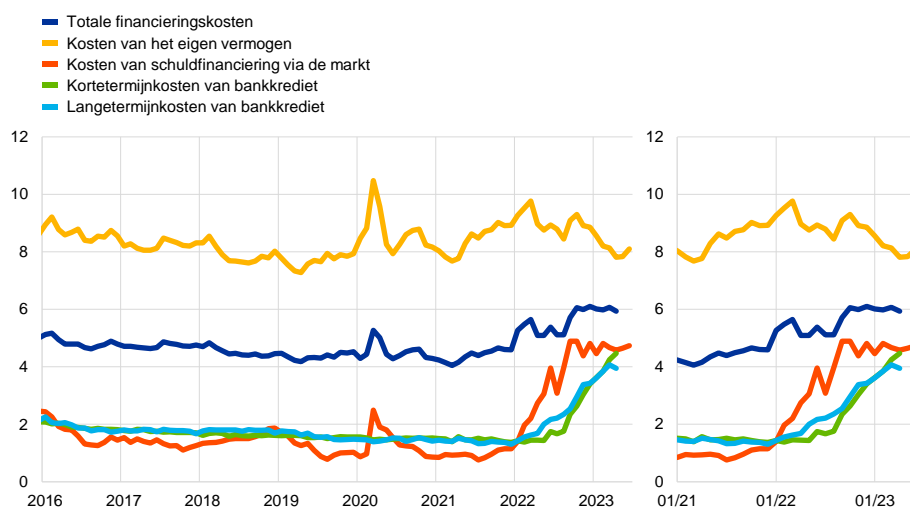
Als gevolg van vertragingen in de beschikbare gegevens over de kosten van bankkrediet kunnen de totale financieringskosten voor NFC's – d.w.z. de samengestelde kosten van bankkrediet, schuldfinanciering via de markt en eigen vermogen – vanaf 14 juni pas worden berekend tot en met april 2023, toen deze 5,9% bedroegen, slechts iets lager dan in de voorgaande maand (Grafiek 23). Dit was het gevolg van een daling in april van de kosten van alle componenten van NFC-financiering, met uitzondering van de kosten van kortlopende leningen bij banken, die aanzienlijk toenamen. Hoewel de totale financieringskosten in april 2023 licht zijn gedaald ten opzichte van de piek in oktober 2022, bleven ze dicht bij het hoge niveau dat in september 2022 en eerder aan het einde van 2011 was opgetekend. Tijdens de verslagperiode van 16 maart tot

en met 14 juni 2023 zijn de kosten van zowel schuldfinanciering via de markt als aandelen licht gestegen. De stijging van de kosten van schuldfinanciering via de markt was toe te schrijven aan het effect van de hogere risicovrije rente, dat deels werd gecompenseerd door lagere spreads op obligaties uitgegeven door niet-financiële ondernemingen, zowel in het kredietwaardige als, in sterkere mate, in het hoogrentende segment. Ook de lichte stijging van de kosten van aandelenvermogen was toe te schrijven aan de stijging van de risicovrije rente, aangezien de risicopremie op aandelen tijdens de verslagperiode constant bleef.

Grafiek 23

Nominale kosten van externe financiering voor NFC's uit het eurogebied, per component

(procenten op jaarbasis)



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

Toelichting: De totale financieringskosten voor NFC's worden berekend als het gewogen gemiddelde van de kosten van bankkrediet, van schuldfinanciering via de markt en van aandelen, op grond van de respectieve uitstaande bedragen. De meest recente waarnemingen betreffen 14 juni 2023 voor de kosten van schuldfinanciering via de markt (maandgemiddelde van daggegevens), 9 juni 2023 voor de kosten van het eigen vermogen (weekgegevens) en april 2023 voor de totale financieringskosten en de kosten van bankkrediet (maandgegevens).

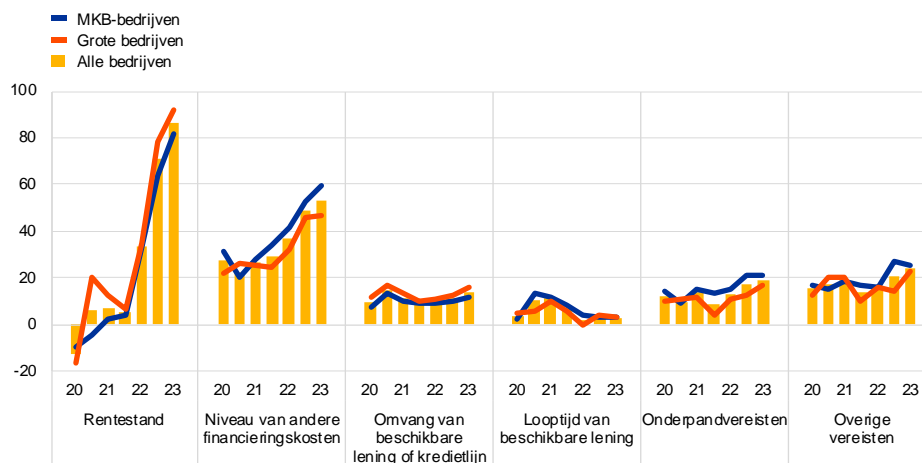
In de enquête betreffende de toegang van ondernemingen tot financiering (SAFE) signaleerden bedrijven uit alle groottecategorieën een verdere aanscherping van de financieringsvoorwaarden in de periode van oktober 2022 tot en met maart 2023.

Het netto percentage bedrijven dat hogere banktarieven meldde, steeg van 71% in de vorige ronde naar 87% (Grafiek 24). Dat is de grootste stijging sinds het begin van de enquête in 2009 en weerspiegelt de geleidelijke transmissie van de verkrapping van het monetair beleid naar de financieringskosten van bedrijven. Bovendien rapporteerde per saldo ook 53% van de ondernemingen (in de vorige ronde 49%) stijgingen van andere financieringskosten, zoals lasten, vergoedingen en provisies. De brede stijging van de bancaire rente en andere kosten lijkt voor zowel kleine en middelgrote ondernemingen als voor grote bedrijven te gelden. Per saldo rapporteerden bedrijven ook strengere onderpandvereisten, maar een stijging van de looptijd en de omvang van de leningen. Weinig bedrijven maakten melding van belemmeringen bij het verkrijgen van een banklening (7%, net als in de vorige enquêteronde).

Grafiek 24

Veranderingen in de voorwaarden van bancaire financiering voor ondernemingen in het eurogebied

(nettopercentages van respondenten)



Bron: ECB-enquête betreffende de toegang van ondernemingen tot financiering.

Toelichting: De cijfers zijn gebaseerd op ondernemingen die een aanvraag hadden ingediend voor bankleningen (met inbegrip van gesubsidieerde bankleningen), kredietlijnen, rekening-courantkredieten of creditcardschulden. Het nettopercentage is het verschil tussen het percentage bedrijven dat een toename voor een bepaalde factor rapporteert en het percentage dat een daling rapporteert. De cijfers hebben betrekking op de enquêterondes 22-28 (oktober 2019-maart 2020 tot en met oktober 2022-maart 2023).

De bedrijven gaven aan dat hun financieringskloof was blijven toenemen en dat ze verwachtten dat de beschikbaarheid van de meeste bronnen van externe financiering in de toekomst restrictiever zal worden.

Het nettopercentage bedrijven in het eurogebied dat een toename van de externe financieringskloof rapporteerde – het verschil tussen de verandering in de vraag naar en de verandering in het aanbod van externe financiering – bedroeg 6% (tegen 9% in de vorige enquêteronde). Op de vorige enquêteronde na was dit de grootste toename van de financieringskloof sinds 2013. De stijging was zowel het gevolg van een gerapporteerde toename van de financieringsbehoeften van bedrijven als van een verslechtering van de beschikbaarheid van de meeste financieringsbronnen. Per saldo 17% van de bedrijven verwacht dat de beschikbaarheid van bankleningen tussen april en september 2023 verder zal afnemen. Ook verwachten de bedrijven over het geheel genomen dat de beschikbaarheid van kredietfaciliteiten en handelskredieten de komende zes maanden verder zal verslechteren maar dat de toekomstige beschikbaarheid van financiering via de markt ruwweg gelijk zal blijven.

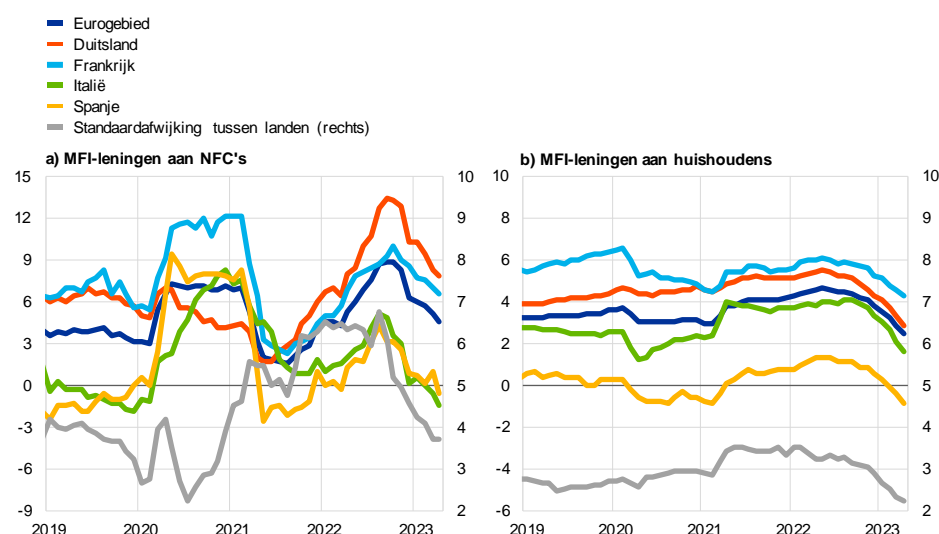
De bankleningen aan bedrijven en huishoudens zijn in april blijven matigen als gevolg van hogere rentetarieven, geringere vraag naar leningen en strengere kredietacceptatiecriteria.

De groei op jaarbasis van leningen aan NFC's daalde van 5,2% in maart naar 4,6% in april (Grafiek 25, paneel a). De maandelijkse stroom leningen aan NFC's is sinds november 2022 gemiddeld marginaal negatief. De groeivertraging deed zich in alle grote economieën voor en weerspiegelt de aanzienlijke afname van de vraag naar leningen, ten dele als gevolg van hogere krediettarieven, en de verdere aanzienlijke aanscherping van de kredietacceptatiecriteria. De groei op jaarbasis van de leningen aan huishoudens daalde van 2,9% in maart tot 2,5% in april (Grafiek 25, paneel b) tegen de

achtergrond van verslechterende vooruitzichten voor de woningmarkt, een aanzienlijke verdere aanscherping van de kredietacceptatiecriteria van banken en hogere krediettarieven. Deze daling is voornamelijk het gevolg van de aanhoudende groeivertraging bij woninghypotheken. Sinds begin 2023 zijn de overige leningen aan huishoudens, met name leningen aan eenmanszaken (d.w.z. kleine ondernemingen zonder rechtspersoonlijkheid), van maand tot maand gedaald en deze hebben dus ook bijgedragen aan de verzwakking.

Grafiek 25 MFI-leningen in specifieke eurolanden

(mutatie in procenten per jaar; standaarddeviatie)



Bron: ECB.

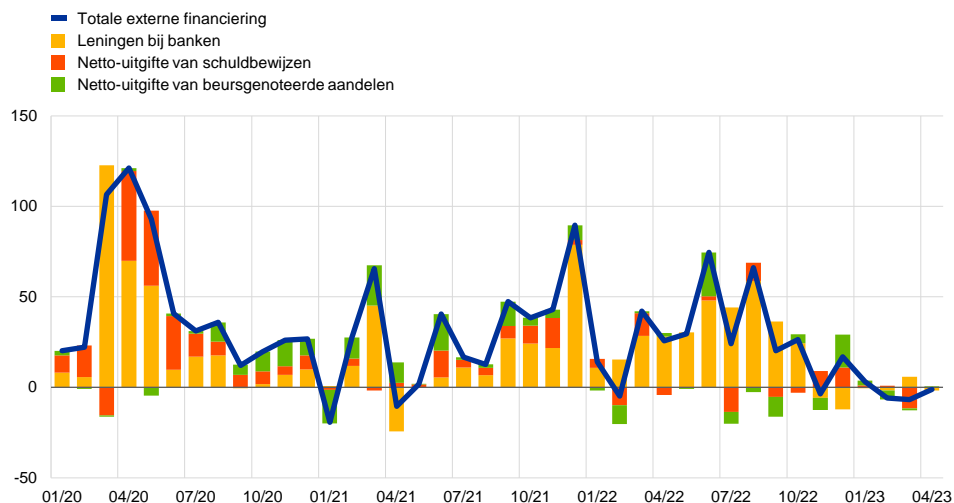
Toelichting: De leningen van monetaire financiële instellingen (MFI's) zijn gecorrigeerd voor verkopen en securitisaties van leningen en in het geval van NFC's ook voor saldocompensatie (notional cash pooling). De standaarddeviatie tussen landen wordt berekend aan de hand van een vaste steekproef van twaalf landen in het eurogebied. De meest recente waarnemingen betreffen april 2023.

De groei van de netto externe financiering van bedrijven in het eurogebied was gematigd in het eerste kwartaal van 2023 en in april door een laag niveau van schuldfinanciering. De groei op jaarbasis van de netto externe financiering daalde van 2,2% in januari 2023 naar 1,7% in april (Grafiek 26). De kredietstromen waren zwak in absolute waarden en ten opzichte van voorgaande jaren. Deze ontwikkeling was zowel het gevolg van de lagere financieringsbehoefte van bedrijven omdat de economische bedrijvigheid gematigd is gebleven, als van de stijgende krediettarieven en de aanscherping van de acceptatiecriteria door banken. De netto-uitgifte van schuldbewijzen liep terug als gevolg van hogere aflossingen en een lagere bruto-uitgifte. De uitgifte van beursgenoteerde aandelen was over het geheel genomen gematigd, ondanks de lagere kosten van het eigen vermogen van bedrijven als gevolg van de geringe activiteit op het gebied van beursintroductions, fusies en overnames, terwijl enkele multinationals aandelen terugkochten en de dividenduitkeringen hoger waren.

Grafiek 26

Netto externe financieringsstromen voor NFC's in het eurogebied

(stromen op maandbasis; EUR miljard)



Bronnen: ECB, Eurostat, Dealogic en berekeningen van de ECB.

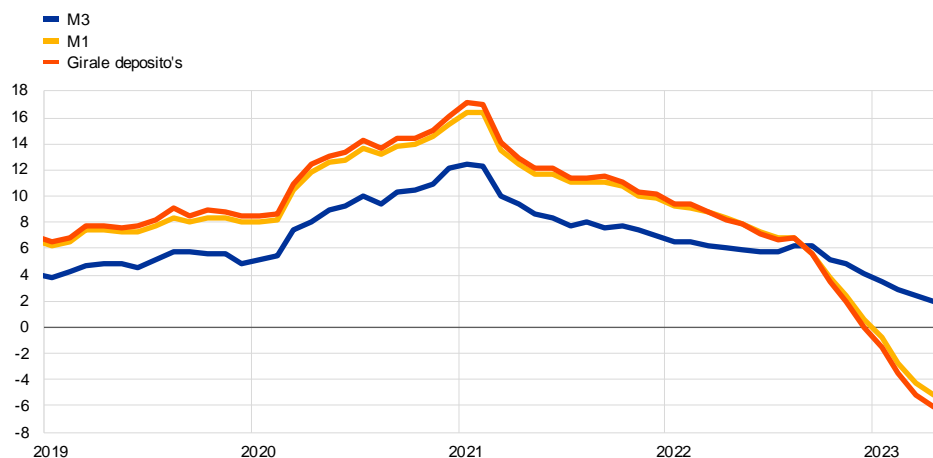
Toelichting: De netto externe financiering is gelijk aan de som van de kredietopnemingen bij banken (MFI-leningen), de netto-uitgifte van schuldbewijzen en de netto-uitgifte van beursgenoteerde aandelen. De MFI-leningen zijn gecorrigeerd voor verkopen, securitisaties en saldocompensatie. De meest recente waarnemingen betreffen april 2023.

De girale deposito's namen in april verder af vanwege de herschikking van middelen naar instrumenten met een hogere rentevergoeding. Na een daling op jaarbasis met 5,1% in maart, daalden de girale deposito's in april verder met 6,1%, de sterkste krimp sinds het begin van de Economische en Monetaire Unie in 1999 (Grafiek 27). Deze ontwikkeling was met name het gevolg van de grootschalige vervanging van girale deposito's door termijndeposito's, maar ook door andere instrumenten met een hogere rentevergoeding, zoals aandelen in geldmarktfondsen en obligaties. Dit laat zien dat de rente op girale deposito's zich langzamer aanpast aan veranderingen in de beleidsrente dan de rente op termijndeposito's. De beleidsverkrapping door de ECB is sneller verlopen dan in voorgaande verkrappingscycli en dat verklaart de buitengewone volumes die worden herverdeeld.

Grafiek 27

M3, M1 en girale deposito's

(groei op jaarbasis, gecorrigeerd voor seizoen- en kalendereffecten)



Bron: ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen april 2023.

De verzwakking van de geldgroei hield aan, onder invloed van hoge alternatieve kosten van het aanhouden van geld, het vertragende kredietverloop en de afname van de balans van het Eurosysteem.

De groei op jaarbasis van het ruime monetaire aggregaat (M3) daalde van 2,5% in maart naar 1,9% in april, het laagste tempo sinds juli 2014 (Grafiek 27). De maand-op-maand mutaties van het ruime monetaire aggregaat zijn sinds december 2022 negatief. Het eng gedefinieerde geld (M1) daalde verder, met 5,2% in april, tegen 4,2% in maart. De aanhoudende daling van de geldgroei kan worden verklaard door de stijging van de alternatieve kosten van het aanhouden van geld en de vertragende kredietdynamiek. De doorwerking van renteverhogingen naar financiële voorwaarden stimuleert geldaanhoudende partijen om gelden over te hevelen van girale naar termijndeposito's en in mindere mate naar bankobligaties, geldmarktfondsen en overheidseffecten. Bovendien heeft de in maart 2023 beëindigde volledige herinvestering van de aflossingen op effecten die in het kader van het programma voor de aankoop van activa op vervaldag kwamen, geleid tot een vermindering van de activaportefeuille van het Eurosysteem, waardoor automatisch liquiditeit aan het financiële stelsel is onttrokken. Tot slot dragen ook aflossingen van TLTRO's bij aan de verzwakking van de monetaire dynamiek, doordat ze banken een prikkel geven om obligaties met langere looptijden uit te geven die niet in M3 zijn opgenomen.

6 Begrotingsontwikkelingen

Volgens de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2023 blijven de begrotingsvooruitzichten voor het eurogebied verbeteren nu de begrotingssteun geleidelijk wordt afgebouwd. Ondanks de verbetering van de overheidsfinanciën zullen de tekort- en schuldratio's naar verwachting gedurende de gehele projectieperiode ver boven de niveaus van vóór de pandemie blijven. De tekortquote in het eurogebied zal in 2023 naar verwachting dalen tot 3,2% bbp en in 2024 en 2025 afvlakken tot circa 2,5%. Verwacht wordt dat de begrotingskoers van het eurogebied in 2023 globaal neutraal zal zijn, in 2024 aanzienlijk zal verkrappen en in 2025 weer globaal neutraal zal worden. Over de gehele projectieperiode bezien, zal er cumulatief sprake zijn van enige verkrapping van het begrotingsbeleid, maar zal het beleid relatief accommoderend blijven gezien de omvangrijke begrotingsmaatregelen die tijdens de pandemie zijn genomen en de daaropvolgende energiekostenschok. De schuldquote in het eurogebied zal naar verwachting dalen van 91% in 2022 tot ongeveer 87% in 2025. Bezien vanuit een beleidsperspectief moeten overheden hun steunmaatregelen snel en op een gecoördineerde manier afbouwen naarmate de energieschok wegeeft, om zo te voorkomen dat de inflatiedruk op middellange termijn wordt opgedreven, wat een sterkere reactie van het monetair beleid noodzakelijk zou maken. Het begrotingsbeleid moet erop gericht zijn de economie van het eurogebied productiever te maken en de hoge overheidsschuld geleidelijk aan te verminderen. De hervorming van het EU-kader voor economische governance moet binnenkort worden afgerond en, in overeenstemming met haar bevoegdheden, bereidt de ECB momenteel een advies voor over [wetgevingsvoorstellen](#) van de Commissie van 26 april 2023.

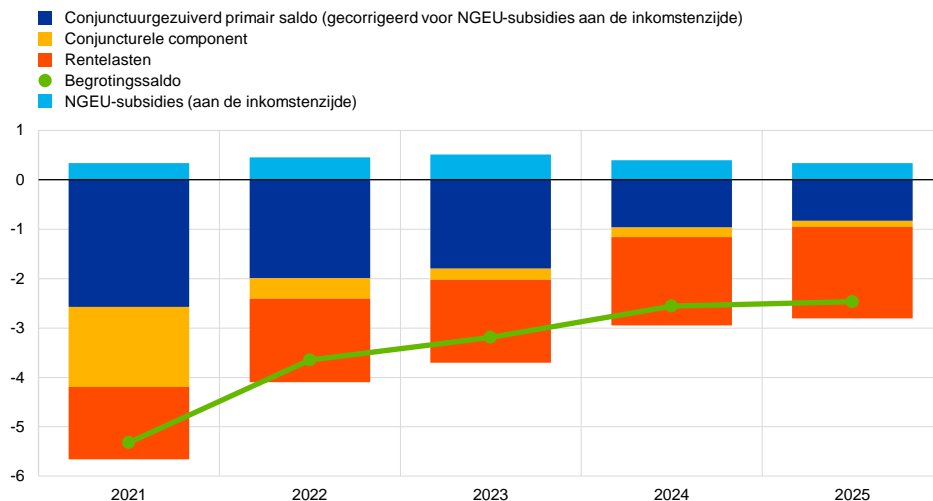
Volgens de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2023 zal het begrotingssaldo van de totale overheid in het eurogebied tijdens de projectieperiode een gematigde verbetering laten zien.⁶ Verwacht wordt dat het begrotingstekort in het eurogebied in 2023 zal dalen tot 3,2% van het bbp en in 2024 en 2025 tot respectievelijk 2,6% en 2,5% van het bbp (Grafiek 28). Deze daling wordt voornamelijk veroorzaakt door een lager conjunctuurgezuiverd primair tekort en in mindere mate door een verbetering van de conjuncturele component. Tegelijkertijd zullen de rentelasten als percentage van het bbp iets toenemen. Het primaire tekort van het eurogebied wordt in grote mate beïnvloed door de voortgaande afbouw van de budgettaire steunmaatregelen die de overheden hebben genomen naar aanleiding van de energieschok en de hoge inflatie. Momenteel is de schatting dat deze maatregelen op het niveau van het eurogebied in 2023 1,6% van het bbp zullen bedragen en in 2024 0,5% van het bbp, om daarna te dalen tot ongeveer 0,2% van het bbp in 2025.

⁶ Zie de "[Door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied, juni 2023](#)".

Grafiek 28

Begrotingssaldo en componenten

(in procenten bbp)



Bronnen: Berekeningen van de ECB en door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2023.

Toelichting: NGEU staat voor Next Generation EU. De gegevens betreffen het aggregaat van de totale overheid van alle twintig landen in het eurogebied (met inbegrip van Kroatië).

Verwacht wordt dat de begrotingskoers van het eurogebied⁷ in 2023 globaal neutraal zal zijn, in 2024 aanzienlijk zal verkrappen en in 2025 weer globaal neutraal zal worden. De vrijwel neutrale begrotingskoers in 2023 is te verklaren door een geraamde gedeeltelijke omslag van de inkomstenmeevallers in 2021-2022, voornamelijk door de positieve invloed van de hoge inflatie op de overheidsfinanciën, en grotendeels gecompenseerd door enige aanscherping van de algehele discretionaire begrotingsmaatregelen. Deze aanscherping is het gevolg van het intrekken van een aantal stimuleringsmaatregelen die overheden hadden genomen naar aanleiding van de pandemie, en van een statistische herrubricering in Italië. In 2024 zal de begrotingskoers naar verwachting sterk verkrappen, voornamelijk als gevolg van de afbouw in 2023 van ongeveer 70% van de energie- en inflatiegerelateerde begrotingssteun door de overheden van het eurogebied. Ook de steun uit de middelen die zijn toegekend in het kader van het Next Generation EU-programma (NGEU) zal volgens de prognoses worden afgebouwd na 2023, terwijl enige verdere omslag van inkomstenmeevallers de verkrapping van het begrotingsbeleid in 2024-2025 naar verwachting zal verzachten.

Verwacht wordt dat de overheidsschuldquote in het eurogebied verder zal dalen tot iets meer dan 87% van het bbp in 2025. Nadat de schuldquote in 2020 als gevolg van de reactie van de overheden in het eurogebied op de coronacrisis met ongeveer 13 procentpunten is gestegen tot ongeveer 97%, heeft deze in 2022

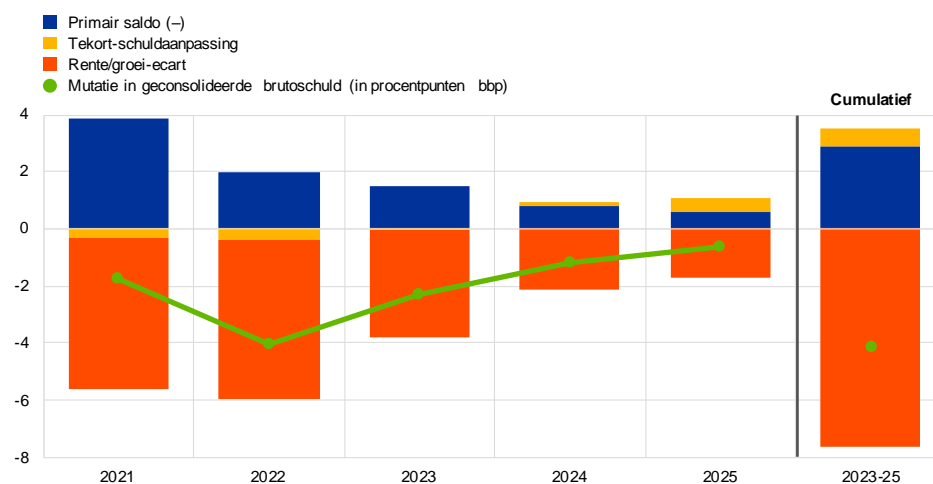
⁷ De begrotingskoers weerspiegelt de richting en omvang van de stimulans die uitgaat van het begrotingsbeleid op de economie, naast de automatische reactie van de overheidsfinanciën op de conjunctuur. Deze koers wordt hier gemeten als de mutatie van het voor de conjunctuur gecorrigeerde primaire saldo 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, is in deze context het conjunctuurgezuiverde primaire saldo bijgesteld zodat die inkomsten niet worden meegeteld. Zie voor meer informatie over het begrip "begrotingskoers binnen het eurogebied" het artikel "The euro area fiscal stance", Economisch Bulletin, nummer 4, ECB, 2016.

91% van het bbp bereikt, zal deze in 2023 naar verwachting dalen tot ongeveer 89% van het bbp, en in 2025 nog iets verder afnemen tot ongeveer 87% van het bbp. Deze daling is voornamelijk het gevolg van de negatieve verschillen tussen de rentevoet en de nominale bbp-groei, die weliswaar na 2022 zullen afnemen, maar naar verwachting de primaire tekorten ruimschoots zullen blijven compenseren (Grafiek 29). De bijdrage van tekort-schuldaanpassingen zou in 2023 neutraal moeten zijn, maar levert in de twee laatste jaren van de projecties naar verwachting een matige bijdrage aan de brutoschuld. Ondanks de geleidelijke daling van de totale schuldquote van het eurogebied, zal deze tot en met 2025 naar verwachting boven het niveau van vóór de pandemie blijven (met bijna 3 procentpunten).

Grafiek 29

Bepalende factoren voor mutaties in overheidsschulden in het eurogebied

(procenten bbp tenzij anders aangegeven)



Bronnen: Berekeningen van de ECB en door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2023.
Toelichting: De gegevens betreffen het aggregaat van de totale overheid van alle twintig landen in het eurogebied (met inbegrip van Kroatië).

Vergeleken met de door medewerkers van de ECB opgestelde macro-economische projecties van maart 2023 is het begrotingssaldo van het eurogebied licht opwaarts herzien voor 2023, maar in vergelijkbare mate naar beneden bijgesteld voor 2024. Deze herzieningen zijn voornamelijk het gevolg van veranderingen in het primaire saldo, hoewel de opwaartse bijstelling voor 2023 tevens is gebaseerd op de projectie dat de rentelasten als aandeel van het bbp iets lager zal zijn dan eerder werd verwacht. De vooruitzichten voor het primaire saldo zullen in grote lijnen de herzieningen van het niveau van de discretionaire begrotingsmaatregelen weerspiegelen.

Naarmate de energieschok wegebt, moeten de regeringen de bijbehorende steunmaatregelen snel en gecoördineerd afbouwen. Zo wordt voorkomen dat de inflatiedruk op middellange termijn toeneemt, wat een krachtigere monetairbeleidsreactie zou vereisen. Het begrotingsbeleid moet erop gericht zijn de economie van het eurogebied productiever te maken en de hoge overheidsschuld geleidelijk aan te verminderen. In dezelfde geest lijn werd in het jaarlijkse [voorjaarspakket voor het Europees semester](#) van de Europese Commissie, dat op

24 mei 2023 werd gepubliceerd en de algemene [richtsnoeren voor het begrotingsbeleid voor 2024](#) weergeeft, aanbevolen dat de regeringen hun budgettaire steunmaatregelen tegen het einde van dit jaar intrekken. De Commissie heeft ook aangegeven dat de algemene ontsnappingsclausule van het stabiliteits- en groeipact eind 2023 wordt gedeactiveerd. Daarnaast bevestigde de Commissie dat zij in het voorjaar van 2024 zal voorstellen om buitensporigtekortprocedures te starten op basis van de feitelijke uitkomsten voor 2023.

Met betrekking tot de [wetgevingsvoorstellen](#) van de Europese Commissie tot hervorming van het EU-kader voor economisch governance, die op 26 april 2023 zijn uitgebracht, bereidt de ECB momenteel een advies voor in overeenstemming met haar bevoegdheden.⁸

⁸ Na de publicatie van de desbetreffende [mededeling](#) op 9 november 2022 en van de [herziene ontwerpconclusies van de Raad over de Leidraad voor een hervorming van het EU-kader voor economische governance](#).

Kaders

1 De consumptie-impuls door pandemiespaargeld – maakt de samenstelling een verschil?

Door Niccolò Battistini, Virginia Di Nino en Johannes Gareis

Na het uitbreken van de pandemie bouwden huishoudens in het eurogebied en de Verenigde Staten aanzienlijke spaartegoeden op, die de trend van vóór de pandemie overstegen.¹ Tussen het eerste kwartaal van 2020 en het vierde kwartaal van 2022 stegen de opgebouwde spaaroverschotten gestaag tot 11,3% van het trendmatig bruto besteedbaar inkomen in het eurogebied. In de Verenigde Staten beliepen de opgebouwde spaaroverschotten 13,2% in het derde kwartaal van 2021 en daalden ze tot 7,9% in het vierde kwartaal van 2022.² Op het eerste gezicht lijken de grote spaaroverschotten erop te wijzen dat in beide economieën een aanzienlijke consumptie-impuls mogelijk is, die wordt gedefinieerd als de onmiddellijke stimulans voor de consumptie door de potentiële aanwending van die spaartegoeden. Bovendien blijkt daaruit een grotere resterende consumptie-impuls in het eurogebied in vergelijking met de Verenigde Staten, waar de consumptie aanzienlijk meer is toegenomen na de pandemie. Naast de omvang van de spaartegoeden speelt de samenstelling van de spaaroverschotten een belangrijke rol bij het bepalen van de impliciete consumptie-impuls. In dit Kader wordt de samenstelling van de spaaroverschotten geanalyseerd en vervolgens een algemeen evenwichtsmodel met heterogene agenten gekalibreerd op basis van de methodologie van Auclert et al. om de consumptie-impuls in de twee rechtsgebieden te ramen.³

Naast de omvang van het pandemiespaargeld maakt de samenstelling ervan een verschil om twee redenen. Ten eerste worden spaaroverschotten aangewend voor activa met een verschillende mate van liquiditeit, wat een eerste determinant (van een gedeeltelijk evenwicht) is van hun consumptie-impuls. Ten tweede hangt

¹ Zie voor daarmee verband houdende besprekingen de Kaders “COVID-19 en de toename van het spaargeld van de huishoudens: uit voorzorg of gedwongen?”, *Economisch Bulletin*, Nummer 6, ECB, 2020; “COVID-19 and the increase in household savings: an update”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2021; “The implications of savings accumulated during the pandemic for the global economic outlook”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2021; “The recent drivers of household savings across the wealth distribution”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2022; en “Household saving during the COVID-19 pandemic and implications for the recovery of consumption”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2022. Zie voor een overzicht van de aanjagers van de consumptie aan de vraagzijde het artikel “The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area” in dit nummer van het Economisch Bulletin.

² De spaaroverschotten kunnen worden geraamd als het gecumuleerde verschil tussen de huidige spaartegoeden en hun geëxtrapolerde trend vóór de pandemie (2015-19). Dezelfde methodologie werd toegepast op gegevens voor de Verenigde Staten door Aladangady, A., Cho, D., Feiveson, L. en Pinto, E., “Excess Savings during the COVID-19 Pandemic”, *FEDS Notes*, 21 oktober 2022. De raming van de spaaroverschotten varieert weliswaar naargelang van de gebruikte methodologie, maar de kwalitatieve resultaten van de vergelijking tussen het eurogebied en de Verenigde Staten in dit Kader veranderen niet wanneer alternatieve methodes worden gebruikt (bijvoorbeeld door de de spaaroverschotten te ramen als het gecumuleerde verschil tussen de huidige spaarquote en het niveau vóór de pandemie).

³ Zie Auclert, A., Rognlie, M. en Straub, L., “The Trickling Up of Excess Savings”, *NBER Working Paper Series*, No 30900, januari 2023.

de impact van de spaaroverschotten op de consumptie-impuls ook af van een bredere dynamiek (algemeen evenwicht): enerzijds verlengt de dynamische herverdeling van de spaartegoeden die door sommige huishoudens worden uitgegeven aan andere huishoudens de duur van de consumptie-impuls; anderzijds tempert de anticipatie van huishoudens op deze toekomstige herverdeling de omvang van de consumptie-impuls, aangezien huishoudens hun consumptiepatronen over de tijd uitsmeren. Uit empirisch bewijs blijkt dat deze gedeeltelijke en algemene evenwichtseffecten verschillend kunnen uitpakken in het eurogebied en de Verenigde Staten.

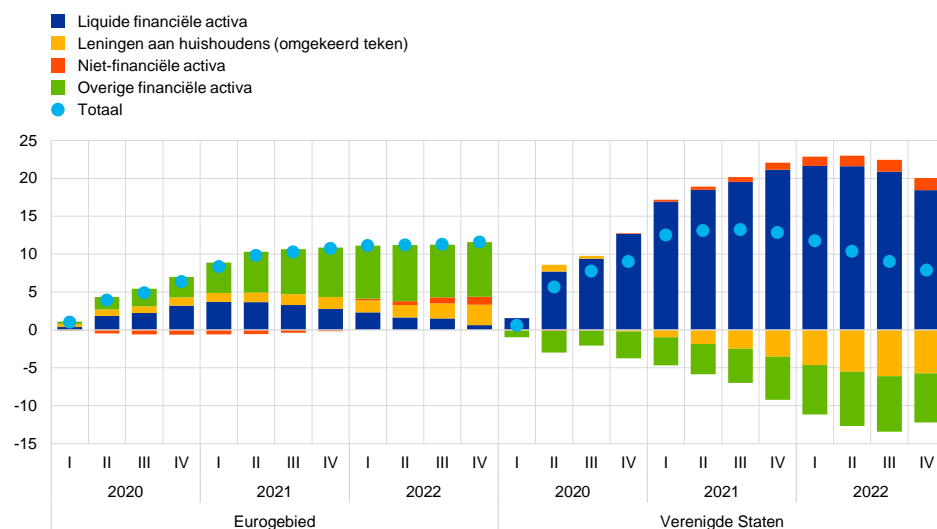
Tussen 2020 en 2022 werden de spaaroverschotten in het eurogebied voornamelijk opgebouwd in illiquide activa, terwijl ze in de Verenigde Staten grotendeels werden opgebouwd in liquide activa. In het eurogebied werden de spaaroverschotten tussen het eerste kwartaal van 2020 en het vierde kwartaal van 2022 geïnvesteerd in niet-financiële activa zoals huisvesting, in relatief illiquide financiële activa zoals aandelen en obligaties en werden ze gebruikt om leningen terug te betalen. Samen stegen deze vormen van gecumuleerde spaaroverschotten in het vierde kwartaal van 2022 gestaag tot 10,8% van het trendmatige besteedbare inkomen (Grafiek A). De gecumuleerde spaaroverschotten in de (meest) liquide financiële activa, zoals valuta en deposito's daarentegen bereikte een piek van 3,7% van het trendmatige besteedbare inkomen in het eerste kwartaal van 2021 en daalde vervolgens aanzienlijk tot 0,6% in het vierde kwartaal van 2022. In de Verenigde Staten was de samenstelling van de opgebouwde spaaroverschotten eind 2022 opmerkelijk anders. De liquide financiële activa beliepen 18,5% van het trendmatige besteedbare inkomen, terwijl de illiquide activa tot onder de trend ervan vóór de pandemie daalden met 10,6%, deels als gevolg van een aanzienlijke accumulatie van nieuwe leningen.⁴

⁴ De voorkeur van huishoudens in de Verenigde Staten om hun spaaroverschotten door de pandemie in liquide activa aan te houden wordt bevestigd door Abdelrahman H. en Oliveira L.E., "[The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings](#)", *Economic Letter*, FRBSF, 8 mei 2023. Tijdens de referentieperiode kunnen ontwikkelingen in leningen aan huishoudens de effecten van het Amerikaanse begrotingspakket (Coronavirus Aid, Relief, en Economic Security Act) verhullen. Dit omvatte uitstel van betaling voor sommige soorten leningen (studieleningen en bepaalde hypotheke), dat kredietverstrekkers ook voor andere soorten leningen op eigen initiatief aanboden. Daarnaast werd een deel van de achterstallige leningen geherclassificeerd naar uitstel van betaling, waardoor de stromen leningen aan huishoudens fictief toenamen. Zie Dettling, L. en Lambie-Hanson, L., "[Why is the Default Rate So Low? How Economic Conditions and Public Policies Have Shaped Mortgage and Auto Delinquencies During the COVID-19 Pandemic](#)", *FEDS Notes*, 4 maart 2021.

Grafiek A

Toerekening van opgebouwde spaaroverschotten aan activa

(afwijkingen van de trend vóór de pandemie, procenten van het trendmatige besteedbare inkomen)



Bronnen: Bloomberg, Federal Reserve Board en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Elk datapunt geeft de gecumuleerde waarde boven de tussen 2015 en 2019 geraamde trend weer. Liquide financiële activa hebben betrekking op valuta en deposito's. Niet-financiële activa hebben betrekking op bruto-investeringen. Overige financiële activa worden berekend als restant en hebben voornamelijk betrekking op aandelen en obligaties.

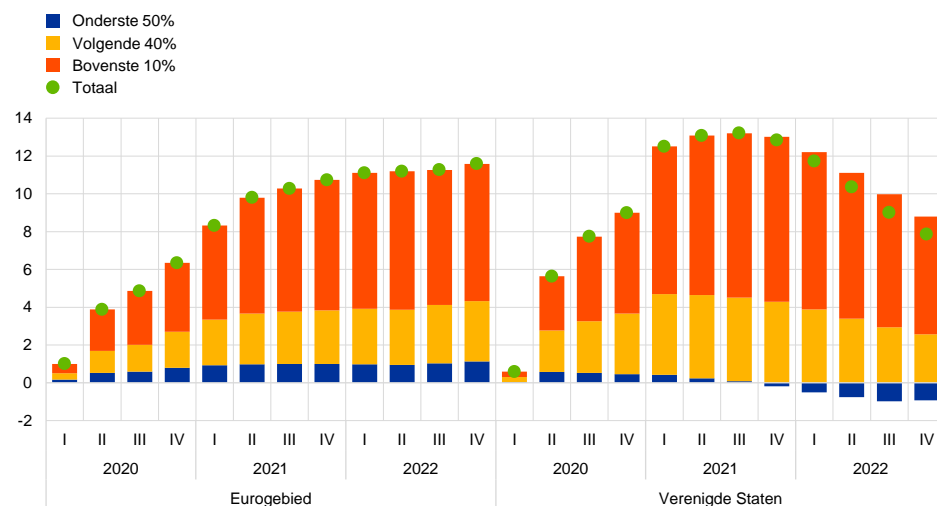
De afgelopen drie jaar waren de spaaroverschotten steeds meer geconcentreerd bij vermogende huishoudens aan beide zijden van de Atlantische Oceaan. In de analyse van de verdeling van de spaaroverschotten over de huishoudens wordt hun geraamde allocatie over activa, zoals hierboven besproken, gecombineerd met enquêtegegevens over de samenstelling van de portefeuilles van de huishoudens volgens de nettovermogensverdeling.⁵ De afgeleide verdeling van de spaaroverschotten toont een steeds grotere concentratie bij huishoudens met een relatief groot vermogen, in het bijzonder in de Verenigde Staten (Grafiek B). Het aandeel van de opgebouwde spaaroverschotten van huishoudens in de bovenste 10% van de verdeling steeg van minder dan de helft in het eerste kwartaal van 2020 in beide economieën tot bijna twee derde in het eurogebied en meer dan drie kwart in de Verenigde Staten in het vierde kwartaal van 2022. Niettemin impliceert het relatief grotere aandeel van spaaroverschotten onder huishoudens met een klein vermogen in het eurogebied geen hogere consumptie-impuls in vergelijking met de Verenigde Staten. Dit komt doordat de spaaroverschotten in het eurogebied voornamelijk bestonden uit relatief illiquide activa, waaronder vastgoedvermogen en leningaflossingen, die een belangrijk deel van de portefeuilles van huishoudens aan de onderkant van de verdeling uitmaken.

⁵ Voor het eurogebied wordt de verdeling van de spaaroverschotten over de huishoudens geraamd op basis van de experimentele Distributional Wealth Accounts van de ECB, waarin de kwartaalontwikkelingen in de geaggregeerde activa-aanhoudingen worden gecombineerd met momentopnames van de activa-aanhoudingen van huishoudens in de Household Finance and Consumption Survey (HFCS). Voor de Verenigde Staten wordt ze geraamd op basis van de Distributional Financial Accounts (DFA) van de Federal Reserve Board, waarvoor een gelijkaardige methodologie wordt gevolgd voor geaggregeerde activa-aanhoudingen en activa-aanhoudingen van de huishoudens in de Survey of Consumer Finances (SCF). De meest recente gegevens voor de HFCS en de SCF betreffen respectievelijk 2017 en 2019.

Grafiek B

Verdeling van opgebouwde spaaroverschotten over groepen van huishoudens

(afwijkingen van de trend vóór de pandemie, procenten van het trendmatige besteedbare inkomen)



Bronnen: Eurostat, ECB (met inbegrip van de experimentele Distributional Wealth Accounts), US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board (met inbegrip van de Distributional Financial Accounts) en berekeningen van de ECB.
Toelichting: In het model wordt uitgegaan van drie groepen van huishoudens, namelijk de onderste 50%, de 40% daarboven en de top 10% in de verdeling van de spaaroverschotten. De verdeling van de spaaroverschotten over de huishoudens wordt verkregen door het aandeel van de activa in de portefeuille van elke groep huishoudens (distributierekeningen) te vermenigvuldigen met de geraamde spaaroverschotten in elke activaklasse.

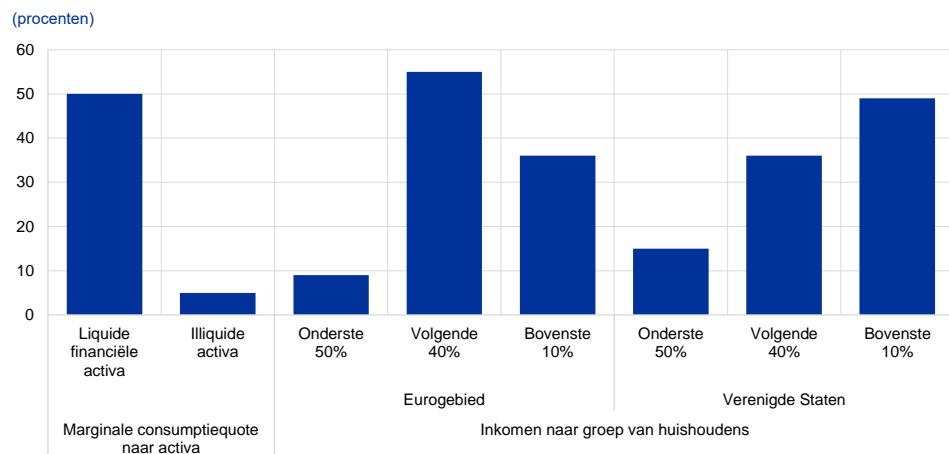
Een model van heterogene agenten wordt gebruikt om de geraamde verdeling van spaaroverschotten over activa en huishoudens in verband te brengen met hun consumptie-impuls, rekening houdend met gedeeltelijke en algemene evenwichtseffecten. In het model wordt uitgegaan van drie groepen van huishoudens, namelijk de onderste 50%, de 40% daarboven en de top 10% in de verdeling van de spaaroverschotten. Bij een gedeeltelijk evenwicht besluit elke groep welk aandeel van de spaaroverschotten in elke periode zal worden aangewend of gespaard op basis van de marginale consumptiequote (marginal propensity to consume - MPC), waarvan verondersteld wordt dat ze afhangt van de activasamenstelling van de spaaroverschotten. Bij een algemeen evenwicht weerspiegelen consumptiebeslissingen nog twee andere mechanismen. Ten eerste vormen de spaartegoeden die door sommige huishoudens worden uitgegeven, het inkomen dat de consumptie van andere huishoudens financiert. Als gevolg daarvan duurt de impuls op de consumptie langer en ebt hij slechts langzaam weg, naarmate de spaaroverschotten “omhoogspijelen” naar huishoudens met een groot vermogen/hoog inkomen, die een lagere MPC hebben. Ten tweede anticiperen de huishoudens op de toekomstige groei van de totale vraag en vlakken ze de impact van hun consumptie uit, waarbij het daaruit voortvloeiende matigende effect in verhouding staat tot de MPC's voor elke groep van huishoudens.⁶ Dit stimuleert de opbouw van spaartegoeden en beperkt de inkomensherverdeling, waardoor de spaartegoeden versneld omhoogspijelen en de consumptie-impuls wordt

⁶ In het model is de som van de consumptie voor elke groep huishoudens gelijk aan de totale vraag en het geaggregeerde inkomen.

getemperd.⁷ In beide scenario's reageert de centrale bank niet op de toename van de vraag, waardoor de rente vast blijft. Algemeen beschouwd hangt de potentiële, modelmatige consumptie-impuls door de aanwending van spaaroverschotten af van de ijking van twee reeksen parameters: i) de MPC voor elke activacategorie; en ii) het aandeel van het totale inkomen voor elke groep huishoudens (Grafiek C). De MPC is vastgesteld op 50% voor liquide financiële activa en op 5% voor illiquide activa.⁸ Het aandeel van het inkomen wordt gekalibreerd op respectievelijk 9%, 55% en 36% in het eurogebied en respectievelijk 15%, 36% en 49% in de Verenigde Staten voor de onderste 50%, de 40% daarboven en de top 10% in de verdeling van de spaaroverschotten.

Grafiek C

Marginale consumptiequote over activa en inkomens in alle groepen van huishoudens



Bronnen: 2017 Household Finance and Consumption Survey, 2019 Survey of Consumer Finances, Slacalek et al., op. cit., en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Met liquide financiële activa wordt verwezen naar deposito's en valuta. Illiquide activa omvatten niet-financiële en andere financiële activa en leningen aan huishoudens (omgekeerd teken).

De consumptie-impuls van pandemiespaargeld nam af in beide economieën en was kleiner in het eurogebied dan in de Verenigde Staten.

Bij een gedeeltelijk evenwicht wordt in het model aangenomen dat de huishoudens in hun beslissingen geen rekening houden met de herverdeling van het inkomen en de reactie van de rente, zodat de consumptie-impuls uitsluitend wordt bepaald door de MPC voor elke groep van huishoudens. Dit wordt berekend als het gewogen gemiddelde van de activa-specifieke MPC's, waarbij de gewichten worden vastgesteld door de groepsspecifieke portefeuilles voor elke periode. In dit scenario daalde de

⁷ Bij een algemeen evenwicht worden in het model in dit Kader de "rationale verwachtingen" in aanmerking genomen, zoals beschreven door Auclert et al., op. cit. In dit geval anticiperen huishoudens op toekomstige veranderingen in het geaggregeerde inkomen.

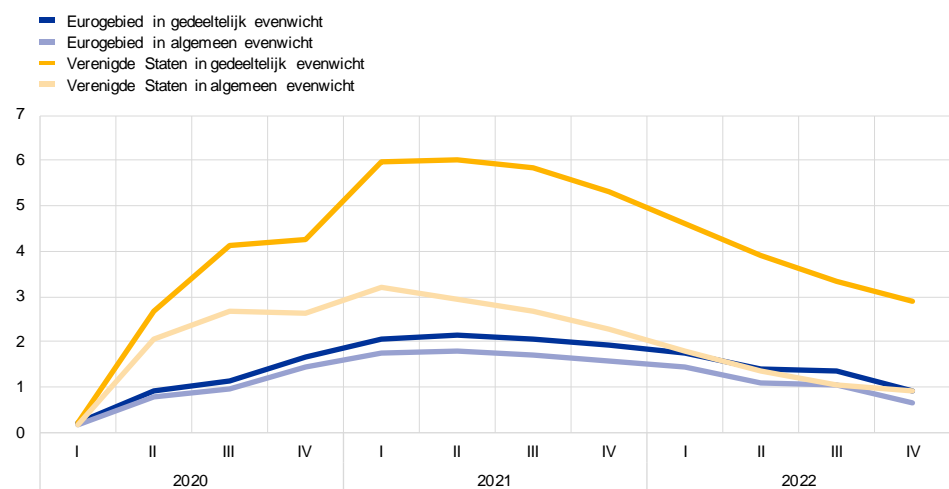
⁸ Wat de MPC betreft, blijkt uit recente empirische gegevens dat: (i) de gemiddelde MPC doorgaans hoge waarden vertoont, en (ii) het aandeel van liquide activa in de portefeuilles van huishoudens een belangrijke drijvende kracht achter de aanzienlijke transversale heterogeniteit van de MPC is. De specifieke waarden die in dit Kader worden verondersteld zijn ontleend aan Slacalek, J., Tristani, O. en Violante, G., "Household balance sheet channels of monetary policy: A back of the envelope calculation for the euro area", *Journal of Economic Dynamics and Controls*, Vol. 115, No 103879, juni 2020. Wat het aandeel van het inkomen betreft, zijn de waarden in dit Kader gekalibreerd op basis van de HFCS 2017 voor het eurogebied (gehele verdeling) en de SCF van 2019 voor de Verenigde Staten (mediane waarden).

consumptie-impuls in beide economieën aanzienlijk ten opzichte van een piek in het tweede kwartaal van 2021 en bleef hij in overeenstemming met de gematigde consumptiedynamiek in het eurogebied de afgelopen drie jaar relatief zwak in vergelijking met de Verenigde Staten (Grafiek D).⁹ Bij een algemeen evenwicht wijzen de modelsimulaties erop dat de afvlakking van de consumptie een sterker dempend effect heeft in de Verenigde Staten, als gevolg van de hogere gemiddelde MPC in de Verenigde Staten in vergelijking met het eurogebied. In dit scenario was de consumptie-impuls eind 2022 in beide economieën gematigd.

Grafiek D

De consumptie-impuls van pandemiespaargeld

(afwijkingen van de trend vóór de pandemie, procenten van het trendmatige besteedbare inkomen)



Bron: Berekeningen van de ECB.

Toelichting: Simulaties op basis van Auclert et al., op. cit.

Andere overwegingen versterken de modelmatige resultaten van een bescheiden resterende extra stimulans voor de particuliere consumptie als gevolg van spaaroverschotten, met name in het eurogebied.

Ten eerste verklaart de verschillende oorsprong van de spaaroverschotten de geringere consumptie-impuls in het eurogebied in vergelijking met de Verenigde Staten. In het eurogebied waren deze spaaroverschotten vooral toe te schrijven aan mobiliteitsbeperkingen die de consumptie beperkten, met name voor contactintensieve diensten, waaraan huishoudens met een hoog vermogen (lage MPC) doorgaans een groter deel van hun inkomen uitgeven. In de Verenigde Staten waren de spaaroverschotten vooral toe te schrijven aan omvangrijke stimuleringspakketten die de inkomens ondersteunden, met name voor huishoudens aan de onderkant van de vermogensverdeling (hoge MPC).¹⁰ Ten tweede wijzen ook de recente prijsontwikkelingen op een gematigde resterende consumptie-impuls van spaaroverschotten in beide economieën. De stijging van de

⁹ Zie de toespraak van Philip Lane “Inflation and monetary policy” van 8 mei 2023 en het Kader “Inflatieontwikkelingen in het eurogebied en de Verenigde Staten”, *Economisch Bulletin*, Nummer 8, ECB, januari 2023.

¹⁰ De Amerikaanse regering betaalde een vast bedrag aan burgers met een inkomen lager dan \$75.000. Dat impliceert dat burgers met een laag inkomen in verhouding tot hun inkomen meer ontvingen. Zie bijvoorbeeld de beschrijving van “Unemployment Compensation” en “Economic Impact Payments” door het U.S. Department of the Treasury.

consumtieprijzen en de daling van de activaprijzen tijdens de afgelopen kwartalen, versterkt door de voortgezette verkrapting van het monetaire beleid en de verslechterende financieringsvoorwaarden, verminderen de resterende consumptie-impuls immers verder.

Winstbesprekingen: nieuwe gegevens over bedrijfswinsten, investeringen en financieringsvoorwaarden

Door Malin Andersson, Pedro Neves en Carolina Nunes

Winstbesprekingen kunnen nuttige en actuele informatie over het

ondernemersvertrouwen verschaffen. Een winstbespreking is een vergadering tussen de raad van een beursgenoteerde vennootschap, investeerders, analisten en de pers om de financiële resultaten van de vennootschap te bespreken. Dergelijke vergaderingen vinden doorgaans eenmaal per kwartaal plaats.¹ NL Analytics heeft de gegevensontsluiting uit de notulen van winstbesprekingen in het Engels geautomatiseerd.² Dit Kader is gebaseerd op zoekopdrachten om in teksten matches te vinden met bepaalde synoniemen; de nadruk ligt op bedrijven in het eurogebied uit de belangrijkste niet-financiële sectoren. Het is de bedoeling sentiments- en risico-indices op kwartaalbasis af te leiden, die zeer actueel zijn aangezien de databank voor het huidige kwartaal om de twee weken wordt bijgewerkt.

Tekstanalyse helpt maatstaven voor de inschattingen van bedrijven afleiden.

De sentimentsindex geeft weer hoeveel zinnen op het totale aantal zinnen in een winstbespreking een specifiek woord bevatten dat past bij een bepaald onderwerp; dat aantal wordt netto uitgedrukt, namelijk in een verhouding van goed nieuws tegenover slecht nieuws. De risico-index toont hoe vaak een onderwerp in een zin wordt vermeld in samenhang met bepaalde sleutelwoorden, zoals 'risico' en 'onzekerheid'.³ Het grote volume aan notulen genereert, samen met de zoekopdrachten in teksten, een hoogfrequente reeks gegevens op bedrijfsniveau over de sentiments- en risico-indices, waarvan we het gemiddelde berekenen en die we omzetten in gestructureerde gegevens op kwartaalbasis voor de periode van het eerste kwartaal van 2002 tot het eerste kwartaal van 2023. De respectieve indices zijn gevalideerd aangezien ze de voorbije twee decennia gelijk opliepen met de conjunctuurcyclus en gecorreleerd zijn met de standaardindicatoren voor de respectieve variabelen. Het is ook mogelijk citaten uit winstbesprekingen terug te vinden die de heersende mening over een bijzondere en aanzienlijke beweging van de indices bevatten.

Het bedrijfswinstsentiment in het eurogebied liep in het tweede kwartaal van 2023 verder op tot boven het historische gemiddelde.

Tijdens de afgelopen twee

¹ In sommige gevallen, echter, vindt een winstbespreking om de zes maanden of om het jaar plaats. Het precieze tijdstip van de bespreking tijdens het kwartaal varieert naargelang het kwartaal.

² De databank van [NL Analytics](#) bevat notulen van winstbesprekingen bij ongeveer 14.000 beursgenoteerde bedrijven in 82 landen, waarvan de meeste gevestigd zijn in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en andere Engelssprekende landen. Gemiddeld brengen 600 bedrijven uit het eurogebied elk kwartaal verslag uit. Het aantal waarnemingen per kwartaal in de beginjaren van de steekproef, die teruggaat tot 2002, beliep ongeveer een vierde van het huidige aantal.

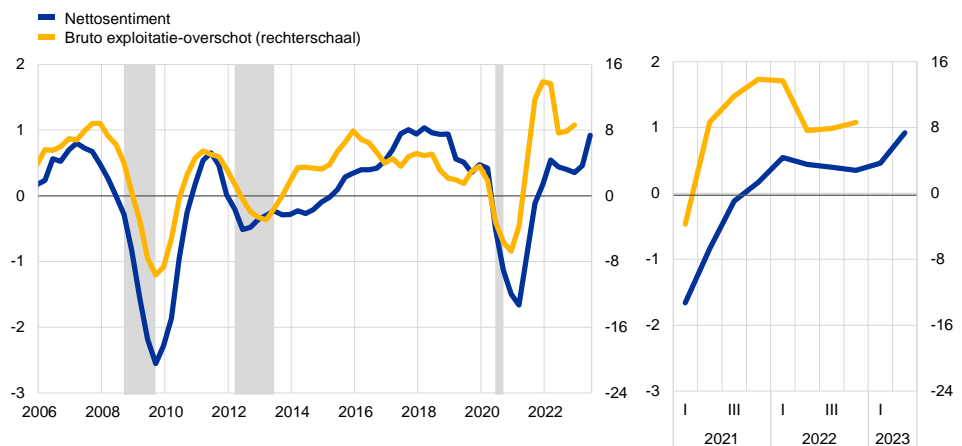
³ Voor een aanvullend voorbeeld van een risico-index die werd berekend aan de hand van een tekstanalyse van de notulen van winstbesprekingen, zie Hassan, T.A., Schreger, J., Schwedeler, M. en Tahoun, A., "Sources and Transmission of Country Risk", *NBER Working Paper*, No 29526, november 2021.

decennia was er een sterke correlatie tussen de winstsentimentindex, die is afgeleid uit de winstbesprekingen, en de sectorrekeningen over het bruto-exploitationoverschot in de niet-financiële ondernemingen (NFC's – non-financial corporations) in het eurogebied (Grafiek A, links). Voor de winstsentimentindex loopt de correlatiecoëfficiënt tot vier kwartalen vooruit op het bruto-exploitationoverschot en bereikt deze een hoogtepunt van ongeveer 0,6. De index vertoont een duidelijk door de conjunctuurcyclus bepaald patroon, met dieptepunten gedurende de mondiale financiële crisis, de overheidsschuldencrisis en de COVID-19-pandemie, wat conform de verwachtingen is wegens de cycliciteit van winsten. Na een sterk herstel in 2021 stabiliseerde het nettosentiment zich tot op zekere hoogte in 2022, waarna het verder toenam in het tweede kwartaal van 2023. De groei van het bruto-exploitationoverschot in de NFC's zwakte enigszins af, maar bleef robuust in de tweede helft van 2022, wegens strengere financieringsvoorwaarden en een verzwakking van de vraag (Grafiek A, rechts). Dit strookt met markt- en enquêtegebaseerde gegevens die erop wijzen dat de groei van de winst in de loop van 2022 afnam, maar boven de historische gemiddelden bleef. Het bruto-exploitationoverschot van de NFC's in het eurogebied kwam boven het peil in het vierde kwartaal van 2019 uit en groeit nu sneller dan de trend van vóór de pandemie, waaruit blijkt dat er uit dit oogpunt geen inhaalbeweging nodig is (Grafiek B). De krachtige groei van de winst sinds begin 2021 was mogelijk te danken aan de aanhoudende inhaalvraag na de pandemie, de wegebbende knelpunten in het aanbod en de onvolmaakte substitueerbaarheid van de productiemiddelen.

Grafiek A

Winstsentiment en bruto-exploitationoverschot van de NFC's in het eurogebied

(Z-score; jaar-op-jaar mutaties in %)



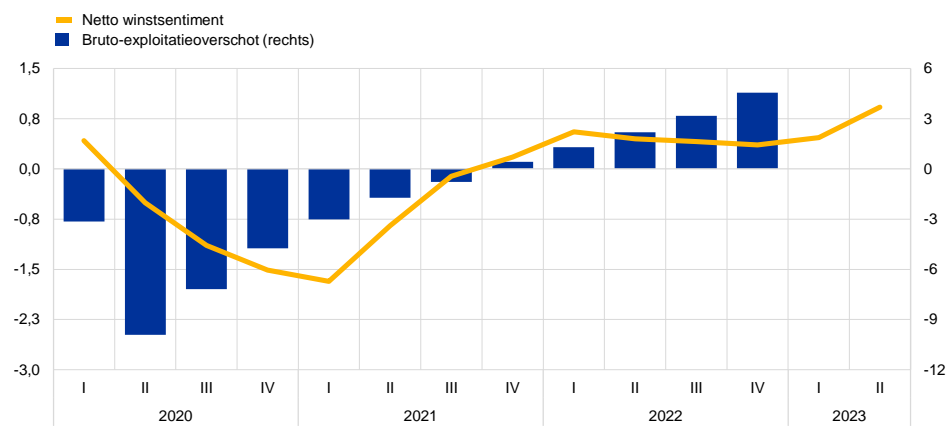
Bronnen: NL Analytics, ECB en berekeningen van ECB-medewerkers.

Toelichting: Het nettosentiment geeft weer hoe vaak synoniemen voor winst (opbrengsten, inkomsten, enz.) voorkomen in de winstbesprekingen van bedrijven. De Z-score wordt berekend door het historische gemiddelde af te trekken van elk datapunt en deze reeks te delen door de standaardafwijking. Recessieperiodes zijn grijs gemarkeerd. De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2023 voor het nettosentiment (voor besprekingen tot en met 12 juni) en het vierde kwartaal van 2022 voor het bruto-exploitationoverschot.

Grafiek B

Winstsentiment en bruto-exploitatietoerschoot na trendeliminatie van de NFC's in het eurogebied

(Z-score; cumulatieve groeicijfers na trendeliminatie)



Bronnen: NL Analytics, ECB en berekeningen van ECB-medewerkers.

Toelichting: De gecumuleerde groeicijfers na trendeliminatie van het bruto-exploitatietoerschoot werden berekend door het verschil tussen de huidige reeks en de trend ervan vóór de pandemie (2002-2019) samen te tellen en dit cijfer dan te delen door de gecumuleerde trend van vóór de pandemie. De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2023 voor het nettosentiment (voor besprekingen tot en met 12 juni) en het vierde kwartaal van 2022 voor het bruto-exploitatietoerschoot.

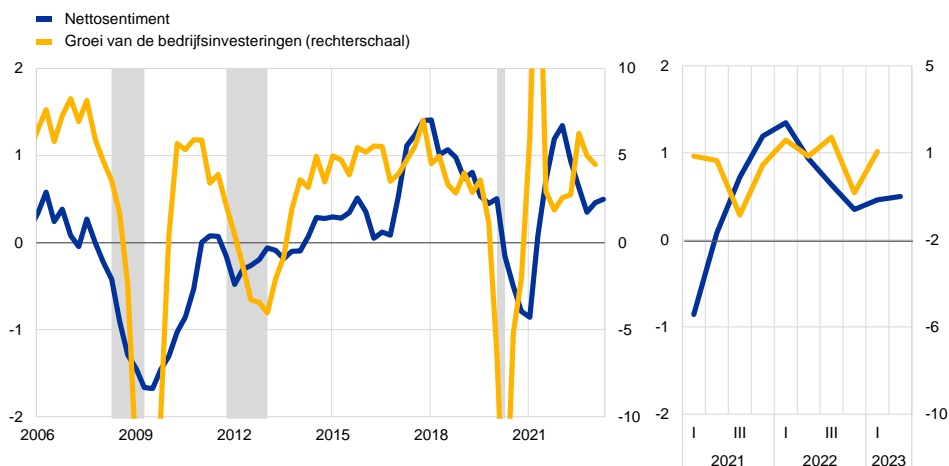
Het bedrijfsinvesterings sentiment verbeterde nogmaals licht in het tweede kwartaal van 2023.

Tijdens de afgelopen twee decennia waren het netto investerings sentiment en de groei van de bedrijfsinvesteringen (exclusief de volatiele component van de investeringen in intellectuele-eigendomsproducten in Ierland en Nederland) nauw gecorreleerd (Grafiek C, links). De correlatie bereikt een hoogtepunt wanneer de sentimentsindex twee kwartalen vooruitloopt op de groei van de investeringen, met een correlatiecoëfficiënt van 0,5. In 2021 en begin 2022 nam het investerings sentiment verder toe tot boven het historische gemiddelde, tegelijkertijd met algemeen robuuste groeicijfers op kwartaalbasis van de bedrijfsinvesteringen, naarmate de economie heropende (Grafiek C, rechts). Daarna verslechterde het enigszins in 2022, als gevolg van een verzwakking van de vraag, hoge energiekosten en een grote onzekerheid. In het tweede kwartaal van 2023 liep het weer op tot boven het langetermijngemiddelde, in overeenstemming met de verbetering van de aanbodvoorwaarden en de afnemende energiekosten.

Grafiek C

Investerings sentiment in het eurogebied

(Z-score, rechterschaal van het linkerpaneel: jaar-op-jaar mutaties in %; rechterschaal van het rechterpaneel: mutaties in % per kwartaal)



Bronnen: NL Analytics, ECB en berekeningen van ECB-medewerkers.

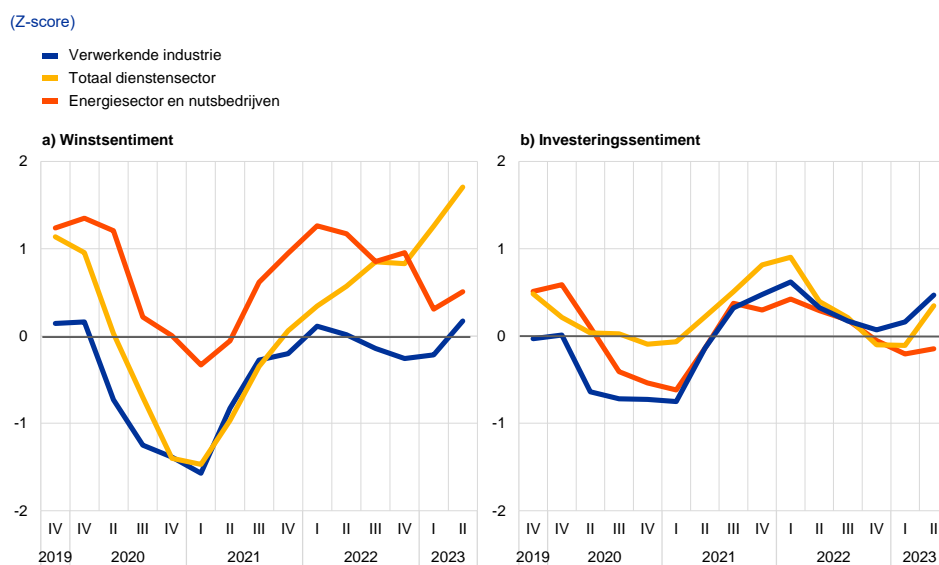
Toelichting: Het netto-investerings sentiment geeft weer hoe vaak synoniemen voor investeringen (investeringen, kapitaalinvesteringen, investeringsplannen, enz.) voorkomen in de winstbesprekingen van bedrijven. De Z-score wordt berekend door het historische gemiddelde af te trekken van elk datapunt en deze reeks te delen door de standaardafwijking. Recessieperiodes zijn grijs gemarkeerd. In de groei van de bedrijfsinvesteringen worden de investeringen in intellectuele-eigendomsproducten in Ierland en Nederland buiten beschouwing gelaten. De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2023 voor het nettosentiment (voor besprekingen tot en met 12 juni) en het eerste kwartaal van 2023 voor de bedrijfsinvesteringen.

Uit een analyse van de afzonderlijke sectoren blijkt dat het winstsentiment in 2023 tot dusver het hoogst was in de dienstensector, terwijl het investerings sentiment het sterkst was in de verwerkende industrie.

Tijdens de pandemie ging het winstsentiment meer achteruit in de dienstensector dan in de verwerkende industrie. Tijdens de herstelfase na de pandemie en opnieuw in de eerste helft van 2023, verbeterde het echter krachtiger in de dienstensector dan in de verwerkende industrie (Grafiek D, paneel a). Dit strookt ook met de andere sentimentsindicatoren, zoals de Purchasing Managers' Index (PMI). Het investerings sentiment is sinds begin 2022 evenwel scherp verslechterd in alle sectoren, hoewel het tot dusver in 2023 iets beter stand leek te houden in de verwerkende industrie dan in de dienstensector. In de energiesector en de nutsbedrijven was het winstsentiment de afgelopen drie jaar positiever dan in de overige sectoren, maar onlangs is het geslonken, als gevolg van het verloop van de energieprijzen. Het investerings sentiment was relatief zwak in die sector, mogelijk wegens de onzekerheid over de investeringen in energie, alsook in het licht van de groene transitie, zoals één bedrijf in de sector te kennen gaf (Grafiek D, paneel b).

Grafiek D

Winst- en investerings sentiment voor enkele sectoren in het eurogebied



Bronnen: NL Analytics en berekeningen van ECB-medewerkers.

Toelichting: De reeksen vormen geen gemiddelde van de totale reeks, aangezien sommige bedrijven niet in de sectorale classificaties zijn opgenomen. De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2023 (voor besprekingen tot en met 12 juni).

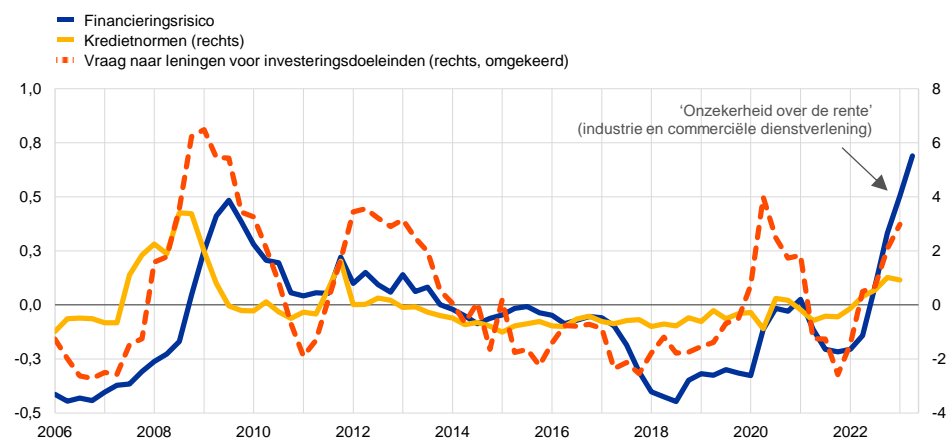
De bedrijven beschouwen de financieringsvoorwaarden momenteel als een aanzienlijk risico.

Ten behoeve van dit Kader werd ook een indicator van het financieringsrisico samengesteld door te zoeken naar sleutelwoorden als 'rente', 'financieringsvoorwaarden' en 'leenkosten', samen met 'onzekerheid' en 'risico'. De financieringsvoorwaarden werden tijdens de mondiale financiële crisis een groot risico geacht, in overeenstemming met de strengere kredietnormen en het geringere aantal leningen voor investeringsdoeleinden, die tot uiting kwamen in de enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied (Grafiek E). De bedrijven in de steekproef beschouwden de financieringsvoorwaarden ook als een verhoogd risico gedurende de overheidsschuldencrisis. Tijdens de herstelfase van 2015 tot 2019 liep de risicoperceptie omtrent de financieringsvoorwaarden al met al terug tot het peil van vóór de mondiale financiële crisis. Na een korte piek gedurende de pandemie hebben de bedrijven in 2023 tot dusver de financieringsvoorwaarden als een hoog en toenemend risico beschouwd, tegen de achtergrond van de snel stijgende rente en de recente spanningen op de financiële markten; dat risico bereikte de afgelopen kwartalen een sinds de mondiale financiële crisis ongekend niveau. Hoewel de indicatoren niet direct vergelijkbaar zijn, aangezien de indicator van het financiële risico ruimer is, lopen ze min of meer gelijk op met de kredietnormen. Volgens de enquête naar de bancaire kredietverlening gaat de perceptie van een hoger financieringsrisico ook gepaard met een inkrimping van de vraag naar leningen voor investeringsdoeleinden.

Grafiek E

Financieringsrisico, kredietnormen en vraag naar leningen voor investeringen in vaste activa in het eurogebied

(Z-score, procentuele saldi)



Bronnen: NL Analytics, enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied en berekeningen van ECB-medewerkers. Toelichting: De zoekopdracht in teksten naar de indicator van het financiële risico omvat sleutelwoorden als 'rente', 'financieringsvoorwaarden' en 'leenkosten'. De meest recente waarnemingen betreffen het eerste kwartaal voor de kredietnormen en de vraag naar leningen, en het tweede kwartaal van 2023 voor het financieringsrisico (voor besprekingen tot en met 12 juni).

3 Hoe heeft de winst per eenheid product bijgedragen aan de recente toename van de binnenlandse prijsdruk in het eurogebied?

Door Elke Hahn

De winst vormt een integraal onderdeel van de outputprijzen, net als de productiekosten zoals de lonen en de kosten van het intermediaire verbruik.

Ondernemingen bepalen welke winst ze willen nemen door hun prijzen vast te stellen op een bepaald niveau boven hun kosten om een vergoeding voor hun kapitaal te krijgen. Het verloop van de winst en de lonen, dat tot uiting komt in de bbp-deflator, is een belangrijke determinant van de onderliggende inflatie, zoals blijkt uit de sterk gelijklopende beweging tussen de bbp-deflator en indicatoren van de onderliggende inflatie, zoals de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP) ongerekend energie en voedingsmiddelen, of de HICP ongerekend energie (Grafiek A).¹ In dit Kader volgt een analyse van de invloed van de winst op de binnenlandse inflatie op basis van de winst per eenheid product die wordt afgeleid uit de nationale rekeningen.^{2,3} Er wordt ook nagegaan hoe winstindicatoren die zijn afgeleid uit de nationale rekeningen, die de bedrijfswinst beter benaderen, hebben bijgedragen tot de binnenlandse inflatie, en hoe de huidige signalen uit de winst per eenheid product op basis van de nationale rekeningen aansluiten op de signalen van de prijsophogingen en de winstmarge-indicatoren die zijn afgeleid uit de bedrijfsrekeningen.

¹ Dit geldt ondanks conceptuele verschillen tussen de twee soorten maatstaven. Er zijn bijvoorbeeld conceptuele verschillen in de dekking van de prijsdruk, aangezien de bbp-deflator alleen componenten van de toegevoegde waarde omvat, terwijl indicatoren van de onderliggende inflatie op alle componenten van de outputprijs betrekking hebben. Zo omvat de bbp-deflator de prijsdruk in de binnenlandse economie, terwijl indicatoren zoals de HICP ongerekend energie en voedingsmiddelen betrekking hebben op prijsontwikkelingen in de betreffende consumptiegoederensectoren, ongeacht of die goederen of diensten in het binnenland worden geproduceerd of worden geïmporteerd.

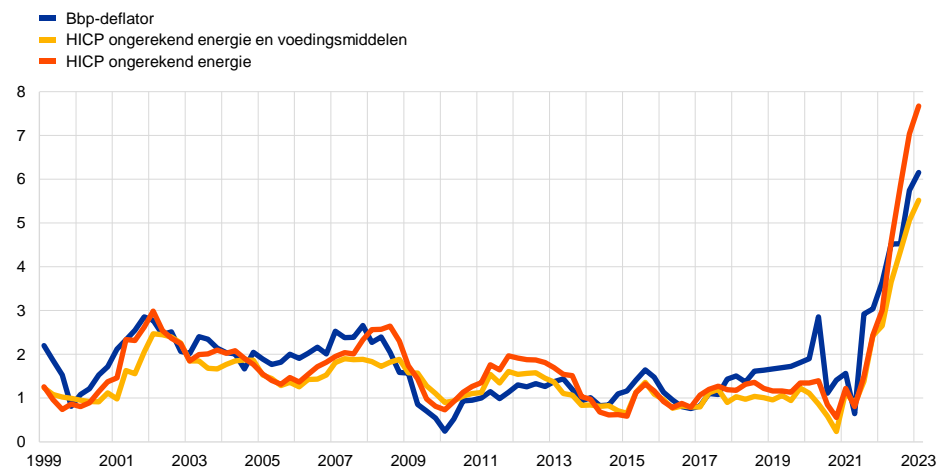
² Er moet worden opgemerkt dat de winst per eenheid product en de bedrijfswinst conceptueel verschillen, zoals verderop in dit Kader wordt toegelicht.

³ Zie ook Arce, Ó., Hahn, E. en Koester, G., "[How tit-for-tat inflation can make everyone poorer](#)", *The ECB Blog*, ECB, 30 maart 2023.

Grafiek A

Binnenlandse prijsdruk en geselecteerde indicatoren van de onderliggende inflatie

(mutaties in procenten per jaar; kwartaalgegevens)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente gegevens betreffen het eerste kwartaal van 2023.

Winstmaatstaven verschillen in reikwijdte en doelstellingen. In de nationale rekeningen wordt de rol van de winst in de binnenlandse prijsdruk geanalyseerd aan de hand van de winst per eenheid product. Die wordt gedefinieerd als het bruto-exploitationoverschot en het gemengd inkomen per eenheid product van het reële bbp. Ramingen van de ECB maken het mogelijk deze maatstaf ook af te leiden voor de sector van de niet-financiële ondernemingen. Een andere winstmaatstaf die in de nationale rekeningen beschikbaar is voor inflatieanalyse is de zogeheten winstmarge-indicator, die wordt berekend als de verhouding tussen de bbp-deflator tegen basisprijzen en de arbeidskosten per eenheid product. Die indicator omvat in welke mate winstontwikkelingen de arbeidskosten per eenheid product hebben doen toenemen of hebben getemperd bij het verklaren van de binnenlandse prijsdruk. Twee winstmaatstaven die uit de bedrijfsrekeningen kunnen worden afgeleid zijn de prijsophoging en de winstmarge. De prijsophoging wordt gedefinieerd als de verhouding tussen de prijs en de marginale kosten, waarbij deze laatste in de praktijk gewoonlijk worden benaderd aan de hand van de gemiddelde kosten. Deze indicator kan worden gebruikt om inzicht te krijgen in de prijsstrategie van bedrijven. Een algemeen gebruikte indicator van de winstmarge die wordt afgeleid uit de winst- en verliesrekening van de ondernemingen volgens de methode van de kostprijs van de omzet is de brutowinstmarge. Deze wordt berekend door de brutowinst te delen door de omzet, waarbij de brutowinst wordt gedefinieerd als de omzet minus de kosten van de verkochte goederen (dus minus onder meer de materiaal- en arbeidskosten).

De winst per eenheid product kan worden beïnvloed door ontwikkelingen in het intermediair verbruik. Het bbp is gebaseerd op het concept van de toegevoegde waarde. Het omvat de bijdragen van de winst (gedefinieerd als bruto-exploitationoverschot en gemengd inkomen), de beloning van werknemers en de belastingen (ongerekend subsidies) op de productie, maar omvat, in tegenstelling tot de brutoproductie, niet het intermediair verbruik (zoals dat van energie of

materialen).⁴ Aangezien het intermediair verbruik echter al volledig in mindering wordt gebracht op het bbp, kunnen de winstontwikkelingen aanwijzingen geven over de mate waarin een verandering in de kosten van het intermediair verbruik tot uiting komt in de outputprijs. Laten we andere invloeden op de prijs per eenheid product buiten beschouwing en gaan we uit van een situatie waarin de kosten van het intermediaire verbruik fors zijn gestegen (zoals de afgelopen twee jaar) en de ontwikkelingen per eenheid product zijn afgezwakt, dan is dit een aanwijzing dat de winst (deels of volledig) de kostenstijging heeft opgevangen zodat die niet (of niet volledig) wordt doorberekend in de outputprijs. Indien daarentegen de ontwikkelingen van de winst per eenheid product in een dergelijke situatie over het geheel genomen onveranderd blijven of zelfs toenemen, duidt dit erop dat de outputprijs met hetzelfde bedrag is verhoogd als de kostenstijging, of zelfs met een groter bedrag.

De binnenlandse prijsdruk zoals afgemeten aan de bbp-deflator is sinds medio 2021 sterk aangetrokken, met grote bijdragen van zowel de arbeidskosten per eenheid product als de winst per eenheid product. In het eerste kwartaal van 2023 bereikte de groei van de bbp-deflator van het eurogebied op jaarbasis een recordhoogte van 6,2%, tegen 5,7% in het voorgaande kwartaal, na een dieptepunt van 0,6% in het tweede kwartaal van 2021 (Grafiek B). Het gemiddelde tussen 1999 en 2019 (dat is de periode die aan de COVID-19-crisis voorafging) bedroeg 1,6%. Zoals blijkt uit Grafiek B hebben de arbeidskosten per eenheid product en de winst per eenheid product tijdens het afgelopen anderhalf jaar beide bijgedragen aan de stijging van de bbp-deflator. De bijdrage van de winst per eenheid product was vooral groot tijdens de laatste drie kwartalen, en vertegenwoordigt ongeveer 60% van de totale groei van de bbp-deflator (die hoger is dan het aandeel van 42% van het nominale bbp voor het bruto-exploitatieoverschot en het gemengd inkomen).⁵ De bijdrage van de subsidies aan de bbp-deflator was tijdens de COVID-19-crisis buitengewoon groot als gevolg van de overheidssteun in verband met regelingen voor het behoud van arbeidsplaatsen, maar ongewoon grote bijdragen werden recenter ook vastgesteld door de overheidssteun tijdens de energiecrisis.

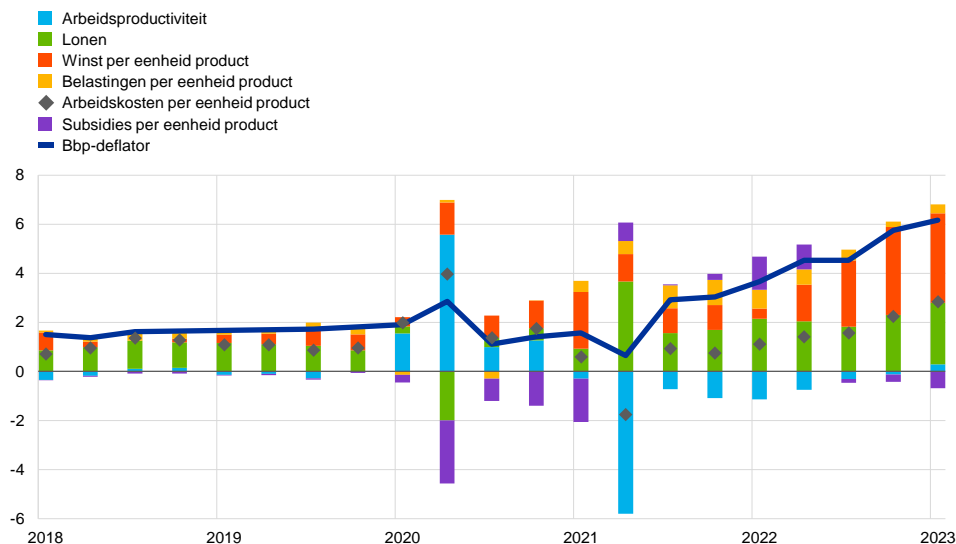
⁴ Een maatstaf van de brutoproductie is beschikbaar in input-outputstatistieken. Aangezien deze gegevens echter niet tijdig worden gepubliceerd, is het gebruik ervan voor beleidsanalyse beperkt.

⁵ In tegenstelling tot Grafiek B, geeft Grafiek 1 van Arce et al., op. cit., een uitsplitsing van de bbp-deflator, met inbegrip van een correctie voor het inkomen van zelfstandigen. Er moet worden opgemerkt dat verschillen tussen beide met betrekking tot de bijdrage van de winst per eenheid product gering zijn.

Grafiek B

Bbp-deflator en bijdragen

(mutaties in procenten per jaar en bijdrage in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente gegevens betreffen het eerste kwartaal van 2023.

Het bruto-exploitatietooverschot en het gemengd inkomen die worden gehanteerd voor de indicator voor de winst per eenheid product weerspiegelen een breed concept van winst. Het bruto-exploitatietooverschot heeft betrekking op alle institutionele sectoren, terwijl het gemengd inkomen betrekking heeft op de sector van de huishoudens (waaronder ook ondernemingen zonder rechtspersoonlijkheid vallen). Gemengd inkomen kan worden beschouwd als de winsten van zelfstandigen of ondernemingen zonder rechtspersoonlijkheid na aftrek van hun diverse kosten. However, these profits still include compensation for the labour input of the self-employed. Een vaak gebruikte manier om te corrigeren voor het deel inkomen uit arbeid dat is opgenomen in het gemengd inkomen bestaat erin aan te nemen dat zelfstandigen hetzelfde gemiddelde loon verdienen als werknemers en dit toegerekende inkomen uit arbeid in mindering te brengen op de component bruto-exploitatietooverschot en gemengd inkomen.⁶ Het bruto-exploitatietooverschot en het gemengd inkomen omvatten ook inkomen uit woondiensten (namelijk huur, die van invloed is op alle institutionele sectoren in de economie, en toegerekende huurgelden voor door de eigenaar bewoonde woningen, die alleen op de sector van de huishoudens van invloed zijn). Inkomen uit zelfstandige arbeid en woningen wordt doorgaans niet beschouwd als onderdeel van de bedrijfswinst.⁷ Een ander element van het bruto-exploitatietooverschot en het gemengd inkomen dat in dit verband het vermelden waard is, is het verbruik van vaste activa. Dat bestaat uit verworven kapitaalinkomsten, maar kan worden beschouwd als kosten voor ondernemingen, aangezien het nodig is om

⁶ Deze correctie voor het inkomen van zelfstandigen wordt doorgaans toegepast bij het afleiden van de standaardbijdrage van de winst aan de bbp-deflator van het eurogebied. Zie bijvoorbeeld Grafiek 1 in Arce et al., op. cit.

⁷ Zie voor een recente uitvoerige bespreking Haskel, J., "What's driving inflation: wages, profits, or energy prices?", toespraak aan het Peterson Institute for International Economics, Washington, DC, 25 mei 2023.

afgeschreven kapitaal te vervangen. Bijgevolg is een betere benaderingsmethode voor de bedrijfswinsten het bruto- of netto-exploitatietooverschot van de niet-financiële ondernemingen in de sectorrekeningen, waarbij het nettocijfer wordt berekend als het bruto-exploitatietooverschot van de niet-financiële ondernemingen minus het verbruik van vaste activa. Een laatste punt bij het bepalen van wat winst is, heeft betrekking op de impact van subsidies (zoals opgenomen in de component belastingen min de subsidies van het bbp). Afhankelijk van de bestemming worden dergelijke subsidies opgenomen in de winst of het arbeidsinkomen en gesaldeerd in de uitsplitsing van de bbp-deflator via de subsidiecomponent. De COVID-19-crisis en de energiecrisis hebben de afgelopen jaren geleid tot uitzonderlijk grote subsidies, doordat overheidssteun via regelingen voor het behoud van arbeidsplaatsen en in verband met de energiecrisis, deels, via subsidies is verleend. Subsidies hebben daardoor de afgelopen jaren een zichtbare impact gehad op de componenten arbeid en winst.⁸ Dergelijke subsidies die aan ondernemingen worden betaald, moeten dus worden onderscheiden van de bedrijfswinsten. Niettemin kan aanvullende financiering via subsidies in principe van invloed zijn op de plannen van bedrijven om hun prijzen aan te passen.

Uit sectorgegevens blijkt dat de ontwikkeling van het bruto- en het netto-exploitatietooverschot van niet-financiële ondernemingen een belangrijke factor is geweest voor de recente sterke ontwikkeling van de totale winst per eenheid product. Zoals hierboven toegelicht, benaderen het bruto- en het netto-exploitatietooverschot van niet-financiële ondernemingen de bedrijfswinsten beter dan de componenten bruto-exploitatietooverschot en gemengd inkomen, die betrekking hebben op de gehele economie. Grafiek C toont de bijdragen van het netto-exploitatietooverschot van de niet-financiële vennootschappen, hun consumptie van vaste activa en overig inkomen aan de winst per eenheid product voor de economie als geheel, zoals weergegeven in Grafiek B. Uit die uitsplitsing blijkt dat, hoewel alle drie de componenten de afgelopen kwartalen aantrokken, het bruto- en het netto-exploitatietooverschot van de niet-financiële ondernemingen recentelijk dynamischer zijn geweest dan de totale winst per eenheid product en belangrijke drijvende krachten waren achter de opleving van de winst per eenheid product.⁹ De bijdrage ervan aan de steeds sterkere groei van de bbp-deflator in de tweede helft van 2022 was merkbaar. Daaruit blijkt dat ondernemingen over het geheel genomen geen kostenstijgingen hebben opgevangen. Het wijst er immers op dat hun prijsstijgingen

⁸ Hoewel de subsidies in verband met regelingen voor het behoud van arbeidsplaatsen tijdens de COVID-19-recessie in de eerste plaats waren gericht op de stabilisering van het arbeidsinkomen en rechtstreeks tot uiting kwamen in die inkomenscomponent, hadden ze ook een zichtbare impact op de component winst per eenheid product, die veel veerkrachtiger was dan tijdens eerdere recessies. Ondernemingen streven er in het algemeen naar hun werknemers in de beginfase van een neergang in dienst te houden ten koste van de winst per eenheid product, maar deze neerwaartse druk op de winst per eenheid product lijkt te zijn verlicht door het veel ruimer gebruik van regelingen voor het behoud van arbeidsplaatsen in de context van de COVID-19-recessie. Zie het Kader “[De rol van de winstmarges in de aanpassing aan de coronacrisisschok](#)”, Economisch Bulletin, Nummer 2, ECB, maart 2021.

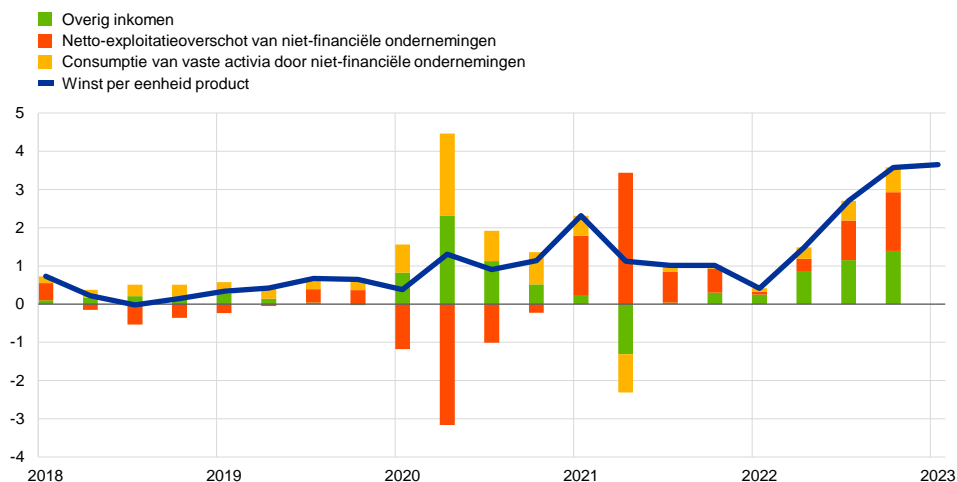
⁹ Hoewel het bruto- en het netto-exploitatietooverschot van de niet-financiële ondernemingen respectievelijk 54% en 28% van het totale bruto-exploitatietooverschot en het gemengd inkomen van de economie als geheel uitmaakten, verklaarden ze in de tweede helft van 2022 grotere aandelen (van respectievelijk bijna 60% en ruim 40%) van de bijdrage van de winst per eenheid product. Met een aandeel van respectievelijk ongeveer 23% en 12% van het nominale bbp bedroegen het bruto- en het netto-exploitatietooverschot van de niet-financiële ondernemingen respectievelijk ongeveer 36% en 25% van de totale groei van de bbp-deflator.

de kostenstijging overstegen, en zo hebben bijgedragen aan de toename van de binnenlandse inflatie.

Grafiek C

Uitsplitsing van de bijdrage van de winst per eenheid product

(bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen het eerste kwartaal van 2023 voor de winst per eenheid product en het vierde kwartaal van 2022 voor de componenten.

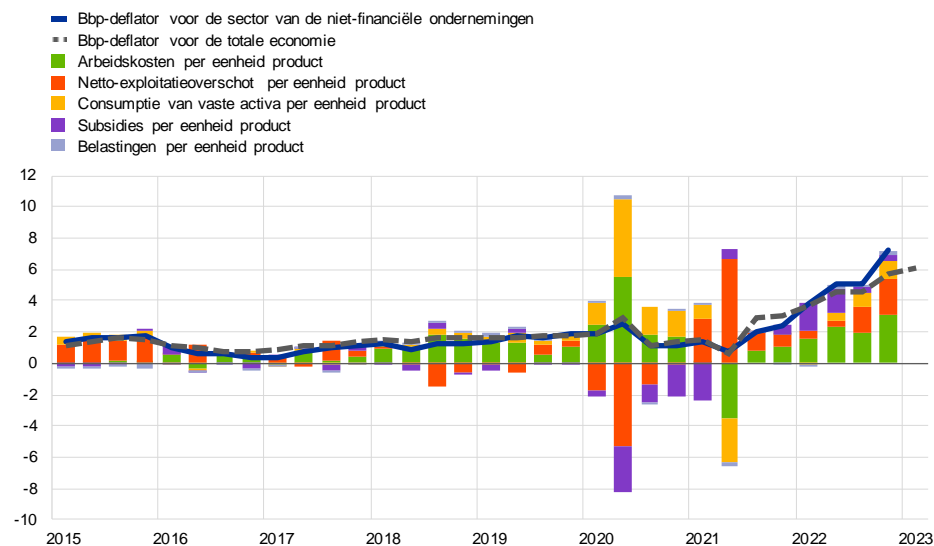
De binnenlandse prijsdruk in de sector van de niet-financiële ondernemingen lag de afgelopen kwartalen hoger dan die van de economie als geheel, als gevolg van de sterke toename van de arbeidskosten per eenheid product, en van een onevenredig grote bijdrage van de exploitatieoverschotten per eenheid product (Grafiek D). Het groeitempo op jaarbasis van de bbp-deflator voor de sector van de niet-financiële ondernemingen steeg in het vierde kwartaal van 2022 tot 7,2%, en overschreed daarmee de binnenlandse prijsdruk in de economie als geheel met 1,5 procentpunt. Dit is een afwijking van de historische regelmatigheden, aangezien het groeitempo van de bbp-deflator voor de sector van de niet-financiële ondernemingen doorgaans lager was dan dat voor de totale economie.¹⁰ De recente sterke groei van de bbp-deflator voor de sector van de niet-financiële ondernemingen weerspiegelde deels de sterke toename van de arbeidskosten per eenheid product voor die sector, waarvan het groeitempo op jaarbasis in het vierde kwartaal van 2022 5,1% bedroeg (0,6 procentpunt boven het overeenstemmende tempo voor de totale economie). Ondanks deze ontwikkelingen leverden de bruto- en netto-exploitationoverschotten in de tweede helft van 2022 onevenredig grote bijdragen aan de binnenlandse prijsdruk in de sector van de niet-financiële ondernemingen, die goed waren voor bijna 50% van de binnenlandse prijsdruk in brutotermen en iets meer dan 30% in nettotermen, duidelijk boven hun aandeel in het nominale bbp (respectievelijk ongeveer 40% en 20%).

¹⁰ In de periode 2002-2021 (vóór de recente sterke stijgingen) bedroeg de gemiddelde groei van de bbp-deflator voor de sector van de niet-financiële ondernemingen 1,1%, tegen 1,6% voor de economie als geheel. De bbp-deflator voor de sector van de niet-financiële ondernemingen is gebaseerd op interne ramingen van de ECB en is pas sinds 2002 beschikbaar.

Grafiek D

Bbp-deflator voor de sector van de niet-financiële ondernemingen en bijdragen

(mutaties in procenten per jaar en bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat, ECB en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen het eerste kwartaal van 2023 voor de bbb-deflator voor de totale economie en het vierde kwartaal van 2022 voor alle andere gegevens.

Traditionele macro-economische determinanten zouden hebben gewezen op een veel zwakkere ontwikkeling van de winst per eenheid product, wat aangeeft dat de recente groei vooral door minder gebruikelijke factoren wordt beïnvloed. Gewoonlijk wordt de winst per eenheid product voornamelijk door de conjunctuur en de ruilvoet beïnvloed.¹¹ Er zou kunnen worden verwacht dat de conjuncturele vertraging van de economische bedrijvigheid tot en met het eerste kwartaal van 2023 en de ongunstige ontwikkelingen van de ruilvoet in 2022 de ontwikkeling van de winst per eenheid product hebben getemperd. Een eerste reden voor de ongebruikelijk sterke winst per eenheid product is dat de vraag in veel sectoren groter was dan het aanbod, doordat de pandemie wijdverspreide aanbodbeperkingen veroorzaakte en de inhaalvraag zich in de nasleep ervan ontwikkelde. Een tweede reden is dat de sterke inputrijdsdynamiek (bijvoorbeeld voor energie) het voor ondernemingen gemakkelijker maakte de prijzen te verhogen, aangezien het in een dergelijke situatie moeilijker uit te maken is of de prijsstijging werd veroorzaakt door hogere kosten of door een hogere winst per eenheid product.¹² Ook de verwachting van verdere sterke stijgingen van de inputprijzen kan de bedrijven ertoe hebben aangezet prijsstijgingen te vervroegen om zo prijsveranderingen uit te vlakken over de tijd.¹³ Een andere reden kan zijn dat het klimaat van hoge inflatie als gevolg van de ruilvoetschok tot een aanzienlijke daling

¹¹ Zie het kader "Hoe bepalen winsten de binnenlandse prijsdruk in het eurogebied?", *Economisch Bulletin*, Nummer 6, ECB, september 2019, en het kader "De rol van de winstmarges in de aanpassing aan de coronacrisisschok", *Economisch Bulletin*, Nummer 2, ECB, maart 2021.

¹² Zie voor bewijs van het verband tussen inflatie en winstgroei Andler, M. en Kovner, A., "Do corporate profits increase when inflation increases?", *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 13 juli 2022.

¹³ Zie Glover, A., Mustré-del-Río, J. en von Ende-Becker, A., "How Much Have Record Corporate Profits Contributed to Recent Inflation?", *Economic Review*, Vol. 108, No 1, Federal Reserve Bank of Kansas City, eerste kwartaal van 2023.

van het reële inkomen voor de binnenlandse economie heeft geleid, en dat werknemers en bedrijven die verliezen mogelijk proberen te compenseren.

De rol van (bedrijfs)winsten in de inflatie is recentelijk ook geraamd op basis van geschatte prijsophogingen en winstmarges die uit de bedrijfsrekeningen werden afgeleid. Terwijl andere studies op basis van gegevens over de winst en de winst per eenheid product uit de nationale rekeningen de bevindingen in dit Kader bevestigen,¹⁴ wordt het feit dat de geschatte uit de bedrijfsrekeningen afgeleide prijsophogingen en winstmarges grotendeels onveranderd zijn, vaak geïnterpreteerd als een aanwijzing dat de rol van de winst in de inflatie minder duidelijk is.¹⁵ Vergelijkingen van de onderliggende concepten en gestileerde voorbeelden van de manieren waarop deze verschillende indicatoren reageren op een kostenschok in de intermediaire input tonen echter aan dat hun respectieve bewegingen in feite een consistent beeld geven.

In een situatie die wordt gekenmerkt door sterke stijgingen van de kosten voor het intermediair verbruik, stroken de grotendeels onveranderde prijsophogingen met een toegenomen inflatoire druk van de winst per eenheid product. De rol van de winst in de inflatie trok recentelijk de aandacht in de economische literatuur, waarbij de focus lag op de vraag of het mogelijk is inzichten over het gedrag van bedrijven af te leiden uit de gegevens uit de nationale rekeningen. In de micro-economische theorie wordt van bedrijven doorgaans verondersteld dat ze hun prijs vaststellen als een prijsophoging bovenop hun marginale kosten. Bijgevolg kan prijsdruk ontstaan door zowel marginale kosten als de prijsophoging. De prijsophoging wordt gewoonlijk gebruikt om de prijsstrategieën van de bedrijven te analyseren, die worden geacht onveranderd te blijven als de prijsophoging niet verandert. Bij sterke kostenstijgingen impliceert een ongewijzigde prijsophoging een even sterke stijging van de winst per eenheid product. Vanuit het perspectief van een onderneming kan deze ongewijzigde prijsophoging worden gezien als een ongewijzigde prijsstrategie en kan in dit opzicht niet worden beschouwd als een actieve bijdrage aan de inflatoire druk, aangezien de winsten gewoon dezelfde sterke dynamiek vertonen als de totale kosten. Macro-economisch en op basis van inflatieanalyse bekeken draagt elke toename van een prijscomponent echter bij tot de inflatie, ongeacht of er een verandering is geweest in het onderliggende prijszettingsgedrag.¹⁶

Tabel A toont gestileerde voorbeelden van ontwikkelingen in de prijsophoging en de winst per eenheid product in reactie op een schok in de kosten van intermediaire inputs. In de tabel wordt, op basis van een hypothetische

¹⁴ Zie bijvoorbeeld Ragnitz, J., “Gewinninflation und Inflationsgewinner”, ifo Institute, 7 december 2022; Capolongo, A., Kühl, M. en Skovorodov, V., “Firms’ profits: cure or curse?”, *ESM Blog*, 12 mei 2023; en de Europese Commissie, “Spring 2023 Economic Forecast: an improved outlook amid persistent challenges”, 15 mei 2023.

¹⁵ Zie bijvoorbeeld Colonna, F., Torrini, R. en Viviano, E., “The profit share and firm mark-up: how to interpret them?”, Occasional Paper No 770, Banca d’Italia, mei 2023, over prijsophogingen; en Schlautmann, C., “Inflation oder ‘Gierflation’ – Was sich von Grosskonzernen lernen lässt”, *Handelsblatt*, 11 mei 2023, over winstmarges die worden afgeleid uit de bedrijfsrekeningen.

¹⁶ Colonna et al., op. cit., tonen ook aan dat veranderingen in het winstaandeel niet altijd overeenstemmen met die in de prijsophoging – en dat, net als de winst per eenheid product, het winstaandeel niet kan worden beschouwd als een ondubbelzinnige indicator van veranderingen in het prijszettingsgedrag.

kostenstructuur, een onderscheid gemaakt tussen een situatie (Geval 1) waarin de prijsophoging op de totale kosten ongewijzigd blijft na de schok in de kosten van de intermediaire inputs en een situatie (Geval 2) waarin alleen de pure stijging van de inputkosten wordt overgedragen naar de outputprijs (waardoor de prijsophoging verandert). In Geval 1 betekent een stijging met 67% van de inputkosten in periode T1 een stijging met 33% van de totale kosten. Als een ongewijzigde prijsophoging van 20% wordt toegepast bovenop de totale kosten, stijgen ook de winst en de winst per eenheid product van de onderneming met 33%, waardoor hij niet alleen bijdraagt aan de initiële schok in de inputprijzen maar ook aan de inflatie. In Geval 2 stijgen de inputkosten en de totale kosten met hetzelfde bedrag als in Geval 1, maar alleen de zuivere kostenstijging wordt doorberekend in de prijs, terwijl de winst niet wordt aangepast in reactie op de schok in de inputprijzen. In deze situatie stijgt de prijs minder dan in Geval 1 (28%), wat een lagere prijsophoging impliceert. De winst en de winst per eenheid product blijven onveranderd en dragen bijgevolg niet bij aan de inflatie. Uit deze voorbeelden blijkt dus dat een stijging van de winst per eenheid product en de bijdrage ervan aan de inflatie in geval van een schok in de inputprijzen in overeenstemming kan zijn met een constante prijsophoging en dus met een ongewijzigd prijszettingsgedrag. Ze tonen ook aan dat de prijsophoging moet dalen wanneer de winst per eenheid product ongewijzigd moet blijven bij een inputkostenschok.

Tabel A

Gestileerd voorbeeld van de ontwikkelingen van de winstindicatoren in reactie op een schok in de inputprijzen

Indicatoren nationale rekeningen	Initiële periode (T0)	Geval 1		Geval 2	
		Aanname van constante prijsophoging		Zonder aanname van constante prijsophoging	
		T1	% verandering T0 naar T1	T1	% verandering T0 naar T1
Prijsophoging op de totale kosten	20%	20%	0%	15%	-25%
Reële eenheden	100	100	0%	100	0%
Intermediaire kosten	6.000	10.000	67%	10.000	67%
Arbeidskosten	6.000	6.000	0%	6.000	0%
Totale kosten = intermediaire kosten + arbeidskosten	12.000	16.000	33%	16.000	33%
Winst	2.400	3.200	33%	2.400	0%
Nominale brutoproductie = totale kosten + winst	14.400	19.200	33%	18.400	28%
Winst per eenheid product = winst / reële eenheden	24	32	33%	24	0%
Prijs = nominale brutoproductie / reële eenheden	144	192	33%	184	28%
Winsttaandeel = winst / (winst + arbeidskosten)	29%	35%	22%	29%	0%
Winsttaandeel = winst / nominale brutoproductie	17%	17%	0%	13%	-22%

Bron: ECB.

Toelichting: In Geval 1 wordt uitgegaan van een constant gebleven prijsophoging op de totale kosten; in Geval 2 wordt de prijsophoging berekend op basis van een aanname dat de prijs alleen de extra inputkosten maar geen extra winst weerspiegelt.

Evenzo kunnen, in een situatie van stijgende inputkosten, ongewijzigde brutowinstmarges in de bedrijfsrekeningen in overeenstemming zijn met een

toegenomen inflatoire druk van de winst. Zoals hierboven vermeld, is een vaak gebruikte indicator van de winstmarge die uit de bedrijfsrekeningen kan worden afgeleid de brutowinstmarge, die wordt gedefinieerd als de brutowinst gedeeld door de omzet. Ondanks verschillen in de onderliggende begrippen en gegevensbronnen kan de brutowinstmarge globaal worden beschouwd als de tegenpost van het winstaandeel (gedefinieerd als de verhouding tussen de winst en de nominale brutoproductie) in de nationale rekeningen. Op basis daarvan kan uit Tabel A worden afgeleid dat de brutowinstmarge onveranderd is in Geval 1 (waar de prijsophoging constant is) en deze ongewijzigde brutowinstmarge strookt met de stijgende winst per eenheid product en inflatoire druk van de winst. In Geval 2 (waarin alleen de gestegen inputkosten tot uiting komen in de prijs en de winst per eenheid product onveranderd blijft) daalt de brutowinstmarge, aangezien de brutowinsten onveranderd zijn terwijl de omzet toeneemt.

Over het geheel genomen is de winst per eenheid product de afgelopen kwartalen sterk gestegen en heeft hij een zichtbare bijdrage geleverd aan de binnenlandse prijsdruk in het eurogebied, maar hij zal naar verwachting als buffer fungeren om een deel van de doorberekening van de gestegen arbeidskosten tegen te gaan. Er werd een sterke groei opgetekend, niet alleen voor de brede indicator van de winst per eenheid product op basis van het bruto-exploitatieoverschot en het gemengd inkomen, maar ook voor strikter gedefinieerde winstindicatoren in de nationale rekeningen die de bedrijfswinsten beter benaderen. Tegen de achtergrond van stijgende kosten van de intermediaire input, is dit beeld van de dynamische ontwikkeling van de winst per eenheid product en van de opwaartse effecten op de inflatie in overeenstemming met de in de bedrijfsrekeningen over het algemeen ongewijzigde prijsophogingen en brutowinstmarges. Vooruitblikkend zouden de afnemende inhaalvraag als gevolg van de pandemie, de wegebbende knelpunten aan de aanbodzijde en de matigende effecten van de verkrapping van het monetair beleid kunnen betekenen dat ondernemingen onder grotere druk staan om de sterke loongroei en de daaruit voortvloeiende stijging van de arbeidskosten per eenheid product op te vangen.

De ontwikkeling van de loonquote in het eurogebied sinds het begin van de pandemie

Door Katalin Bodnár en Matthias Mohr

Recente ontwikkelingen van de economische bedrijvigheid en de sterke stijging van de inflatie hebben vragen opgeroepen over de inkomensverdeling tussen de productiefactoren, te weten arbeid en kapitaal. De loonquote (of arbeidsquote) is een maatstaf die sommige van deze verdelingsaspecten kan vastleggen. De quote geeft aan welk deel van het nominale binnenlandse inkomen wordt toegewezen aan arbeid. In dit Kader wordt de loonquote berekend als de totale loonsom van de werknemers, gecorrigeerd voor het aandeel van zelfstandigen, gedeeld door de nominale bruto toegevoegde waarde.¹ De loonquote is nauw verbonden met de winstmarges.² De ontwikkeling ervan weerspiegelt zowel structurele factoren op de lange termijn, zoals technologische veranderingen, globalisering, sectorale reallocatie en institutionele kenmerken (waaronder veranderingen in de regelgeving voor de arbeids- en productmarkten en (minimum)loonvormingskaders), als meer conjunctuurfactoren op middellange termijn, zoals de krapte op de arbeidsmarkt en de onderhandelingsmacht van werknemers.³ De loonquote kan een belangrijke indicator zijn van de inflatiedruk door tweede-ronde-effecten op de prijzen.

De loonquote in het eurogebied is sinds het begin van de aanvalsoorlog van Rusland tegen Oekraïne gedaald, na enige volatiliteit gedurende de coronapandemie (COVID-19) (Grafiek A). Eind 2019 lag de loonquote iets boven 62%, dicht bij het gemiddelde voor de lange termijn. Na het begin van de pandemie steeg deze sterk tot boven de 65% in het tweede kwartaal van 2020. Dit weerspiegelde de ont koppeling van de groei van de toegevoegde waarde en de groei van de loonsom als gevolg van de wijdverbreide toepassing van regelingen voor het behoud van banen. Tijdens de pandemiegerelateerde beperkingen daalde de productie en werkten werknemers minder uren dan normaal. In het kader van de regelingen voor het behoud van banen behielden ze echter hun arbeidsrelatie en werden ze door de overheid of werkgevers gedeeltelijk gecompenseerd voor het

¹ De correctie voor zelfstandigen in de teller gaat ervan uit dat ze gemiddeld per persoon hetzelfde arbeidsinkomen verdienen als werknemers in hun respectievelijke sector. De noemer "nominale bruto toegevoegde waarde" bestaat uit de som van de inkomens uit binnenlandse factoren (de loonsom van de werknemers, het bruto-exploitatieoverschot en het gemengde inkomen), het verbruik van vaste activa (of afschrijvingen) en "andere belastingen minus subsidies op de productie". Het is identiek aan "bruto binnenlands product tegen basisprijzen". Verwijzingen naar bedrijfssectoren hebben betrekking op alle NACE-sectoren, inclusief de sector overheidsdiensten. Deze laatste omvat het openbaar bestuur, defensie, onderwijs en de gezondheidszorg. De loonquote in de institutionele overheidssector is per definitie 100%. Dit komt omdat overheidsdiensten niet of slechts marginaal worden verkocht op markten, waardoor het niet mogelijk is om de loonquote van de institutionele overheidssector te berekenen.

² Zie voor recente ontwikkelingen in de winstmarges het Kader "[Hoe heeft de winst per eenheid product bijgedragen aan de recente toename van de binnenlandse prijsdruk in het eurogebied?](#)" in dit nummer van het Economisch Bulletin.

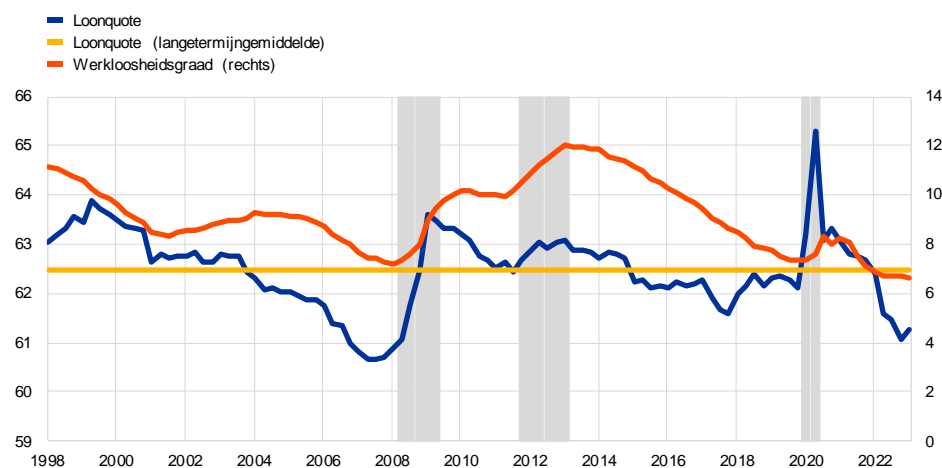
³ Zie bijvoorbeeld Guschanski, A. en Onaran, Ö., "The decline in the wage share: falling bargaining power of labour or technological progress? Industry-level evidence from the OECD", *Socio-Economic Review*, Vol. 20, Nummer 3, juli 2022, pp. 1091-1124; en Velasquez, A., "[Production Technology, Market Power, and the Decline of the Labor Share](#)", *IMF Working Paper*, No 23/32, het Internationaal Monetair Fonds, februari 2023.

verlies aan arbeidsinkomen. Een aanzienlijk deel van deze betalingen werd in de nationale rekeningen geregistreerd als looninkomen.⁴ Als gevolg hiervan daalde de totale loonsom van de werknemers minder dan de bruto toegevoegde waarde. Tegen het begin van 2022 waren de regelingen voor het behoud van banen grotendeels afgebouwd naarmate de economische bedrijvigheid aantrok en de loonquote was gedaald tot dicht bij het niveau van vóór de pandemie. Daarna bleef ze dalen tot eind 2022 en in het laatste kwartaal van 2022 lag de loonquote net boven 61%. Ze liep iets op in het eerste kwartaal van 2023, maar lag nog steeds onder het gemiddelde voor de lange termijn en ongeveer 0,9 procentpunt onder het niveau van het vierde kwartaal van 2019.

Grafiek A

De loonquote en de werkloosheid in het eurogebied

(links: in procenten van de nominale bruto toegevoegde waarde; rechts: in procenten van de beroepsbevolking)



Bronnen: Eurostat, Euro Area Business Cycle Network (EABCN) en berekeningen van ECB-medewerkers.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen het eerste kwartaal van 2023. Het gemiddelde voor de lange termijn van de loonquote berekend over de periode 1998-2023 is 62,4%, wat hetzelfde is als het gemiddelde voor de lange termijn berekend tot eind 2019. De gearceerde delen geven de recessieperiodes aan die door het Euro Area Business Cycle Network (EABCN) zijn gedateerd. De technische recessie eind vorig jaar wordt niet weergegeven op de grafiek, in overeenstemming met de beoordeling van het CEPR-EABCN Euro Area Business Cycle Dating Committee op 27 maart 2023.

Het is een algemeen gestileerd feit dat de loonquote een contracyclisch patroon volgt: ze stijgt aan het begin van een recessie en daalt wanneer het herstel inzet. Dit wordt geïllustreerd in Grafiek A, waarin de werkloosheidsgraad

(die eveneens contracyclisch is) kan worden gezien als een proxy voor de conjunctuurcyclus. De grafiek toont ook recessies in het eurogebied. De contracyclische aard van de loonquote is het gevolg van de verschillende vertragingen in de reacties van winsten en lonen op economische schokken. Aan het begin van een recessie dragen de winsten meestal het meest bij aan de daling van het inkomen, waardoor dus de loonquote toeneemt. Wanneer het herstel inzet, veert de winst sterk op, wat leidt tot een daling van de loonquote.⁵ Tijdens de financiële

⁴ Zie het artikel getiteld "[Wage developments and their determinants since the start of the pandemic](#)", *Economisch Bulletin*, Nummer 8, ECB, 2022; het kader getiteld "Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic" in het artikel getiteld "[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)", *Economisch Bulletin*, Nummer 8, ECB, 2020; en het kader getiteld "[Regelingen voor werktijdverkorting en de impact ervan op de lonen en op het beschikbaar inkomen](#)", *Economisch Bulletin*, nummer 4, ECB, 2020.

⁵ Zie "The Labor Share in Europe and the United States during and after the Great Recession", *World Economic Outlook*, het Internationaal Monetair Fonds, april 2012, blz. 36-37.

crisis van 2008 en de crisis in het eurogebied van 2010 tot 2012 begon de loonquote inderdaad op een laag punt in een oververhitte economie en steeg het vervolgens sterk in de twee recessiefasen van de periode vóór de pandemie, als gevolg van dalende winsten en 'labour hoarding', alvorens weer te matigen tijdens het herstel. De loonquote steeg ook aan het begin van de coronacrisis en de daaropvolgende stijging van de energieprijzen, maar die perioden waren van een andere aard: terwijl de primaire schokken zich tijdens de financiële crisis meestal aan de vraagzijde voordeden en de winsten drukten, werd de economie nu getroffen door een reeks schokken aan de aanbodzijde. Hoewel de arbeidsmarkt nu krappere is en de werkloosheid lager dan voor en tijdens de financiële crisis (wat de onderhandelingsmacht van werknemers zou versterken), is het huidige klimaat gunstiger gebleken voor stijgingen van de winstmarges.

De afname van de loonquote sinds begin 2022 was het grootst in de industrie en de bouwnijverheid, terwijl ze in de minder contactintensieve particuliere diensten en overheidsdiensten toenam. Ondanks de volatiliteit als gevolg van de pandemie steeg de loonquote in de laatstgenoemde sectoren tot een niveau dat nog hoger lag dan zou worden gesuggereerd door de opwaartse trends van vóór de pandemie (Grafiek B).⁶ Dit is voor beide sectoren waarschijnlijk het gevolg van de recente sterke loongroei. Minder contactintensieve sectoren verlenen voornamelijk diensten aan andere bedrijven, waaronder de industrie. De stijging van de loonquote in deze sectoren (zowel vóór als na de pandemie) zou deels verband kunnen houden met de dalende loonquote in de industriële sector en weerspiegelt het proces van uitbesteding van bijzonder goed betaalde banen in de professionele dienstverlening (zoals accountancy en juridische dienstverlening) aan meer gespecialiseerde dienstverlenende bedrijven. De sinds de pandemie versnelde digitalisering, die vraagt om een groter aandeel hoger opgeleide en beter betaalde werknemers, kan deze ontwikkelingen mogelijk nog verder hebben versneld.⁷ De meer contactintensieve diensten - voornamelijk handel, vervoer en accommodatie - zagen hun loonquote begin 2022 dalen, maar die daling vertoonde onlangs een omslag, terwijl er in de industrie en bouwnijverheid een duidelijker aanhoudende neerwaartse beweging zichtbaar is. Sommige van de recente dalingen kunnen het gevolg zijn van personeelstekorten na de pandemie. Werkgevers zullen misschien moeten besluiten om sommige vacatures in te vullen met minder geschoolde, lager

⁶ De loonquote alleen in de markteconomie, d.w.z. zonder overheidsdiensten, is sinds het vierde kwartaal van 2019 met 1,2 procentpunt gedaald. Tussen het vierde kwartaal van 2019 en het eerste kwartaal van 2023 steeg de loonsom per werknemer in de publieke sector en de minder contactintensieve sectoren met respectievelijk 9,5% en 12,4%, terwijl deze in de totale economie met 11,3% steeg. Het aantal werknemers nam ook sterk toe in deze omvangrijke sectoren, met respectievelijk 4,8% en 6,1%, terwijl het in de totale economie met 3,1% steeg.

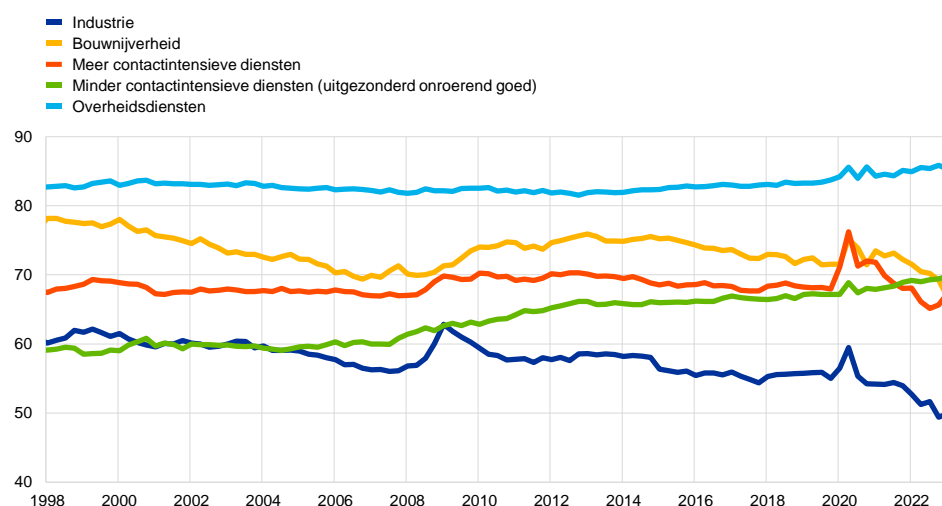
⁷ Voor empirisch bewijs van uitbesteding van diensten, zie Baker, P., Foster-McGregor, N., Koenen, J., Leitner, S.M., Schricker, J., Stehrer, R., Strobel, T., Vermeulen, J., Vieweg, H.-G. en Yagafarova, A., "[The Relation between Industry and Services in Terms of Productivity and Value Creation](#)", *wiiw Research Report*, Nummer 404, The Vienna Institute for International Economic Studies, juli 2015; Falk, M. en Peng, F., "The increasing service intensity of European manufacturing", *The Service Industries Journal*, Vol. 33(15-16), 2013, pp. 1686-1706; en Schettkat, R. en Yocarini, L., "The shift to services employment: A review of the literature", *Structural Change and Economic Dynamics*, Vol. 17(2), juni 2006, pp. 127-147. Voor het over het geheel genomen empirische bewijs van een gemengd beeld van de langetermijneffecten van digitalisering en automatisering op de lonen en de loonquote, die grotendeels lijken te worden beïnvloed door de structuur van de economie en haar arbeidsmarktinstituties, zie Work stream on digitalisation, "[Digitalisation: channels, impacts and implications for monetary policy in the euro area](#)", *Occasional Paper Series*, nr. 266, ECB, september 2021.

betaalde werknemers. De toename van het aandeel van arbeidsmigranten (die doorgaans minder verdienen dan lokale werknemers) in de werkgelegenheid in het eurogebied, van 7,9% in het vierde kwartaal van 2019 tot 8,6% in het vierde kwartaal van 2022, heeft mogelijk ook bijgedragen aan de algehele daling van de loonquote.

Grafiek B

De loonquote in de belangrijkste economische sub-sectoren in het eurogebied

(percentage bruto toegevoegde waarde)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van medewerkers van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen het eerste kwartaal van 2023. Meer contactintensieve diensten omvatten handel, vervoer, accommodatie en andere diensten. Minder contactintensieve dienstensectoren omvatten informatie en communicatie, financiën en verzekeringen, en professionele en administratieve diensten.

Verschuivingen in economische bedrijvigheid tussen sectoren speelden geen rol in de meest recente daling van de in het eurogebied opgetekende geaggregeerde loonquote.

Veranderingen in de geaggregeerde loonquote kunnen worden veroorzaakt door sectorale veranderingen waarbij sectoren met een traditioneel lagere (of hogere) loonquote een grotere bijdrage leveren aan de totale toegevoegde waarde. Uit een shift-share-analyse blijkt echter dat een verschuiving in de weging van de toegevoegde waarde in de belangrijkste sectoren naar sectoren met een lagere loonquote slechts marginaal – met -0,1 procentpunt – heeft bijgedragen aan de daling van de loonquote. In plaats daarvan is de daling vooral te verklaren door dalingen binnen sub-sectoren, die -0,6 procentpunt hebben bijgedragen aan de algehele daling van de loonquote sinds het laatste kwartaal van 2019.⁸

De dalende reële consumentenlonen weerspiegelen de lagere loonquote en de verslechterende ruilvoet, maar het effect van reël loonverlies op inkomens van huishoudens is gedeeltelijk verzacht door budgettaire steunmaatregelen.

De reële consumentenlonen zijn gedaald sinds het begin van de oorlog in Oekraïne, wat impliceert dat een deel van de recente schok in de ruilvoet en het effect daarvan

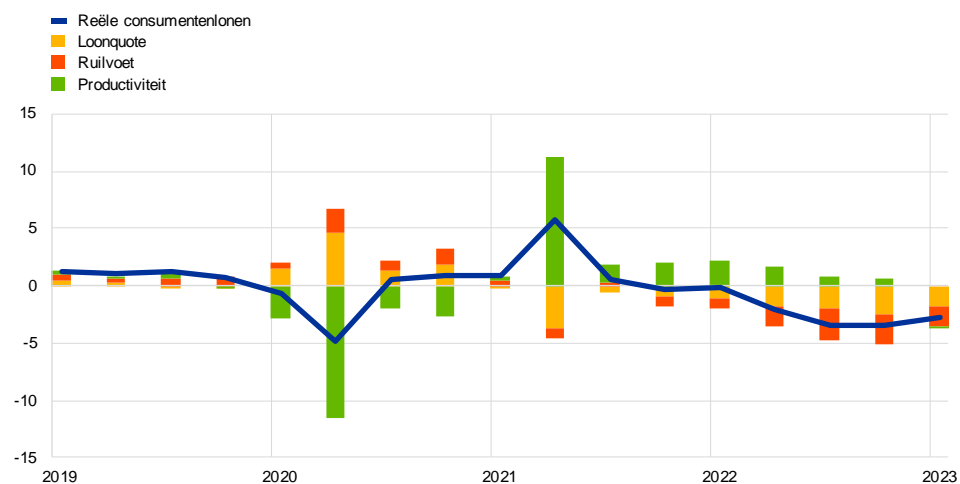
⁸ Een verdere negatieve bijdrage van ongeveer -0,2 procentpunten kwam van een restcomponent, die een negatieve correlatie tussen sectorniveaus van de loonquote en hun respectievelijke veranderingen weerspiegelt. De berekening volgt de shift-share analyse van de productiviteit in Denis, C., McMorrow, K. en Röger, W., "An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)", *European Economy - Economic Papers*, nr. 208, Europese Commissie, juli 2004, p. 78.

op de consumptieprijninflatie door de werknemers wordt geabsorbeerd (Grafiek C). In het eerste kwartaal van 2023 vertoonden de reële lonen deels een zeker herstel. Hoewel de uitsplitsing van de reële lonen in de loonquote, de ruilvoet en de productiviteitsgroei mechanisch is en geen rekening kan houden met de endogeniteit van deze ontwikkelingen (bijvoorbeeld tussen de loonquote en de productiviteitsgroei), illustreert ze toch de samenloop van ontwikkelingen in de loonquote en de groei van de reële lonen in de afgelopen kwartalen. Enerzijds is dit het gevolg van sprongsgewijze loononderhandelingen, waardoor lonen zich langzamer aanpassen dan prijzen en winsten. Anderzijds hebben sommige overheidssteunmaatregelen – in 2022 goed voor 1,9% van het bbp in het eurogebied – het effect van de hoge inflatie (voornamelijk energie-inflatie) op huishoudens met lage inkomens beperkt en het inkomenseffect van de daling van de reële lonen verzacht.⁹ Deze steun heeft mogelijk geholpen om zowel de volatiliteit in de reële economie als het effect van de hoge inflatie tegen te gaan. De daling van de loonquote geeft dus waarschijnlijk een vertekend beeld van de werkelijke verandering in de inkomensverdeling. Aangezien de totale inflatie afneemt, de nominale loongroei toeneemt en de winsten naar verwachting de daaruit voortvloeiende stijging van de arbeidskosten per eenheid product zullen absorberen, mag worden verwacht dat de loonquote zich verder zal herstellen tot een waarde die dicht bij het gemiddelde ligt van vóór de pandemie op langere termijn.¹⁰

Grafiek C

De loonquote en de reële consumentenlonen in het eurogebied

(groei in procenten en bijdragen in procentpunten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van medewerkers van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen het eerste kwartaal van 2023. "Ruilvoet" wordt hier gedefinieerd als de verhouding tussen de deflator van de toegevoegde waarde en de deflator van de particuliere consumptie. Deze laatste omvat de prijzen van geïmporteerde goederen en diensten, terwijl de deflator van de toegevoegde waarde dat niet doet.

⁹ Zie het Kader "Wie betaalt de rekening? De ongelijke invloed van de recente energieprijsschok", *Economisch Bulletin*, Nummer 2, ECB, 2023; en het kader "Actualisering van de reacties van het begrotingsbeleid in het eurogebied op de energiecrisis en de hoge inflatie", *Economisch Bulletin*, Nummer 2, ECB, 2023.

¹⁰ Zie Kader 3, "Hoe heeft de winst per eenheid product bijgedragen aan de recente toename van de binnenlandse prijsdruk in het eurogebied?" in dit nummer van het Economisch Bulletin.

Verkoopprijsverwachtingen van bedrijven – aanwijzingen afkomstig uit de SAFE

Door Annalisa Ferrando, Asger Munch Gronlund en Erzsebet Judit Rariga

In dit Kader worden de verwachtingen van bedrijven met betrekking tot hun verkoopprijzen voor de periode van april 2023 tot april 2024 onderzocht, met de nadruk op de heterogeniteit tussen bedrijven in de detailhandelssector en bedrijven buiten de detailhandelssector. De meest recente [enquête betreffende de toegang van ondernemingen tot financiering \(SAFE\)](#), die tussen 6 maart en 14 april 2023 werd uitgevoerd, bevatte twee incidentele vragen over de subjectieve verwachtingen van bedrijven met betrekking tot veranderingen in i) hun verkoopprijzen en ii) de lonen van hun huidige werknemers gedurende de komende twaalf maanden.¹ In dit Kader richten we ons uitsluitend op de verwachtingen van bedrijven met betrekking tot hun verkoopprijzen. Aangezien de SAFE zowel bedrijven omvat die aan andere bedrijven verkopen als bedrijven die aan consumenten verkopen, vormen hun gemiddelde verwachtingen over toekomstige verkoopprijzen een mix van producenten- en consumentenprijzen. Bedrijven zijn daarom volgens hun NACE-classificatie² gegroepeerd in twee omvangrijke sectoren: “in de detailhandelssector” en “buiten de detailhandelssector”. Dit is om onderscheid te maken tussen bedrijven die halffabricaten en consumptiegoederen en diensten aan andere bedrijven verkopen en bedrijven die rechtstreeks aan eindgebruikers verkopen.³

Gemiddeld verwachten bedrijven in het eurogebied dat hun verkoopprijzen de komende twaalf maanden met 6,1% zullen stijgen, met sterkere stijgingen in de

¹ Zie voor meer details over de loonverwachtingen van bedrijven Box 1 “Ad hoc questions – Firms’ expectations about selling prices and wages” in het [rapport](#) over de 28e ronde van de SAFE (oktober 2022–maart 2023).

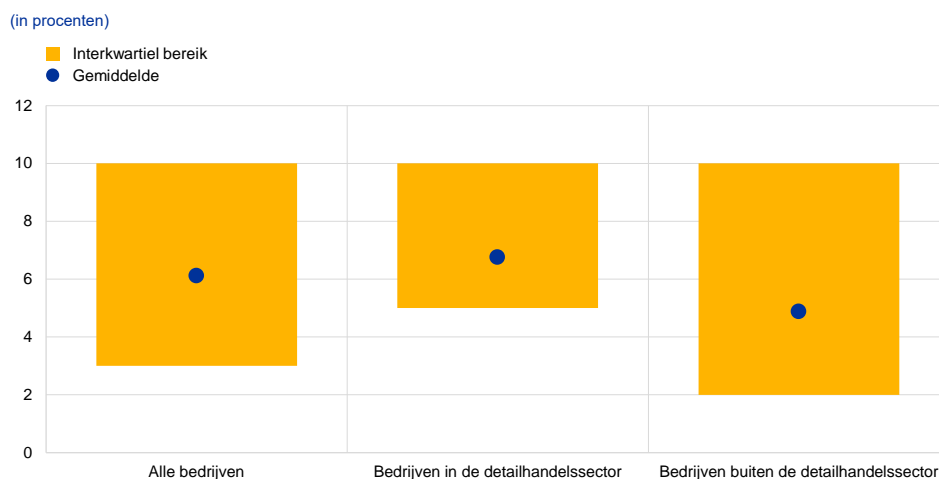
² De “Statistische nomenclatuur van de economische activiteiten in de Europese Gemeenschap”, afgekort als NACE, is de classificatie van economische activiteiten in de Europese Unie.

³ De groep “bedrijven in de detailhandelssector” omvat bedrijven die voornamelijk actief zijn in de detailhandel, handel in auto’s, personenvervoer, verschaffen van accommodatie en maaltijden – sectoren die rechtstreeks onder de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP) vallen. De bedrijven in de groep “buiten de detailhandelssector” zijn voornamelijk actief in de productiesector en de bouwnijverheid. Deze groep hangt nauwer samen met halffabricaten of consumptiegoederen die minder direct verbonden zijn met consumenten en de detailhandel. Hoewel deze exercitie is gericht op bedrijven in sectoren die relevant zijn voor de HICP, weerspiegelt de steekproef niet noodzakelijkerwijs de algehele samenstelling van het HICP-mandje. Daardoor kunnen de hier gerapporteerde verwachtingen van bedrijven met betrekking tot hun toekomstige verkoopprijzen om drie redenen niet rechtstreeks worden vergeleken met algemeen gebruikte maatstaven voor de inflatieverwachtingen met betrekking tot consumentenprijzen. Ten eerste: hoewel we hier bedrijven in de detailhandelssector definiëren als die bedrijven in sectoren die voor de berekening van de HICP in aanmerking komen, kunnen deze bedrijven ook betrokken zijn bij groothandel, in welk geval hun prijzen juist de producentenprijzen zouden weerspiegelen. Ten tweede verkopen verschillende bedrijven halffabricaten in plaats van eindproducten, terwijl slechts eindproducten tot uiting komen in de HICP. Ten derde verwijzen de antwoorden naar de prijzen van de bedrijven zelf en niet naar een geaggregeerde prijsindex. Doordat de gedetailleerde sectorinformatie wordt afgeleid door de individuele antwoorden op de enquête te koppelen aan de jaarrekeningen van bedrijven uit de Orbis-database van Bureau Van Dijk wordt de exercitie uitgevoerd op een subset van 5.829 van de 10.983 geënquêteerde bedrijven.

detailhandelssector (Grafiek A).⁴ Op basis van de NACE-classificatie melden bedrijven in de detailhandelssector en andere sectoren die voornamelijk aan eindgebruikers verkopen gemiddeld aanzienlijk hogere verwachte verkoopprijzen (6,8%) voor de komende twaalf maanden dan bedrijven buiten de detailhandelssector (4,9%), evenals een minder gespreide verdeling.

Grafiek A

Veranderingen in de gemiddelde verwachte verkoopprijs voor de komende twaalf maanden



Bronnen: SAFE (ECB en Europese Commissie).

Toelichting: Gemiddelde verwachtingen met betrekking tot de verkoopprijzen voor de komende twaalf maanden zoals gerapporteerd door bedrijven in het eurogebied, samen met interkwartiele bereiken, met toepassing van gewichten uit de enquête. De statistieken zijn berekend nadat de gegevens per land zijn getrimd bij het 1e en 99e percentiel. De verdeling voor "Alle bedrijven" omvat de antwoorden van alle bedrijven die zijn meegenomen in de SAFE (10.983). Zie de betreffende voetnoot voor meer informatie over de indeling van bedrijven in "in de detailhandelssector" en "buiten de detailhandelssector". De verandering in de gemiddelde verwachte verkoopprijs voor de deelsteekproef aan bedrijven in de detailhandelssector en bedrijven buiten de detailhandelssector die zijn samengevoegd met de Orbis-dataset van Bureau Van Dijk bedraagt 5,6%. De cijfers hebben betrekking op de 28e ronde van de SAFE (oktober 2022-maart 2023).

Bedrijven die recente stijgingen van input- en financieringskosten hebben gemeld, verwachten hogere verkoopprijzen (Grafiek B).

Bedrijven die deelnemen aan de SAFE rapporteren of hun arbeidskosten, andere inputkosten (voornamelijk met betrekking tot materialen en energie) en de kosten van bankkrediet de afgelopen zes maanden zijn gestegen, gelijk zijn gebleven of zijn gedaald. "Reduced-form regressions" waarin het gezamenlijke effect van dergelijke productie- en financieringskosten wordt meegenomen, duiden erop dat bedrijven die in de periode van oktober 2022 tot maart 2023 een stijging van materiaal- en energiekosten rapporteerden verwachten dat hun verkoopprijzen de komende twaalf maanden met ongeveer 2 procentpunten meer zullen stijgen dan die van bedrijven die ongewijzigde of dalende inputkosten (anders dan arbeidskosten) rapporteerden. In het verleden gerapporteerde stijgingen van energie- en materiaalkosten zijn relevant voor de toekomstige verkoopprijzen van zowel bedrijven in de detailhandelssector als bedrijven buiten de detailhandelssector, maar het effect is groter voor bedrijven buiten de detailhandelssector. Een verklaring zou kunnen zijn dat bedrijven buiten de detailhandelssector vooral in de productiesector actief zijn,

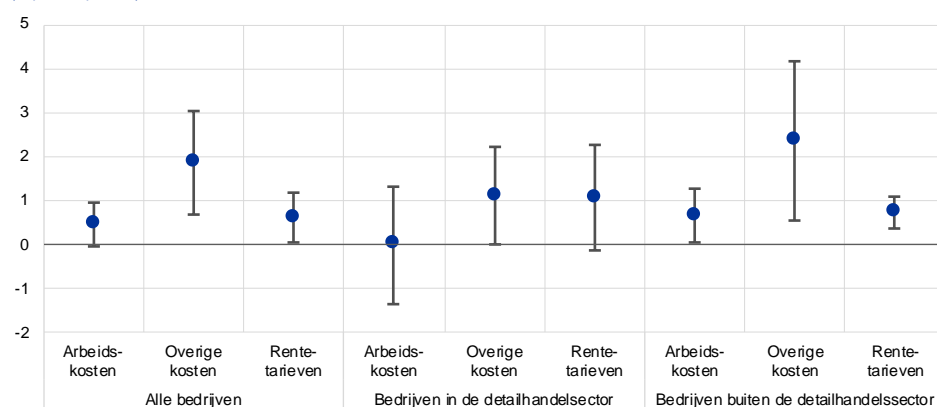
⁴ De gewogen gemiddelden zijn berekend na het weglaten van waarnemingen onder het 1e percentiel en boven het 99e percentiel van de verdeling per land. De mediane verwachting voor prijs- en loonveranderingen is precies 5% voor alle grootteklassen.

waar energie- en andere inputkosten een groter aandeel van de totale kosten vormen dan in de detailhandelssector. Daarnaast verwachten bedrijven buiten de detailhandelssector die in het verleden stijgingen van arbeids- en rentekosten hebben gemeld dat hun verkoopprijzen het komende jaar zullen stijgen. De “reduced-form estimates” van het effect van de rente zijn consistent met het ontstaan van een kostenkanaal van monetaire transmissie, waardoor veranderingen in de rente het prijszettingsgedrag en de inflatieontwikkelingen beïnvloeden door middel van een verhoging van de reële marginale kosten.⁵ Tegelijk is deze “reduced-form regression” op bedrijfsniveau ontoereikend om het algehele dempende effect van hogere rentetarieven op de inflatie via een traditioneel kanaal van monetaire transmissie op basis van de geaggregeerde vraag vast te leggen.

Grafiek B

Verwachte verkoopprijzen en historische productie- en financieringskosten

(in procentpunten)



Bronnen: SAFE (ECB en Europese Commissie) en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De grafiek toont coëfficiënten van de regressie van de verandering in verwachte prijzen op veranderingen in arbeidskosten, andere kosten (materiaal en energie) en de hoogte van rentetarieven. De rechtvariabelen in de regressie krijgen waarde 1 als bedrijven een stijging van de arbeidskosten, andere kosten of de rentestand aangeven voor de periode oktober 2022-maart 2023. De regressies omvatten vaste effecten voor land en bedrijfs grootte. De verticale lijnen geven 90%-betrouwbaarheidsintervallen weer op basis van geclusterde standaardfouten per land. Zie de betreffende voetnoot voor details over de categorieën “Alle bedrijven”, “Bedrijven in de detailhandelssector” en “Bedrijven buiten de detailhandelssector”. De cijfers hebben betrekking op de 28e ronde van de SAFE (oktober 2022-maart 2023).

De verwachte stijgingen van de verkoopprijzen zijn zowel in als buiten de detailhandelssector hoger voor bedrijven die een stijging van hun omzet verwachten (Grafiek C).

In hun antwoorden op de SAFE geven bedrijven ook aan of hun omzet en winst in de afgelopen zes maanden en hun verwachte omzet voor de komende zes maanden zijn gestegen, gelijk gebleven of gedaald. Voor alle bedrijven in de steekproef en in de uitsplitsingen van bedrijven naar sector geldt dat historische omzet- en winststijgingen niet zijn geassocieerd met bedrijven die een significant verschil in verwachte verkoopprijzen rapporteren. Zowel bedrijven in de detailhandelssector als bedrijven buiten de detailhandelssector meldden significant hogere verwachte verkoopprijzen als deze in de komende zes maanden ook een hogere omzet verwachtten. Dit zou een gevolg van kunnen zijn van het feit dat bedrijven die na de heropening van de economie een grotere vraag naar hun producten en diensten verwachten eerder geneigd zijn om hun prijzen te verhogen.

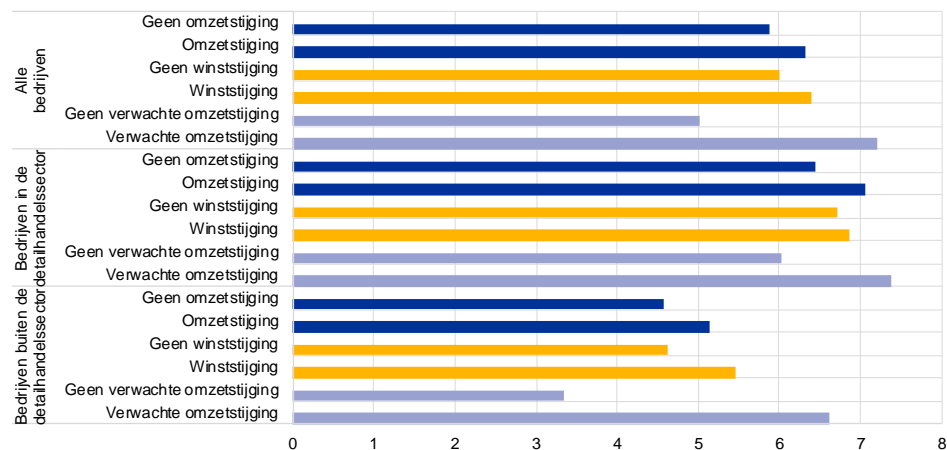
⁵ Zie bijvoorbeeld Ravenna, F. en Walsch, C.E., “Optimal Monetary Policy with the Cost Channel”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, nr. 2, maart 2006, blz. 199-216.

De verwachte toekomstige stijging van de verkoopprijzen en omzet kan ook worden ingegeven door hoger dan verwachte inputkosten.

Grafiek C

Verwachtingen met betrekking tot verkoopprijzen naar omzet en winst

(in procenten)



Bronnen: SAFE (ECB en Europese Commissie).

Toelichting: Gemiddelde verwachtingen met betrekking tot verkoopprijzen voor de komende twaalf maanden zoals gerapporteerd door bedrijven in het eurogebied voor bedrijven die een stijging van hun omzet/winst of een daling/geen verandering in hun omzet/winst in de afgelopen zes maanden rapporteerden en bedrijven die een stijging of daling/geen verandering in de verwachte omzet in de komende zes maanden rapporteerden, met toepassing van gewichten uit de enquête. De gemiddelde verwachtingen met betrekking tot de verkoopprijzen zijn berekend nadat de gegevens per land zijn getrimd bij het 1e en 99e percentiel. De verdeling voor "Alle bedrijven" omvat de antwoorden van alle bedrijven die deel uitmaken van de enquête (10.983). Zie de betreffende voetnoot voor meer informatie over de indeling van bedrijven in "in de detailhandelssector" en "buiten de detailhandelssector". De cijfers hebben betrekking op de 28e ronde van de SAFE (oktober 2022-maart 2023).

Productiebedrijven in sectoren en landen die in het verleden hogere producentenprijzen rapporteerden, verwachten een geringere stijging van de verkoopprijzen in de komende twaalf maanden (Grafiek D).

Bedrijven in de productiesector (waarvoor gegevens over producentenprijzen beschikbaar zijn op sectorniveau per land) vertonen een aanzienlijke heterogeniteit in hun verwachte verkoopprijzen. De bedrijven waarvoor in het derde kwartaal van 2022 stijgingen van de producentenprijzen boven de mediaan werden gerapporteerd, verwachten stijgingen van ongeveer 3,4% (voor het derde kwartaal van de verdeling van de producentenprijsinflatie) en 2% (voor het vierde kwartaal), wat ruim onder de gemiddelde verwachte verkoopprijs ligt.⁶ Bedrijven in sectoren die in het verleden een stijging van de producentenprijzen beneden de mediaan rapporteerden, verwachten voor volgend jaar hogere verkoopprijzen (circa 5,5% hoger). Aangezien productiesectoren voornamelijk halffabricaten aan andere sectoren verkopen, kan deze heterogeniteit ons helpen om inzicht te krijgen in de doorwerking van producentenprijzen in consumentenprijzen.⁷ Het waargenomen prijszettingsgedrag kan consistent zijn met toestandsafhankelijke prijsmodellen waarin de

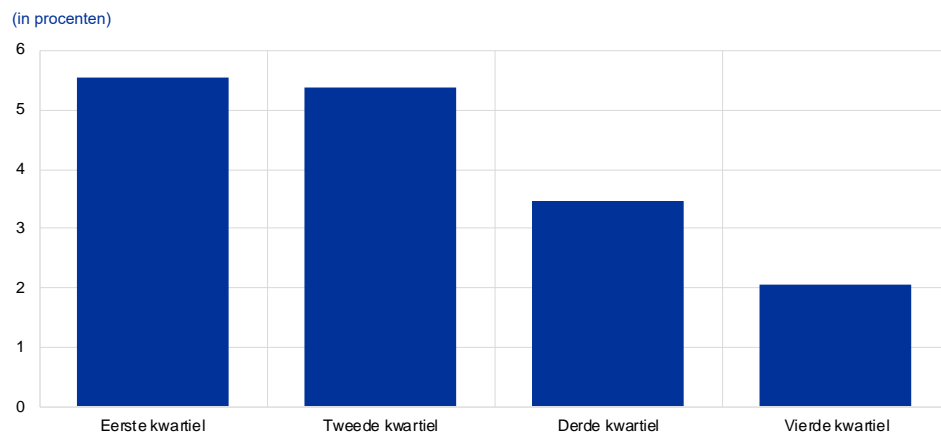
⁶ Volgens kwartaalgegevens op basis van tweecijferige NACE Rev. 2-codes op landniveau bedraagt de mediane producentenprijsindex voor het derde kwartaal van 2022 ongeveer 13%.

⁷ Zie ook Kader 3, "Hoe heeft de winst per eenheid product bijgedragen aan de recente toename van de binnenlandse prijsdruk in het eurogebied?" in dit nummer van het *Economisch Bulletin* voor een verdere analyse van de bijdrage van de winst per eenheid product aan de binnenlandse prijsdruk in het eurogebied.

waarschijnlijkheid van prijsaanpassingen toeneemt naarmate de prijzen minder in evenwicht zijn.⁸

Grafiek D

Verwachtingen met betrekking tot verkoopprijzen per kwartiel van eerdere producentenprijsstijgingen



Bronnen: SAFE (ECB en Europese Commissie), Eurostat en berekeningen van de ECB.
Toelichting: Verwachte veranderingen in verkoopprijzen voor bedrijven in de productiesector. De grafiek toont de gemiddelde verwachte verkoopprijzen in de komende twaalf maanden per kwartiel van de producentenprijsstijgingen in het derde kwartaal van 2022. De producentenprijsindex wordt gedefinieerd als de procentuele verandering ten opzichte van dezelfde periode in het voorgaande jaar. Voor bedrijven in het eerste kwartiel ligt de PPI op het niveau van de NACE Rev. 2-code per land tussen -4,4% en 8%, voor bedrijven in het tweede kwartiel tussen 8% en 13%, voor bedrijven in het derde kwartiel tussen 13% en 18% en voor bedrijven in het vierde kwartiel tussen 18% en 80%. De cijfers hebben betrekking op de 28e ronde van de SAFE (oktober 2022-maart 2023).

⁸ Karadi, P., Schoenle, R. en Wursten, J., “Measuring price selection in microdata: it’s not there”, *Working Paper Series*, nr. 2566, ECB, juni 2021.

6 De grote inkrimping van de externe financiële stromen van het eurogebied in 2022 – inzichten op basis van meer fijnmazige betalingsbalansstatistieken

Door Lorenz Emter, Mariadolores Schiavone en Martin Schmitz

Dit Kader biedt een analyse van de inkrimping van de externe financiële stromen van het eurogebied in 2022 – de grootste sinds de wereldwijde financiële crisis – waarvoor gebruik is gemaakt van nieuwe uitsplitsingen van de statistieken betreffende de betalingsbalans en de internationale investeringspositie van het eurogebied.¹

Een belangrijke ontwikkeling in 2022 was de omslag van het saldo op de lopende rekening van het eurogebied van een overschot van € 285 miljard (2,3% van het bbp) in 2021 naar een tekort van € 137 miljard (-1,0% van het bbp). Dit was de grootste verandering op jaarbasis in het saldo op de lopende rekening van het eurogebied die ooit is genoteerd.² Tijdens diezelfde periode daalde het overschot op de financiële rekening van € 312 miljard naar € 14 miljard euro tegen de achtergrond van een scherpe omslag in de financiële stromen van het eurogebied, zowel aan de actief- als aan de passiefzijde. De analyse van de financiële rekening is de afgelopen jaren steeds complexer geworden als gevolg van de expansie van internationale financiële intermedietieketens, waarbij vaak in internationale financiële centra gevestigde niet-bancaire entiteiten zijn betrokken.³ Zoals in de internationale statistische handboeken wordt aanbevolen, heeft de ECB nieuwe uitsplitsingen van de statistieken betreffende de betalingsbalans en de internationale investeringspositie van het eurogebied ontwikkeld om een betere analyse van risicoposities en verwevenheid mogelijk te maken.⁴

De scherpe inkrimping van de externe financiële stromen van het eurogebied in 2022 werd voornamelijk veroorzaakt door ontwikkelingen op het gebied van effectenverkeer en buitenlandse directe investeringen (Grafiek A). In 2022 sloegen de nettotransacties van beleggers in het eurogebied in activa buiten het eurogebied om van het hoogste niveau in jaren in 2021 (netto investering ter waarde

¹ De nieuwe gegevens die worden gerapporteerd overeenkomstig het gewijzigde [Richtsnoer van de ECB \(ECB/2018/19\)](#) met betrekking tot externe statistieken bevatten aanvullende uitsplitsingen naar ingezeten sector, tegenpartijland en schuldinstrumenten met betrekking tot buitenlandse directe investeringen. De nieuwe reeksen zijn momenteel beschikbaar vanaf het eerste kwartaal van 2019. In de loop van 2024 komen er meer historische gegevens beschikbaar. Meer informatie over de statistieken betreffende de betalingsbalans en de internationale investeringspositie van het eurogebied is beschikbaar op [de website van de ECB](#).

² Zie de meest recente statistische publicatie van de ECB over de [betalingsbalans en de internationale investeringspositie van het eurogebied op kwartaalbasis](#).

³ Lane, P.R., “[The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges](#)”, keynote speech op het gezamenlijke congres van de Europese Centrale Bank, het Irving Fisher Committee en de Banco de Portugal, “Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?”, 17 februari 2020; en Coppola, A., Maggiori, M., Neiman, B. en Schreger, J., “[Redrawing the Map of Global Capital Flows: The Role of Cross-Border Financing and Tax Havens](#)”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 136(3), 2021, blz.1499-1556.

⁴ [Balance of Payments and International Investment Position Manual](#) van het IMF, zesde editie (BPM6). Zie voor recente gegevens over financiële transacties tussen sectoren in het eurogebied de meest recente statistische publicatie van de ECB over [de economische en financiële ontwikkelingen in het eurogebied per institutionele sector](#) (in het bijzonder Tabel 1).

van € 1,4 biljoen) naar een netto desinvestering van € 0,3 biljoen in 2022. Deze scherpe omslag in de financiële stromen aan de activazijde van het eurogebied was voornamelijk toe te schrijven aan ontwikkelingen in aandelenportefeuilles (beursgenoteerde aandelen en aandelen in beleggingsinstellingen) en schuldpapierportefeuilles. Daarnaast hebben de stromen aan buitenlandse directe investeringen (FDI) aanzienlijk aan de inkrimping bijgedragen, na een periode van ongewoon hoge volatiliteit in de afgelopen jaren.⁵ Evenzo veranderden aan de passivazijde beleggers van buiten het eurogebied van nettokopers van activa in het eurogebied in 2021 in nettoverkopers in 2022. De grootste netto desinvesteringen vonden plaats in de FDI, terwijl de nettoaankopen van aandelen uit de portefeuille van het eurogebied bijna volledig opdroogden, na in 2021 een recordhoogte te hebben bereikt. Tegelijkertijd daalde de nettoverkoop van schuldpapier van het eurogebied door buitenlandse beleggers in 2022, na een aantal jaren van sterke netto desinvesteringen.⁶ Over het geheel genomen waren de nettoverkopen van zowel activa als passiva en de omslag in de financiële transacties in 2022 de sterkste sinds 2009. In de rest van dit Kader gaan we dieper in op de belangrijkste oorzaken van de inkrimping: portfolio-investeringen en FDI.

⁵ Directe buitenlandse investeringsstromen (FDI-stromen) werden traditioneel beschouwd als de minst volatiele categorie van internationale kapitaalstromen. Zie bijvoorbeeld Eichengreen, B., Gupta, P. en Masetti, O., “[Are Capital Flows Fickle? Increasingly? And Does the Answer Still Depend on Type?](#)”, *Asian Economic Papers*, vol. 17(1), 2018, blz. 22–41. De afgelopen jaren is de sterke rol van multinationale ondernemingen echter gepaard gegaan met een toegenomen volatiliteit, vooral voor kleine open economieën. Zie bijvoorbeeld Di Nino, V., Habib, M. en Schmitz, M., “[Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective](#)”, *Economisch Bulletin*, nummer 2, ECB, 2020.

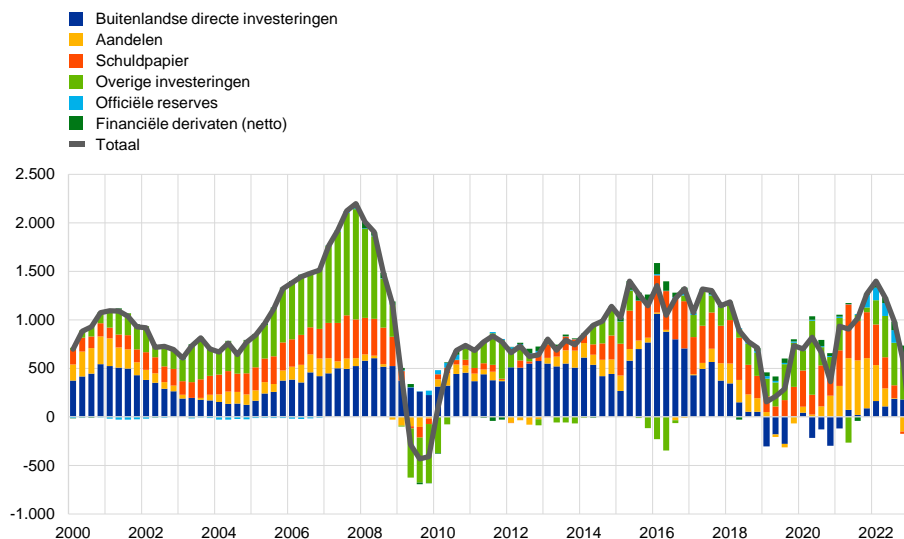
⁶ Transacties in de categorie “overige investeringen” vertoonden ook een omslag ten opzichte van de hoge positieve waarden in 2022 (met name aan de passiefzijde), voornamelijk vanwege een daling in de deposito’s van niet-ingezetenen van het eurogebied aangehouden bij het Eurosysteem.

Grafiek A

Financiële rekening van het eurogebied

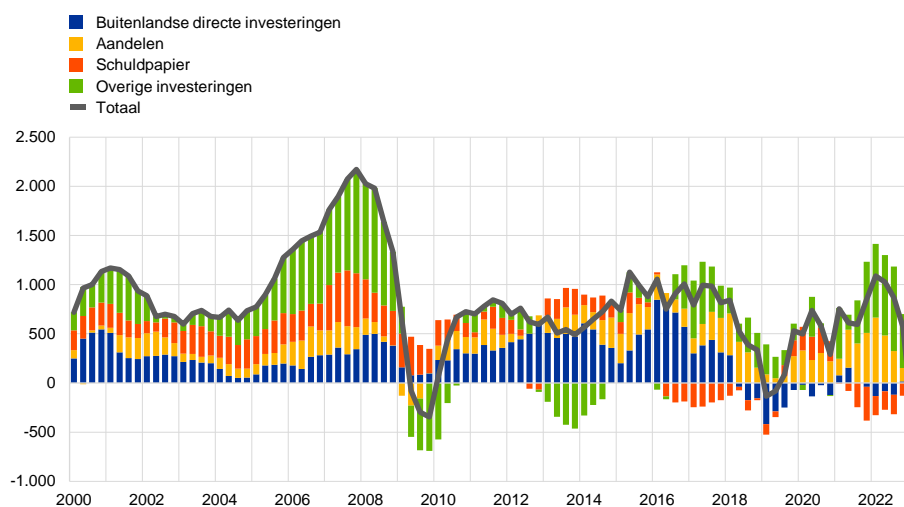
a) Activa

(voortschrijdende vierkwartaals totalen; EUR miljard)



b) Passiva

(voortschrijdende vierkwartaals totalen; EUR miljard)



Bron: ECB.

Toelichting: Bij vorderingen betreft een positief (negatief) getal de netto aankopen (verkoppen) van externe effecten door beleggers uit het eurogebied. Bij verplichtingen betreft een positief (negatief) getal de netto aankopen (verkoppen) van interne effecten door beleggers buiten het eurogebied. De meest recente waarneming betreft het vierde kwartaal van 2022.

De terugtrekking van beleggers in het eurogebied uit aandelenactiva in 2022 werd voornamelijk gedreven door beleggingsinstellingen – die de neiging hebben procyclisch te beleggen – terwijl verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen de omslag in de uitgaande stromen tot op zekere hoogte compenseerden (Grafiek B). De nieuw beschikbare reeksen in de statistieken betreffende de betalingsbalans en de internationale investeringspositie van het eurogebied geven een uitsplitsing van de sector niet-bancaire financiële

intermediairs.⁷ De uitsplitsing maakt met name het belang zichtbaar van beleggingsinstellingen in het eurogebied als houders van aandelen die zijn uitgegeven door niet-ingezetenen van het eurogebied (goed voor 59% van het totale aandelen- en schuldbezit eind 2022).⁸ In lijn hiermee werd de verschuiving in het patroon van portefeuillebeleggingen in het eurogebied van netto-aankopen (€ 790 miljard in 2021) naar nettoverkopen (€ 235 miljard in 2022) van schuldpapier en aandelen grotendeels aangedreven door de sector beleggingsinstellingen. Over het algemeen zijn beleggingsinstellingen procyclische beleggers, waarmee wordt bedoeld dat deze in periodes met een hoge risicoaversie aandelen verkopen, waardoor zij volatiliteit in de financiële stromen veroorzaken, terwijl verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen de neiging hebben anticyclisch te handelen, wat overeenstemt met de patronen die in 2022 voor het eurogebied werden waargenomen.⁹ Bovendien markeerden de verschuivingen in beleggingspatronen in 2022 het einde van een langdurige fase van grootschalige herschikking van portefeuilles naar aandelen van buiten het eurogebied, die in 2014 begon toen de ECB negatieve rentetarieven invoerde en haar programma's voor de aankoop van activa startte.¹⁰

⁷ De nieuwe uitsplitsing van de sector niet-bancaire financiële intermediairs omvat aparte gegevens voor beleggingsinstellingen, verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen, en andere financiële instellingen.

⁸ De beleggingspatronen van beleggingsinstellingen in het eurogebied zijn relevant voor de beoordeling van de posities van de onderliggende beleggers in deze instellingen, met name pensioenfondsen, verzekeringsinstellingen en huishoudens. Zie Carvalho, D. en Schmitz, M., "[Shifts in the portfolio holdings of euro area investors in the midst of COVID-19: looking through investment funds](#)", *Review of International Economics*.

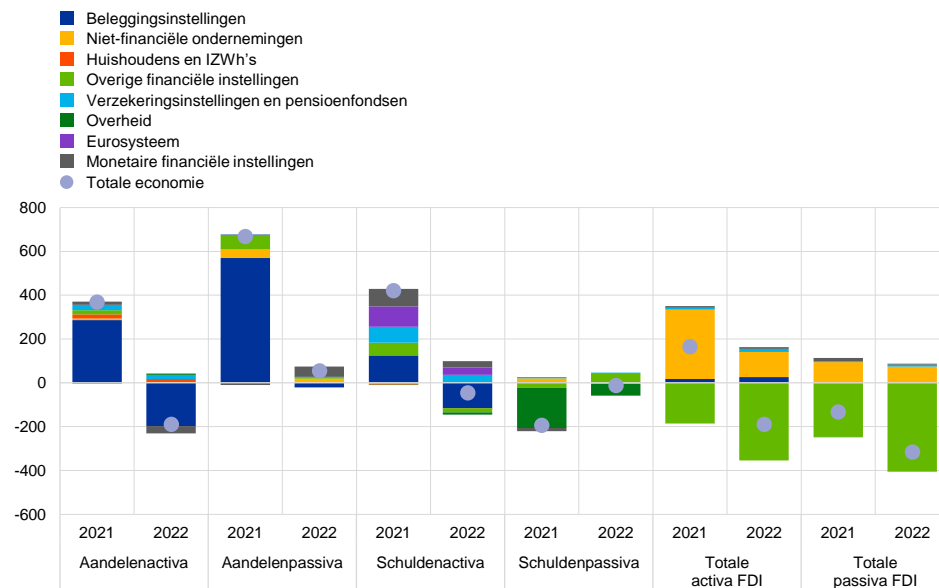
⁹ Zie Timmer, Y., "[Cyclical investment behavior across financial institutions](#)", *Journal of Financial Economics*, vol. 129, nr. 2, 2018, blz. 268-286.

¹⁰ Het programma voor de aankoop van activa van de ECB werd medio 2014 opgestart, terwijl het pandemie-noodaankoopprogramma in maart 2020 van start ging. De netto-aankopen van activa in het kader van beide programma's werden in 2022 stopgezet. Zie Cœuré, B., "[The international dimension of the ECB's asset purchase programme](#)", toespraak tijdens de vergadering van de Foreign Exchange Contact Group, 11 juli 2017; Lane, P.R., "[The international transmission of monetary policy](#)", keynote speech tijdens de International Macroeconomics and Finance Programme Meeting van het CEPR, 14 november 2019; en Bergant, K., Fidora, M. en Schmitz, M., "[International capital flows at the security level: evidence from the ECB's Asset Purchase Programme](#)", *Working Paper Series*, nr. 2388, ECB, Frankfurt am Main, april 2020.

Grafiek B

Financiële rekening van het eurogebied: geselecteerde posten naar ingezeten sector

(vierkwartaals totalen; EUR miljard)



Bron: ECB.

Toelichting: Bij vorderingen betreft een positief (negatief) getal de netto aankopen (verkoop) van externe effecten door beleggers uit het eurogebied. Bij verplichtingen betreft een positief (negatief) getal de netto aankopen (verkoop) van interne effecten door beleggers buiten het eurogebied. De meest recente waarneming betreft het vierde kwartaal van 2022. De afkorting "IZWh's" staat voor instellingen zonder winst oogmerk ten behoeve van huishoudens.

Geografisch gezien betrof de inkrimping van de portefeuillebeleggingen in 2022 voor zover het om aandelen ging voornamelijk effecten uitgegeven door ontwikkelde economieën, terwijl deze voor zover het om schuld papier ging voornamelijk effecten uitgegeven door opkomende markteconomieën betrof, in lijn met het verslechterende wereldwijde beleggerssentiment (Grafiek C). De nieuwe uitsplitsing van de tegenpartijlanden van het eurogebied maakt een betere dekking mogelijk van zowel ontwikkelde economieën (met de toevoeging van Australië, Noorwegen en Zuid-Korea) als opkomende markteconomieën (nu inclusief Argentinië, Indonesië, Mexico, Saoedi-Arabië, Zuid-Afrika en Turkije). Uit deze nieuwe statistieken blijkt dat beleggers in het eurogebied hun posities in aandelen uitgegeven door ingezetenen van de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en andere ontwikkelde economieën in 2022 hebben teruggebracht. Voor schuld papier is het beeld genuanceerder: beleggers in het eurogebied deden per saldo een aanzienlijk bedrag aan effecten van de hand die waren uitgegeven door ingezetenen van opkomende markteconomieën, offshore financiële centra en het Verenigd Koninkrijk. Wat de opkomende markteconomieën betreft werden deze nettoverkopen gedreven door desinvesteringen van effecten uitgegeven in China, Mexico en Rusland.¹¹ Daarnaast zal de nettoverkoop van effecten uitgegeven door offshore financiële centra waarschijnlijk grotendeels bestaan uit effecten uitgegeven door dochterondernemingen van bedrijven gevestigd in opkomende markten, met name

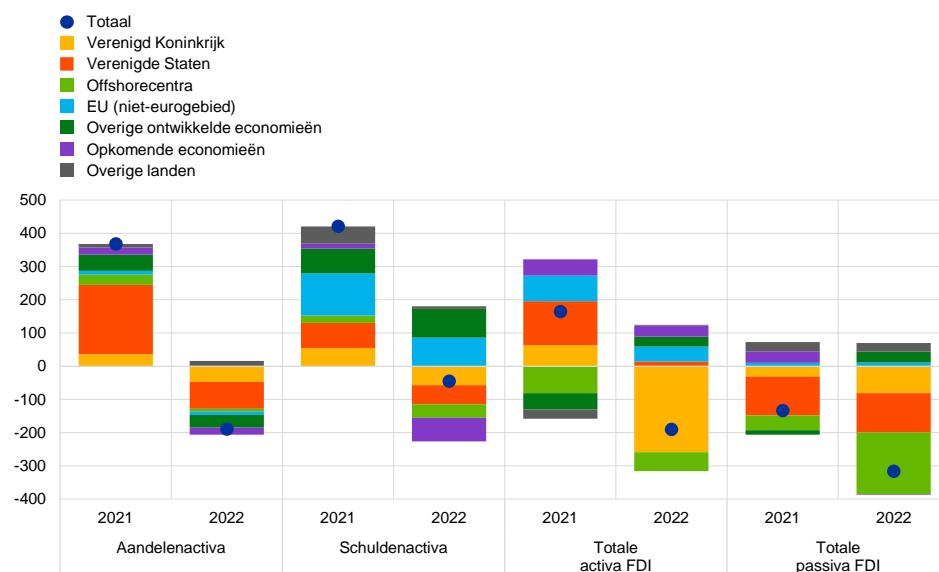
¹¹ Zie voor meer informatie over de ontwikkeling van de beleggingen door het eurogebied in Rusland Emter, L., Fidora, M., Pastoris, F. en Schmitz, M., "Euro area linkages with Russia: latest insights from the balance of payments", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2022.

China.¹² Tegelijkertijd deden beleggers in het eurogebied aanzienlijke nettoaankopen van effecten uitgegeven door andere ontwikkelde economieën, met name door ingezetenen van Canada en Japan, mogelijk gedreven door een sterkere voorkeur voor veilige activa.

Grafiek C

Financiële rekening van het eurogebied: geselecteerde posten naar locatie van de tegenpartij

(vierkwartaals totalen; EUR miljard)



Bron: ECB.

Toelichting: Bij vorderingen betreft een positief (negatief) getal de netto aankopen (verkoppen) van externe effecten door beleggers uit het eurogebied. Bij verplichtingen betreft een positief (negatief) getal de netto aankopen (verkoppen) van interne effecten door beleggers buiten het eurogebied. "EU (niet-eurogebied)" omvat de EU-lidstaten buiten het eurogebied en de EU-instanties en -organen die voor statistische doeleinden worden beschouwd als zijnde buiten het eurogebied, zoals de Europese Commissie en de Europese Investeringsbank. "Overige ontwikkelde economieën" zijn Australië, Canada, Japan, Noorwegen, Zuid-Korea en Zwitserland. De opkomende economieën omvatten Argentinië, Brazilië, China, India, Indonesië, Mexico, Rusland, Saoedi-Arabië, Zuid-Afrika en Turkije. "Overige landen" zijn alle landen en landengroepen die niet in deze grafiek zijn opgenomen, evenals niet-toegewezen transacties. De meest recente waarneming betreft het vierde kwartaal van 2022.

Wat betreft de buitenlandse portefeuillebeleggingen in het eurogebied in 2022, droogden de nettoaankopen van aandelen in beleggingsinstellingen in het eurogebied op, terwijl de interesse van buitenlandse beleggers in schuldpapier van het eurogebied toenam naarmate de monetairbeleidskoers van de ECB verkrapte (Grafiek B). Als tegenhanger van de omslag aan de activazijde van beleggingsinstellingen in het eurogebied werden beleggers van buiten het eurogebied nettoverkopers van aandelen uitgegeven door beleggingsinstellingen in het eurogebied, tegen de achtergrond van de lagere risicobereidheid die sinds het uitbreken van de oorlog in Oekraïne op de wereldwijde financiële markten heerst. De combinatie van de omvangrijke sector beleggingsinstellingen in het eurogebied en de sterke beleggersbasis buiten het eurogebied – met name voor instellingen

¹² Uit recent onderzoek blijkt dat beleggingen in bedrijfsobligaties van opkomende markten door het eurogebied aanzienlijk groter uitvallen wanneer rekening wordt gehouden met beleggingen in emissies door offshore dochterondernemingen van bedrijven in opkomende markten. Zie Beck, R., Coppola, A., Lewis, A., Maggiori, M., Schmitz, M. en Schreger, J., "The Geography of Capital Allocation in the Euro Area", working paper beschikbaar op SSRN; en Bergant, K., Milesi-Ferretti, G.M. en Schmitz, M., "Cross-Border Investment in Emerging Market Bonds: Stylized Facts and Security-Level Evidence from Europe", *CEPR Discussion Paper*, nr. 17946, 2023.

gevestigd in Ierland en Luxemburg – had een grote impact op de financiële stromen in het eurogebied in 2022.¹³ Tegelijkertijd verbeterde het sentiment van buitenlandse beleggers met betrekking tot in het eurogebied uitgegeven schuldpapier. Hoewel de periode sinds 2015 werd gekenmerkt door hoge nettoverkopen van schuldpapier van het eurogebied (met name staatsobligaties, wat deels de belangrijke rol weerspiegelde van niet-ingezetenen als tegenpartijen voor de programma's voor de aankoop van activa door het Eurosysteem), daalden de nettoverkopen in 2022, toen de belangrijkste rentetarieven van de ECB begonnen te stijgen en het Eurosysteem de netto-aankopen van activa stopzette. In een klimaat van stijgende rentetarieven werden beleggers van buiten het eurogebied nettokopers van schuldpapier uitgegeven door entiteiten in de sector overige financiële instellingen (OFI) in het eurogebied (waaronder lege financiële instellingen), na in eerdere jaren nettoverkopers te zijn geweest.

De inkrimping van de FDI weerspiegelde voornamelijk transacties van multinationals in financiële centra van het eurogebied, die vaak verbonden zijn aan bijzondere financiële instellingen, terwijl de FDI-transacties van niet-financiële ondernemingen – die nauwer verbonden zijn met de reële economie – stabiel bleven (Grafiek B).¹⁴ Aan de passivazijde van het eurogebied

bedroegen de desinvesteringen van buitenlandse directe beleggers in 2022 € 317 miljard (2,4% van het bbp van het eurogebied). Deze desinvesteringen werden aangedreven door beleggers die ingezetene zijn van de Verenigde Staten dan wel het Verenigd Koninkrijk en beleggers in offshore financiële centra (Grafiek C) en vonden uitsluitend plaats met betrekking tot de OFI-sector (€ 403 miljard), die bijzondere financiële instellingen zoals holdings omvat.¹⁵ In tegenstelling tot deze meer volatiele “gefinancialiseerde” FDI-stromen bleven de buitenlandse direct investeringen in niet-financiële ondernemingen in het eurogebied gestaag doorgaan en waren deze goed voor € 74 miljard aan netto-investeringen (Grafiek B). Wat betreft de netto-aankopen van FDI-activa door ingezetenen van het eurogebied werd de waargenomen inkrimping eveneens voornamelijk aangedreven door de OFI-sector. De sterke positieve correlatie tussen bruto FDI-activa/passivatransacties met betrekking tot OFI's wijst erop dat deze stromen vaak “doorwerken” zonder te worden opgenomen in de binnenlandse economie. De inkrimping van de FDI-activa werd grotendeels veroorzaakt door transacties met het Verenigd Koninkrijk die

¹³ Zie Beck, R., Coppola, A., Lewis, A., Maggiori, M., Schmitz, M. en Schreger, J., “[The Geography of Capital Allocation in the Euro Area](#)”, working paper beschikbaar op SSRN.

¹⁴ Voor FDI zijn aanvullende details beschikbaar gesteld die buiten het bestek van dit Kader vallen voor schuldinstrumenten, uitgesplitst in schuldpapier, leningen, en handelskredieten en -voorschotten.

¹⁵ In de periode na de wereldwijde financiële crisis werden investeringen (voornamelijk door beleggers die ingezetene zijn van de Verenigde Staten) in holdings (vaak bijzondere financiële instellingen) die ingezetene zijn van financiële centra in het eurogebied een steeds grotere component van de FDI-passivastromen in het eurogebied. Zie Lane, P.R., “[The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges](#)”, keynote speech op het gezamenlijke congres van de Europese Centrale Bank, het Irving Fisher Committee en de Banco de Portugal, “Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?”, 17 februari 2020.

verband hielden met de vennootschappelijke reorganisatie van één multinational.¹⁶ De aanvullende uitsplitsingen in de statistieken betreffende de betalingsbalans en de internationale investeringspositie van het eurogebied laten zien dat de economische analyse van FDI baat heeft bij een meer fijnmazige scheiding van “gefinancierde” stromen.¹⁷

¹⁶ Dergelijke grote transacties houden vaak verband met vennootschappelijke reorganisaties van een klein aantal multinationals die actief zijn in financiële centra in het eurogebied, maar kunnen toch een aanzienlijke impact hebben op wereldwijde FDI-stromen. Zo namen de wereldwijde FDI-stromen in 2022 ten opzichte van het voorgaande jaar af met 24%, maar slechts met 5% als transacties waarbij Luxemburg betrokken was buiten beschouwing worden gelaten. Volgens gegevens uit “[FDI in Figures](#)” (OESO, april 2023) ging het bij de grote desinvestering in Luxemburg voornamelijk om één enkele telecommultinational.

¹⁷ Een dergelijke analyse zal nog verder worden verbeterd met de publicatie van de statistieken betreffende de betalingsbalans en de internationale investeringspositie van het eurogebied met een aparte uitsplitsing voor bijzondere financiële instellingen, die momenteel wordt voorzien voor de eerste helft van 2024.

Liquiditeitsverhoudingen en monetairbeleidstransacties van 8 februari tot en met 9 mei 2023

Door Jens Budde en Vladimir Tsonchev

Dit Kader geeft een overzicht van de liquiditeitsontwikkelingen en van de monetairbeleidstransacties van het eurosysteem in de eerste en tweede reserveaanhoudingsperiode van 2023. Deze twee aanhoudingsperiodes liepen samen van 8 februari tot en met 9 mei 2023 (de “verslagperiode”).

Het beleid werd verder verkrapt tijdens de verslagperiode. De Raad van Bestuur van de ECB verhoogde haar drie beleidstarieven met 50 basispunten tijdens de vergaderingen op 2 februari 2023 en 16 maart 2023. Deze verhogingen werden van kracht in respectievelijk de eerste en de tweede aanhoudingsperiode van 2023.

De overliquiditeit in het bankwezen in het eurogebied is gedurende de verslagperiode afgenomen. Deze daling was voornamelijk het gevolg van vervroegde aflossingen en vervaldagen in het kader van de derde reeks gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO III), in combinatie met een geleidelijke afname van de omvang van de portefeuille van het programma voor de aankoop van activa (asset purchase programme – APP). Daarnaast voegde de aanhoudende afname van de netto autonome factoren liquiditeit aan het systeem toe. De netto autonome factoren blijven sinds het einde van de negatieve rente in juli 2022 dalen.

Liquiditeitsbehoefte

Tijdens de verslagperiode daalde de gemiddelde dagelijkse liquiditeitsbehoefte van het bankwezen (gedefinieerd als de som van de netto autonome factoren en de reserveverplichtingen) met € 220,4 miljard naar € 2.026,6 miljard. In vergelijking met de zevende en achtste aanhoudingsperiodes van 2022 was deze daling vrijwel geheel toe te schrijven aan een afname van € 218,4 miljard van de netto autonome factoren tot € 1.861,3 miljard, veroorzaakt door een afname van de liquiditeitsverkrappende autonome factoren (zie het onderdeel van Tabel A getiteld “Overige liquiditeitsgegevens”). De minimumreserveverplichtingen daalden zeer licht, met € 2 miljard tot € 165,3 miljard.

De liquiditeitsverkrappende autonome factoren daalden tijdens de verslagperiode met € 136,5 miljard tot € 2.932 miljard, voornamelijk als gevolg van een daling van de overheidsdeposito's en andere autonome factoren. De overheidsdeposito's (zie het onderdeel van tabel A getiteld "Passiva") daalden tijdens de verslagperiode met gemiddeld € 62,9 miljard tot € 369,7 miljard, waarbij de afname vooral plaatsvond in de tweede aanhoudingsperiode. Deze daling weerspiegelt een normalisering van de buffers die nationale schatkisten aanhouden en een mogelijke aanpassing van hun kasbeheerstrategieën vooruitlopend op het lagere plafond voor de vergoeding van overheidsdeposito's door de nationale

centrale banken dat op 1 mei 2023 van kracht werd. Na 1 mei daalden de overheidsdeposito's verder tot onder de € 300 miljard naar het niveau van begin 2020, vóór het uitbreken van de pandemie. De gemiddelde waarde van de bankbiljetten in omloop daalde tijdens de verslagperiode met € 6,1 miljard tot € 1.557,1 miljard. De aangehouden bankbiljetten en het bedrag aan kasgeld sinds het einde van de negatieve rente daalden tijdens de verslagperiode verder, maar in een aanmerkelijk langzamer tempo.

De liquiditeitsverruimende autonome factoren namen toe met € 81,8 miljard tot € 1.071 miljard. Terwijl de netto buitenlandse activa daalden met € 18,5 miljard, namen de in euro luidende netto activa tijdens de verslagperiode toe met € 100,3 miljard. Deze stijging was grotendeels het gevolg van een daling van de in euro luidende verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied. Dit weerspiegelt op zijn beurt een aanpassing in de kasbeheerstrategieën van rekeninghouders in het kader van het beheer van in euro luidende reserveactiva (Eurosystem Reserve Management Services – ERMS), aangezien de vergoeding voor deposito's die in dat kader worden aangehouden werd aangepast, evenals die voor overheidsdeposito's.

Tabel A geeft een overzicht van de hierboven besproken autonome factoren en de veranderingen daarin.¹

¹ Zie voor meer informatie over autonome factoren het artikel “[The liquidity management of the ECB](#)”, *Monthly Bulletin*, ECB, mei 2002.

Tabel A

Liquiditeitsverhoudingen Eurostelsysteem

Passiva

(gemiddelden; EUR miljard)

	Huidige verslagperiode: 8 februari 2023 tot en met 9 mei 2023						Vorige verslagperiode: 2 november 2022 tot en met 7 februari 2023	
	Eerste en tweede aanhoudingsperiode		Eerste aanhoudingsperiode: 8 februari tot en met 21 maart		Tweede aanhoudingsperiode: 22 maart tot en met 9 mei		Zevende en achtste aanhoudingsperiode	
Liquiditeitsverkrappende autonome factoren	2.932,0	(-136,5)	2.936,8	(-44,8)	2.927,8	(-8,9)	3.068,5	(-211,5)
Bankbiljetten in omloop	1.557,1	(-6,1)	1.553,9	(-11,6)	1.559,8	(+5,9)	1.563,2	(-11,3)
Overheidsdeposito's	369,7	(-62,9)	380,2	(+7,4)	360,6	(-19,6)	432,6	(-112,7)
Overige autonome factoren (netto) ¹⁾	1.005,2	(-67,5)	1.002,6	(-40,6)	1.007,4	(+4,7)	1.072,7	(-87,5)
Rekeningen-courant boven minimumreserveverplichtingen	21,3	(-16,1)	26,4	(-1,2)	17,0	(-9,5)	37,4	(-1.933,8)
Minimumreserveverplichtingen²⁾	165,3	(-2,0)	164,6	(-3,3)	165,8	(+1,2)	167,3	(+4,4)
Depositofaciliteit	4.045,4	(-241,1)	4.103,0	(+51,4)	3.996,0	(-107,0)	4.286,5	(+1.688,0)
Liquiditeitsverkrappende 'fine-tuning'-transacties	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Bron: ECB.

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

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

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

Activa

(gemiddelden; EUR miljard)

	Huidige verslagperiode: 8 februari 2023 tot en met 9 mei 2023						Vorige verslagperiode: 2 november 2022 tot en met 7 februari 2023	
	Eerste en tweede aanhoudingsperiode		Eerste aanhoudingsperiode: 8 februari tot en met 21 maart		Tweede aanhoudingsperiode: 22 maart tot en met 9 mei		Zevende en achtste aanhoudingsperiode	
Liquiditeitsverruimende autonome factoren	1.071,0	(+81,8)	1.057,8	(+75,4)	1.082,3	(+24,5)	989,2	(+52,6)
Netto buitenlandse activa	932,0	(-18,5)	916,8	(-23,6)	945,0	(+28,2)	950,4	(-2,5)
In euro luidende nettoactiva	139,0	(+100,3)	141,0	(+99,0)	137,4	(-3,6)	38,8	(+55,1)
Monetairbeleidsinstrumenten	6.093,4	(-477,6)	6.173,2	(-73,4)	6.024,9	(-148,3)	6.570,9	(-505,4)
Openmarkttransacties	6.093,3	(-477,6)	6.173,2	(-73,4)	6.024,8	(-148,4)	6.570,9	(-505,4)
Krediettransacties	1.172,3	(-454,5)	1.234,2	(-70,3)	1.119,2	(-115,1)	1.626,8	(-497,9)
MRO's	1,2	(-0,4)	0,9	(-0,3)	1,4	(+0,5)	1,6	(-1,2)
Driemaands LTRO's	2,5	(+0,1)	2,8	(+0,0)	2,2	(-0,6)	2,4	(+1,2)
TLTRO III-transacties	1.168,6	(-453,3)	1.230,5	(-69,2)	1.115,5	(-115,0)	1.621,9	(-496,8)
PELTRO's	0,0	(-0,9)	0,0	(-0,8)	0,0	(+0,0)	0,9	(-1,0)
Rechtstreeks effectenverkeer ¹⁾	4.921,0	(-23,1)	4.939,0	(-3,1)	4.905,6	(-33,4)	4.944,1	(-7,5)

	Huidige verslagperiode: 8 februari 2023 tot en met 9 mei 2023						Vorige verslagperiode: 2 november 2022 tot en met 7 februari 2023	
	Eerste en tweede aanhoudingsperiode		Eerste aanhoudingsperiode: 8 februari tot en met 21 maart		Tweede aanhoudingsperiode: 22 maart tot en met 9 mei		Zevende en achtste aanhoudingsperiode	
Marginale beleningsfaciliteit	0,1	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,1	(+0,1)	0,0	(+0,0)

Bron: ECB.

Toelichting: Alle cijfers in de tabel zijn afgerond naar de dichtstbijzijnde € 0,1 miljard. Cijfers tussen haakjes geven de wijziging ten opzichte van de vorige verslag- of aanhoudingsperiode aan. "MRO's" staat voor basisherfinancieringstransacties, "LTRO's" voor langerlopende herfinancieringstransacties, en "PELTRO's" voor langerlopende herfinancieringstransacties in verband met de pandemie.

1) Nu de aankoop van nettoactiva is beëindigd, wordt de individuele uitsplitsing van het rechtstreekse effectenverkeer niet langer weergegeven.

Overige liquiditeitsgegevens

(gemiddelden; EUR miljard)

	Huidige verslagperiode: 8 februari 2023 tot en met 9 mei 2023						Vorige verslagperiode: 2 november 2022 tot en met 7 februari 2023	
	Eerste en tweede aanhoudingsperiode		Eerste aanhoudingsperiode: 8 februari tot en met 21 maart		Tweede aanhoudingsperiode: 22 maart tot en met 9 mei		Zevende en achtste aanhoudingsperiode	
Totale liquiditeitsbehoefte ¹⁾	2.026,6	(-220,4)	2.043,8	(-123,7)	2.011,8	(-32,0)	2.247,0	(-259,6)
Netto autonome factoren ²⁾	1.861,3	(-218,4)	1.879,2	(-120,4)	1.846,0	(-33,2)	2.079,7	(-264,0)
Overliquiditeit ³⁾	4.066,7	(-257,2)	4.129,4	(+50,3)	4.012,9	(-116,5)	4.323,9	(-245,8)

Bron: ECB.

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

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

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

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

Renteontwikkelingen

(gemiddelden; percentages en procentpunten)

	Huidige verslagperiode: 8 februari 2023 tot en met 9 mei 2023						Vorige verslagperiode: 2 november 2022 tot en met 7 februari 2023	
	Eerste en tweede aanhoudingsperiode		Eerste aanhoudingsperiode: 8 februari tot en met 21 maart		Tweede aanhoudingsperiode: 22 maart tot en met 9 mei		Zevende en achtste aanhoudingsperiode	
MRO's	3,27	(+1,02)	3,00	(+0,50)	3,50	(+0,50)	2,25	(+1,38)
Marginale beleningsfaciliteit	3,52	(+1,02)	3,25	(+0,50)	3,75	(+0,50)	2,50	(+1,38)
Depositofaciliteit	2,77	(+1,02)	2,50	(+0,50)	3,00	(+0,50)	1,75	(+1,38)
€STR	2,668	(+1,016)	2,400	(+0,498)	2,898	(+0,498)	1,652	(+1,366)
RepoFunds Rate Euro Index	2,660	(+1,175)	2,402	(+0,744)	2,881	(+0,480)	1,485	(+1,337)

Bron: ECB.

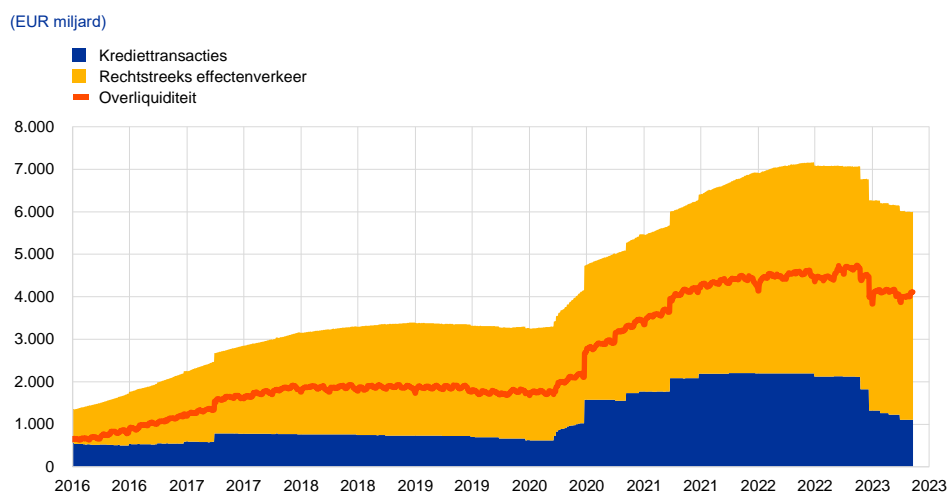
Toelichting: Cijfers tussen haakjes geven de wijziging in procentpunten ten opzichte van de vorige verslag- of aanhoudingsperiode aan. De €STR is de kortetermijnrente voor de euro.

Liquiditeitsverschaffing door monetairbeleidsinstrumenten

Het gemiddelde bedrag van de liquiditeit die werd verschaft via monetairbeleidsinstrumenten daalde tijdens de verslagperiode met € 477,6 miljard naar € 6.093,4 miljard (Grafiek A). Deze daling werd voornamelijk veroorzaakt door een afname van de krediettransacties. De nettoaankopen van activa in het kader van het pandemie-noodaankoopprogramma van de ECB (PEPP) werden eind maart 2022 beëindigd; sindsdien herinvesteert het Eurosysteem de vervallende bedragen volledig. De aangehouden programma's voor de aankoop van activa (APP's) zijn geleidelijk beginnen af te nemen in een gemiddeld tempo van € 15 miljard per maand, in overeenstemming met het besluit van de Raad van Bestuur van de ECB om vanaf 1 maart 2023 alle aflossingen op effecten die de vervaldatum hebben bereikt, te herinvesteren.²

Grafiek A

Mutaties in de liquiditeit die werd verschaft via openmarkttransacties en overliquiditeit



Bron: ECB.

Toelichting: De meest recente waarneming betreft 9 mei 2023.

Het gemiddelde bedrag van de liquiditeit die werd verschaft door krediettransacties daalde tijdens de verslagperiode met € 454,5 miljard. Deze afname weerspiegelt grotendeels de daling van de uitstaande bedragen aan TLTRO's als gevolg van vervroegde aflossingen en vervaldagen. De vrijwillige vervroegde aflossingen in februari en maart 2023 bedroegen respectievelijk € 36,6 miljard en € 87,7 miljard, en de vervallende TLTRO III-bedragen in maart leidden tot een verdere daling van de uitstaande TLTRO III-bedragen met € 32,2 miljard. De TLTRO III-aflossingen van € 499,4 miljard en € 62,7 miljard in respectievelijk december 2022 en januari 2023 hebben eveneens bijgedragen aan de daling tijdens deze verslagperiode, aangezien het effect daarvan op de mutatie in

² Effecten in de rechtstreekse portefeuilles worden opgenomen tegen geamortiseerde kostprijs en aan het einde van ieder kwartaal geherwaardeerd, hetgeen tevens invloed heeft op de totale gemiddelden en de mutaties in de rechtstreekse portefeuilles.

de gemiddelden voor de verslagperiode pas in de huidige verslagperiode volledig tot uitdrukking komt. De mutaties in andere krediettransacties waren gering.

Overliquiditeit

De gemiddelde overliquiditeit nam af met € 257,2 miljard tot € 4.066,7 miljard (zie Grafiek A). Overliquiditeit wordt berekend als de som van de reserves van banken naast de minimumreserveverplichtingen en het beroep op de depositofaciliteit na aftrek van het beroep op de marginale beleningsfaciliteit. Deze weerspiegelt het verschil tussen de totale aan het bankwezen verschaft liquiditeit en de liquiditeitsbehoefte van de banken. Na een piek in september 2022 (€ 4,8 biljoen) nam de overliquiditeit geleidelijk af na bovengenoemde vervroegde TLTRO III-aflossingen en vervaldagen, ongetrekt door de effecten van autonome factoren.

Renteontwikkelingen

Als gevolg van de verkrapping van het monetaire beleid door de ECB steeg de euro short-term rate (€STR) met 99,2 basispunten, van 1,90% op 7 februari, de laatste dag van de vorige verslagperiode, tot 2,89% op 9 mei, de laatste dag van de huidige verslagperiode. De doorwerking van de beleidsrenteverhogingen van de ECB in februari en maart 2023 op de ongedekte geldmarkt was volledig en onmiddellijk. De €STR handelde gemiddeld op 10 basispunten onder de rente op de depositofaciliteit tijdens de huidige verslagperiode, vergelijkbaar met de zevende en achtste aanhoudingsperiode van 2022.

De reporente in het eurogebied, afgemeten aan de RepoFunds Rate Euro Index, steeg met 98 basispunten, van 1,90% op 7 februari naar 2,88% op 16 maart. De doorwerking van de beleidsrenteverhogingen door de ECB op de gedekte geldmarkt was volledig en onmiddellijk. De werking van de repomarkt bleef ordelijk dankzij verschillende factoren, waaronder de maatregelen die sommige nationale schuldbeheerders eind 2022 namen, een verhoging van de limieten voor effectenbelening, hogere netto-emissies sinds begin 2023 en de vrijgave van gemobiliseerd onderpand in verband met de aflopende TLTRO's, evenals een daling van de uitstaande aangehouden APP-effecten. Bovendien kondigde de ECB op 7 februari 2023 aan dat het plafond voor de vergoeding van overheidsdeposito's in het eurogebied bij het Eurosysteem met ingang van 1 mei 2023 zou worden vastgesteld op een niveau van 20 basispunten onder de €STR en dat de vergoeding van deposito's die worden aangehouden in het kader van het ERMS dienovereenkomstig zou worden aangepast. Deze aankondiging nam de bezorgdheid weg dat dit beloningsplafond weer naar 0% zou gaan zodra het tijdelijke plafond op 30 april 2023 zou zijn verstreken. Daarmee werd het risico geminimaliseerd van negatieve effecten op de marktwerking door plotselinge verschuivingen in liquide beleggingen van nationale schatkisten en buitenlandse centrale banken.

Verschillen in inflatie en concurrentievermogen in de landen van het eurogebied

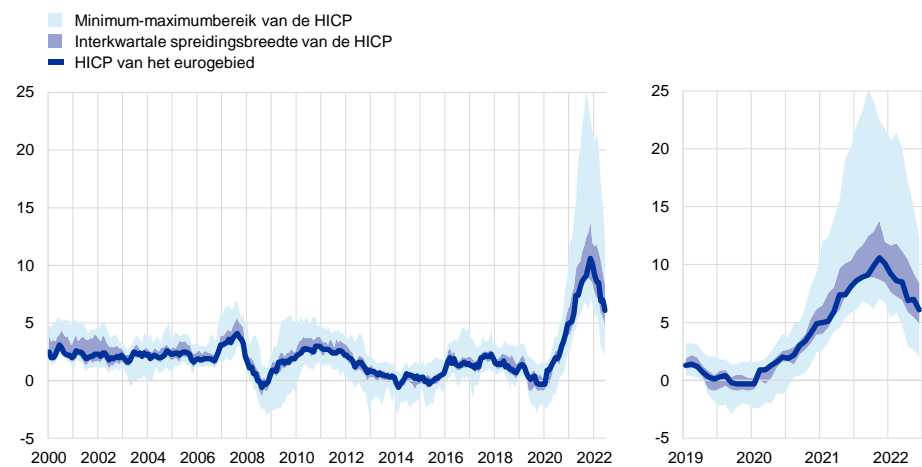
Door Daniela Filip, Daphne Momferatou en Ralph Setzer

Hoge energie- en grondstoffenprijzen en knelpunten in het aanbod hebben de inflatie flink opgedreven en de inflatieverschillen tussen de landen van het eurogebied vergroot.¹ De inflatieverschillen tussen de landen, gemeten aan de hand van de interkwartale spreidingsbreedte, stegen van een historisch laag niveau in de periode vóór de pandemie tot recordhoogten eind 2022. Hoewel ze sindsdien zijn afgenomen, zijn ze op een hoog niveau gebleven. In mei 2023 varieerde de inflatie in de landen van het eurogebied tussen 2,0% in Luxemburg tot 12,3% in Letland en Slowakije (Grafiek A). De huidige hoge inflatie wordt voornamelijk veroorzaakt door ongunstige aanbodschokken als gevolg van stijgende energie- en grondstoffenprijzen, knelpunten in het aanbod en het weer op gang komen van de economie na de pandemie.

Grafiek A

HICP-inflatieverschillen in de landen van het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De interkwartale spreidingsbreedte is het verschil tussen het 75e en het 25e percentiel van de verdeling tussen de landen, waarbij de samenstelling van de landen van het eurogebied verandert. Het minimum-maximuminterval komt overeen met de laagste/hogste inflatiestijging in de landen van het eurogebied in elke maand. De meest recente gegevens betreffen mei 2023 (flashraming).

Aanhoudende inflatieverschillen kunnen tot externe onevenwichtigheden

leiden. Inflatieverschillen zijn normaal in een muntunie voor zover ze tijdelijke aanpassingen aan schokken weerspiegelen of samenhangen met inhaalprocessen. Daarnaast beïnvloedt het begrotingsbeleid de inflatieverschillen in het eurogebied, onder andere door veranderingen in belastingen en overheidssalarissen.² Als

¹ Zie voor meer informatie het Kader getiteld 'The energy shock, price competitiveness and euro area export performance', *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2023.

² Zie Checherita-Westphal, C., Leiner-Killinger, N. en Schildmann, T., "Euro area inflation differentials: the role of fiscal policies revisited", *Working Paper Series*, nr. 2774, ECB, 2023.

dergelijke verschillen echter niet van korte duur zijn of niet de convergentie van het prijspeil weerspiegelen, kunnen ze wijzen op uiteenlopende ontwikkelingen in de kosten of op structurele inefficiënties, zoals nominale en reële rigiditeit op de product- en arbeidsmarkt. Aanhoudende inflatieverschillen kunnen leiden tot een langduriger verlies van prijsconcurrentievermogen en een verslechtering van het saldo op de lopende rekening.³ Dergelijke verliezen aan concurrentievermogen kunnen uitermate vervelende negatieve externe effecten hebben en moeten uiteindelijk vaak door middel van structuurbeleid worden aangepakt.

De hoge inflatie heeft in veel landen van het eurogebied vertaald in stijgende arbeidskosten per eenheid product en winst per eenheid product. Een stijging van de nominale arbeidskosten per eenheid product, gedefinieerd als de beloning van werknemers per eenheid van het reële bbp, wordt over het algemeen beschouwd als een belangrijke aanjager van een aanhoudende stijging van de onderliggende binnenlandse inflatie. Hoewel de ontwikkeling van de arbeidskosten per eenheid product de laatste jaren lastig te interpreteren is omdat de dynamiek van de arbeidskosten per eenheid product wordt beïnvloed door de boekhoudkundige verwerking van regelingen voor het baanbehoud en herschikking van sectoren, verschaft deze indicator nog steeds nuttige signalen voor de beoordeling van de bovengenoemde risico's van verschillen in prijsconcurrentievermogen tussen de landen van het eurogebied en de kostendruk vanuit de arbeidsmarkt.⁴ De energieschok die sinds medio 2021 de inflatie heeft aangewakkerd, ging gepaard met een sterke stijging van de arbeidskosten per eenheid product en de winst per eenheid product. Enerzijds stegen de arbeidskosten per eenheid product in het eurogebied van eind 2019 tot eind 2022 met 8% onder invloed van een sterke stijging van de beloning per werknemer, terwijl de productiviteit stagneerde. Daarbij is sprake van een hoge mate van heterogeniteit tussen landen. De sterkste stijgingen van de arbeidskosten per eenheid product werden genoteerd in de Baltische staten (tot 28% in Litouwen), Luxemburg en Slowakije. Anderzijds was de groei van de winst per eenheid product, gedefinieerd als het bruto exploitatieoverschot en het gemengde inkomen gedeeld door het reële bbp, hoger dan die van de arbeidskosten per eenheid product. Boekhoudkundig gezien en volgens de bbp-deflator droeg de winstgroei per eenheid product dan ook meer bij aan de binnenlandse inflatie dan de groei van de arbeidskosten per eenheid product.⁵ Dit verschil was vooral groot in Griekenland, Letland, Cyprus, Slovenië, Malta, Duitsland en Estland (Grafiek B). Dit wijst erop dat de hogere inputkosten, waaronder die van geïmporteerde energie en andere halffabricaten, niet werden

³ Zie Obstfeld, M. en Rogoff, K., "The unsustainable US current account position revisited", *NBER Working Paper*, nr. 10869, 2004, en Working Group on Econometric Modelling of the European System of Central Banks, "Competitiveness and external imbalances within the euro area", *Occasional Paper Series*, nr. 139, ECB, 2012.

⁴ Zie Giordano, C. en Zollino, F., "Exploring price and non-price determinants of trade flows in the largest euro-area countries", *Working Paper Series*, nr. 1789, ECB, 2015.

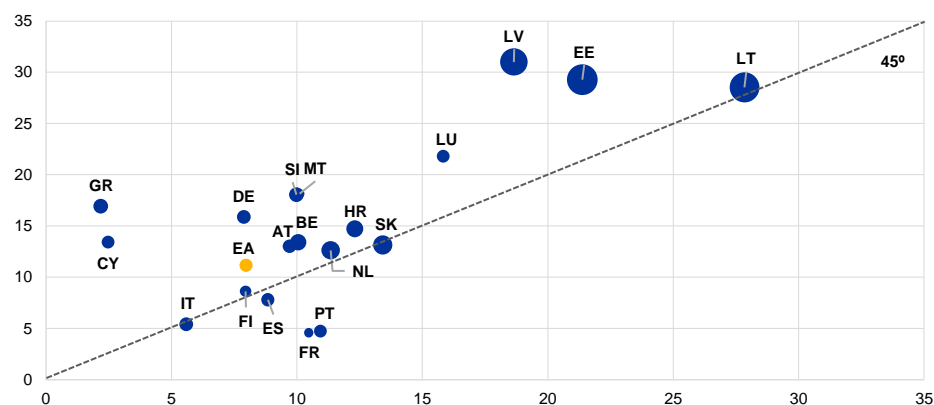
⁵ Zie Arce, O., Hahn, E. en Koester, G., "How tit-for-tat inflation can make everyone poorer", *The ECB Blog*, ECB, 30 maart 2023.

geaborbeerd door de winsten en geen negatief effect hadden op de winsten per eenheid product.⁶

Grafiek B

Groei van de winst per eenheid product en de arbeidskosten per eenheid product

(x-as: cumulatieve procentuele mutatie van de arbeidskosten per eenheid product in 2019-2022; y-as: cumulatieve procentuele mutatie van de winst per eenheid product in 2019-2022; omvang van de bollen: jaarlijkse gemiddelde mutatie HICP in 2022)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Arbeidskosten per eenheid product worden gedefinieerd als de vergoeding per werknemer gedeeld door de arbeidsproductiviteit. De winst per eenheid product wordt gedefinieerd als het bruto exploitatieoverschot en het gemengde inkomen gedeeld door het reële bbp. Gegevens voor Ierland zijn niet opgenomen.

De ontwikkelingen van de lopende rekeningen duiden op weinig vooruitgang bij het terugdringen van onevenwichtigheden.

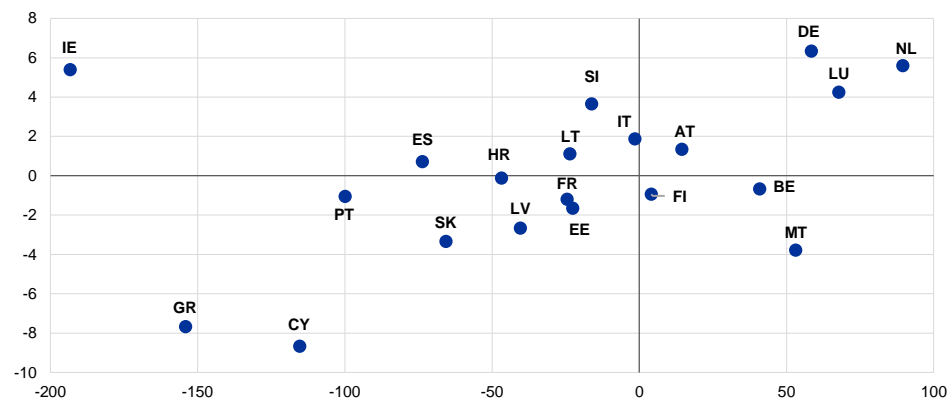
In de jaren vóór de pandemie vond binnen het eurogebied evenwichtsherstel plaats in de vorm van een aanzienlijke correctie van de arbeidskosten per eenheid product en een verbetering van het saldo op de lopende rekening in landen met aanvankelijk een laag concurrentievermogen en grote netto externe verplichtingen. Dit herstel kwam deels voort uit grote rigiditeiten op de arbeids- en productmarkten voordat het werd onderbroken door de pandemie in 2020/2021 en vervolgens door de piek in de mondiale energieprijzen. Deze ontwikkelingen hebben geleid tot een verslechtering van het saldo op de lopende rekening van het eurogebied, van 2,2% van het bbp in 2019 tot -1,0% van het bbp in 2022. Zowel landen met een tekort als overschotlanden werden getroffen. Eind 2022 lag de externe positie van verschillende landen onder de drempels die zijn gedefinieerd door de scorebordindicatoren van de procedure voor macro-economische onevenwichtigheden (MIP) van de Europese Commissie. Cyprus en Griekenland blijven onder zowel de drempel van -35% van het bbp voor de netto internationale investeringspositie (NIIP) als onder de drempel van -4% van het bbp voor de lopende rekening. Voor wat betreft de overige landen met hoge externe verplichtingen is de lopende rekening aanzienlijk negatief in Slowakije, enigszins negatief in Portugal en licht positief in Spanje. Tegelijkertijd is de lopende rekening van de belangrijkste netto crediteurenlanden aanzienlijk positief gebleven, hoewel deze in Duitsland aanmerkelijk is gedaald (Grafiek C).

⁶ Zie voor een analyse van de bijdrage van de winsten aan de inflatie in het eurogebied Kader 3 in dit Economisch Bulletin, getiteld "Hoe heeft de winst per eenheid product bijgedragen aan de recente toename van de binnenlandse prijsdruk in het eurogebied?".

Grafiek C

Saldo op de lopende rekening en NIIP

(x-as: de netto internationale investeringspositie (NIIP) als percentage van het bbp in het vierde kwartaal van 2019; y-as: saldo op de lopende rekening als percentage van het bbp, driejaarlijkse gemiddelde (2020-2022))



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Geharmoniseerde indicatoren voor het concurrentievermogen (harmonised competitiveness indicators – HCI's) op basis van bbp-deflatoren wijzen min of meer dezelfde groep landen aan met het sterkste verlies aan concurrentievermogen sinds het begin van de pandemie.

HCI's bieden een bredere maatstaf voor prijsconcurrentievermogen omdat ze rekening houden met: (i) de wisselkoersontwikkelingen van de euro ten opzichte van de belangrijkste handelspartners van de landen van het eurogebied, ii) de relatieve ontwikkelingen van de kostenindicatoren bij de handelspartners, en iii) de ontwikkelingen van de handelsaandelen.⁷ Veranderingen in de HCI op basis van de bbp-deflator van 2019 tot 2022 geven aan dat de Baltische staten en Luxemburg sterk aan prijsconcurrentievermogen hebben ingeboet ten opzichte van hun concurrenten. Voor de Baltische staten zou het inhaalproces op het gebied van inkomensniveaus, algemeen bekend als het Balassa-Samuelsong-effect, geen verlies van concurrentievermogen betekenen en kan het een gedeeltelijke verklaring zijn voor de reële appreciatie.⁸

Over het geheel genomen lijken de wijzigingen in het prijsconcurrentievermogen sinds de pandemie de externe onevenwichtigheden niet te hebben versterkt of verder afgezwakt. De meest recente gegevens over HCI's (Grafiek D) bieden geen duidelijke indicatie of het proces van evenwichtsherstel van vóór de pandemie wordt hervat. De grote netto externe schuldposities van sommige landen in het eurogebied zijn sinds 2019 afgenomen dankzij een hogere nominale bbp-groei. Zes landen overschreden echter de MIP-drempel van 35% van het bbp voor

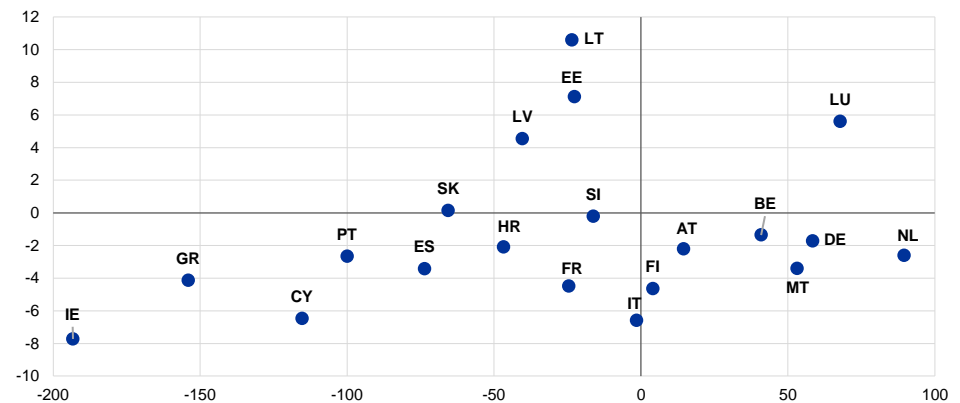
⁷ De HCI's van de lidstaten van het eurogebied zijn conceptueel equivalent aan de reëel-effectieve wisselkoersen van een valuta. Zie voor meer informatie deze [ECB-webpagina](#). Voor dit Kader wordt de op de bbp-deflator gebaseerde meting van de HCI gebruikt, omdat deze de prijs van alle binnenlands geproduceerde goederen en diensten weergeeft, inclusief het effect van de kosten van input naast arbeid.

⁸ Voor meer informatie over de impact van het Balassa-Samuelsong-effect op de economieën van het eurogebied zie Diaz del Hoyo, J.L., Dorrucchi, E., Ferdinand Heinz, F. and Muzikarova, S., "Real convergence in the euro area: a long-term perspective", *Occasional Paper Series*, Nummer 203, ECB, 2017.

de netto externe verplichtingen in het laatste kwartaal van 2022.⁹ Voor een duurzaam herstel van het evenwicht zijn verdere relatieve prijsaanpassingen nodig. Voor landen van het eurogebied met hoge netto externe verplichtingen vereist dit een verbetering van het prijsconcurrentievermogen door middel van een lagere groei van de arbeidskosten per eenheid product en/of van de winst per eenheid product.

Grafiek D NIIP en HCI

(x-as: NIIP als percentage van het bbp in het vierde kwartaal van 2019; y-as: HCI (gebaseerd op bbp-deflatoren) cumulatieve procentuele verandering (2019-2022))



Bronnen: Eurostat, ECB en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De HCI's op basis van bbp-deflatoren geven een overzicht van het prijsconcurrentievermogen van elk land in het eurogebied ten opzichte van de eigen belangrijkste concurrenten op internationale markten (eurogebied-20 en effectieve wisselkoers-41 handelspartners). Ze worden berekend op basis van gewogen gemiddelden van bilaterale wisselkoersen ten opzichte van de valuta's van de handelspartners van elk land van het eurogebied en worden gedefleerd met behulp van bbp-deflatoren, die in sommige landen worden beïnvloed door de activiteiten van multinationals (Ierland) of special purpose vehicles (Cyprus). Positieve HCI-waarden duiden op een afname van het prijsconcurrentievermogen en negatieve op een toename. Meer informatie over HCI's is te vinden op de [webpagina van de ECB over geharmoniseerde concurrentie-indicatoren](#).

⁹ In Ierland en Cyprus wordt de NIIP aanzienlijk beïnvloed door specifieke activiteiten van multinationale ondernemingen en special purpose entities zonder directe banden met de binnenlandse economie. Het uitsluiten van deze activiteiten zou resulteren in een lagere netto externe schuldpositie.

Artikel

1 The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area

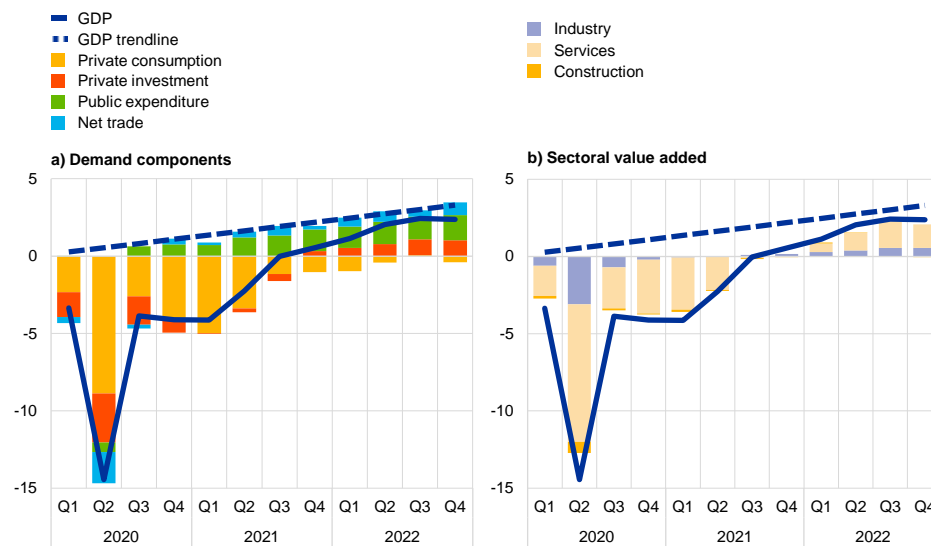
Prepared by Roberto A. De Santis and Grigor Stoevsky

1 Introduction

This article assesses the factors that caused the sharp decline in economic activity in the euro area in 2020 and shaped the subsequent economic recovery. The widespread lockdowns which began in March 2020, implemented to contain the spread of the coronavirus (COVID-19) pandemic, caused global supply disruptions and suppressed demand. As a result, euro area output dropped and international trade plummeted. The euro area economy recovered solidly after the first strict lockdowns were lifted in 2020, despite the adverse shocks in 2021 and 2022 associated with global supply bottlenecks, the energy crisis and the uncertainty generated by Russia's invasion of Ukraine. Euro area GDP fell by 6.1% in 2020, before rebounding by 5.3% in 2021 and further increasing by 3.5% in 2022. By the end of 2022 output in the euro area was 2.4% above its pre-pandemic level, but 0.9 percentage points below its extrapolated pre-pandemic linear trend, largely thanks to strong policy support (Chart 1, panel a). The developments at sectoral level have been heterogenous. Services were mainly affected by the various containment measures, which led to a delayed recovery in services activity in 2021 (Chart 1, panel b). Industrial and construction production have been also constrained by supply chain disruptions, energy shocks and labour shortages, although the former two factors have recently eased significantly.

Chart 1**Real GDP – breakdown by demand components and sectoral value added**

(index: Q4 2019 = 0, percentages and percentage point contributions)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: The pre-COVID-19 deterministic trend is estimated by regressing the log of real GDP on a constant and a linear trend over the period from the first quarter of 1999 to the fourth quarter of 2019. Given the disproportionate impact of highly volatile transactions in intangible assets in Ireland on euro area investment and imports (see footnote 2), euro area private investment has been depicted excluding investment in intellectual property products in Ireland, while imports are shown after netting out services imports in Ireland. Public expenditure includes government consumption and government investment. Industry excludes construction value added in panel b). Owing to statistical differences between GDP and total gross value added, contributions from industry, services and construction do not add up to total GDP in panel b).

Since 2020 activity in the euro area has been shaped by three key exogenous factors: the reopening of the economy following the lockdowns (supported by fiscal policies), global supply disruptions and Russia’s war in Ukraine. After the first strict lockdowns were eased in May 2020, output rose immediately and the economy largely reopened. Demand also partially recovered, supported by considerable monetary and fiscal stimuli, although remaining containment measures and health concerns continued to restrict consumption possibilities. Subsequently, with the changing epidemiological situation, containment policies varied across the world and measures in different countries were strengthened or relaxed in an unsynchronised way. This, together with the shortages resulting from the misplacement of cargo containers globally, contributed to additional unexpected and abrupt bottlenecks in global supply chains. Rising geopolitical tensions in the autumn of 2021 and Russia’s invasion of Ukraine in February 2022 caused a surge in energy prices and amplified the ongoing supply disruptions, while also contributing to a jump in economic uncertainty with negative implications for domestic activity.

This article analyses the magnitude and channels through which the above three factors have affected demand and production. Section 2 looks at the demand composition of GDP, focusing on the main factors that shaped the dynamics of household income, savings, consumption and investment. Section 3 analyses the production side, focusing on those sectors most affected by the supply bottlenecks and energy shocks. The article also compares the post-pandemic economic recoveries in the euro area and the United States (Box 1), discusses the role of fiscal policy in shaping the business cycle in 2021 and 2022 (Box 2) and offers an

assessment of the relative significance of the different shocks that have characterised the post-pandemic recovery using a structural empirical model (Box 3). While monetary policy supported the economic recovery in 2021-22, a detailed analysis of its impact is beyond the scope of this article.¹ Section 4 concludes.

2 The role of demand

The recovery of aggregate demand has not been uniform across components.

Private consumption was negatively affected by the waves of restrictions imposed to contain the spread of the pandemic, which resulted in strongly negative demand shocks in 2020 (Box 3). The recovery in private consumption was relatively slow and it did not return to its pre-pandemic level until the third quarter of 2022, i.e. four quarters after real GDP. This was, in part, because the pandemic re-occurred over several waves, with the related containment measures and health concerns restricting consumption possibilities. By contrast, public consumption and public investment supported the recovery in GDP immediately, exceeding their pre-pandemic level from the third quarter of 2020 and continuing to grow thereafter. This reflected the pandemic and energy-related support provided between 2020 and 2022 (Box 2). Housing investment also recovered relatively quickly, already exceeding its pre-pandemic level by the end of 2020. By contrast, private non-construction investment plummeted during the first wave of the pandemic and, despite the subsequent rebound, did not recover until the fourth quarter of 2021. Net exports (abstracting from the volatility related to intangible asset transactions in Ireland) also plunged during the initial lockdowns in 2020. However, the net trade component of euro area GDP recovered swiftly thereafter, already exceeding its pre-pandemic level in the fourth quarter of 2020, as exports rebounded more strongly than imports (Chart 1, panel a).²

Developments in private consumption lagged behind the resilience shown by aggregate disposable income.

Real disposable income has been strongly supported by job retention schemes since 2020. The strong fiscal policy support deployed by euro area governments during the pandemic mitigated risks for entrepreneurs and employees, and prevented widespread bankruptcies. Although compensation of employees slumped in 2020 (Chart 2), overall this was more than buffered by fiscal support, with the implemented measures, such as job retention schemes, resulting in a strongly positive contribution to disposable income of direct taxes, social contributions and transfers (Box 2). In addition, ECB monetary policy

¹ A comprehensive assessment of the role of monetary policy can be found in Lagarde, C., “[Monetary policy in the euro area](#)”, Karl Otto Pöhl Lecture, organised by Frankfurter Gesellschaft für Handel, Industrie und Wissenschaft, Frankfurt, 20 September 2022; and Lane, P.R., “[The euro area hiking cycle: an interim assessment](#)”, Dow Lecture at the National Institute of Economic and Social Research, London, 16 February 2023. See also the box entitled “[The macroeconomic impact of the ECB’s monetary policy tightening since December 2021: a model-based assessment](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2023.

² Euro area private investment and net trade were disproportionately affected by the highly volatile evolution of Irish intellectual property products. The calculations here abstract from the resulting strong volatility. See the box entitled “[Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area GDP](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2023. For a deeper discussion on business investment after the pandemic, see the article entitled “[The recovery in business investment – drivers, opportunities, challenges and risks](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2022.

action at the time supported favourable financing conditions. Labour compensation recovered strongly in 2021-22 and was the main contributor to growth in real disposable income in these two years.³ From mid-2021 the resulting impetus to consume was partly offset by the surge in energy prices, which made a strong negative contribution to real disposable income growth in 2022 via a deterioration in the terms of trade.⁴ However, its negative impact on spending was buffered by a gradual (albeit incomplete) unwinding of the previously exceptionally high saving flows, together with the positive developments in labour and non-labour income. The pandemic restrictions, coupled with policy support for incomes, resulted in an unprecedented increase in household savings to 25% of disposable income in the second quarter of 2020.⁵ Although it fell back from its peak thereafter, the saving ratio has remained above its pre-pandemic level, resulting in an accumulation of “excess” savings amounting to around €930 billion by the fourth quarter of 2022, or about 11.4% of annual disposable income. However, these pandemic savings have been accumulated mostly in illiquid assets, are concentrated among wealthier households and have been partly eroded in real terms by the recent high inflation. These factors are all likely to limit the support stemming from these accumulated savings to consumption growth.⁶

³ Typically, an increase in labour income provides stronger support to consumption than other sources of income as it is associated with a higher marginal propensity to consume. See the article entitled “[Monetary policy and inequality](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2021; and Slačálek, J., Tristani, O. and Violante, G.L., “Household balance sheet channels of monetary policy: A back of the envelope calculation for the euro area”, *Journal of Economic Dynamics & Control*, Vol. 115, Article 103879, June 2020.

⁴ See the article entitled “[Energy prices and private consumption: what are the channels?](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2022.

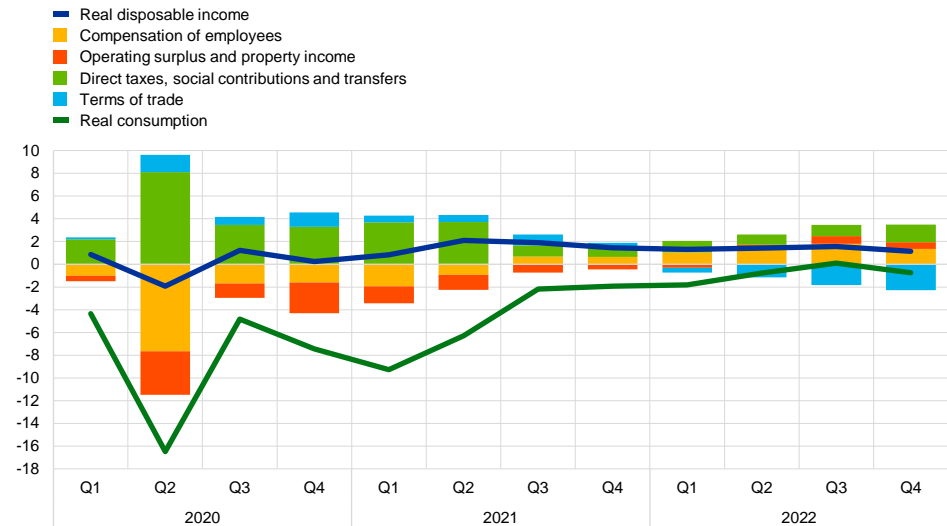
⁵ See the box entitled “[COVID-19 and the increase in household savings: an update](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2021. See also the box entitled “[Household saving during the COVID-19 pandemic and implications for the recovery of consumption](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2022.

⁶ For a deeper analysis, see the box entitled “[The consumption impulse from pandemic savings – does the composition matter?](#)” in this issue of the *Economic Bulletin*, ECB, 2023.

Chart 2

Real disposable income components and real consumption

(index: Q4 2019 = 0, percentages and percentage point contributions)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: Disposable income is deflated with the private consumption deflator, whereas its components are deflated with the GDP deflator. "Terms of trade" are calculated as the ratio of GDP to the private consumption deflators. The latest observations are for the fourth quarter of 2022.

Across components, consumption of services, in particular contact-intensive activities such as travel, accommodation and food services, played a key role during the pandemic and its aftermath. Demand for contact-intensive services contributed strongly to the drop in consumption in the acute phases of the pandemic and to its subsequent recovery.⁷ Services consumption returned to its pre-pandemic level only in the third quarter of 2022 (Chart 3). The consumption of durable goods, which is typically pro-cyclical and highly volatile, rebounded quickly after the lockdowns, but was affected by tight global supply constraints in 2021-22. Meanwhile, expenditure on non-durable and semi-durable goods suffered less than that on services during the pandemic and had already recovered to pre-pandemic levels by mid-2021. However, consumption of non-durable and semi-durable goods was hit by the repercussions of Russia's invasion of Ukraine, with the ensuing high energy and food inflation contributing to a decline in this expenditure component over 2022.

⁷ See the box entitled "Economic developments and outlook for contact-intensive services in the euro area", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2021.

Chart 3

Private consumption components

(index: Q4 2019 = 0, percentages and percentage point contributions)



Sources: Eurostat, European Commission (DG ECFIN) and ECB calculations.

Note: The latest observations are for the fourth quarter of 2022.

During the post-pandemic reopening phase, private consumption growth was held back by the rising energy prices, increasing uncertainty and stricter financing conditions, including higher interest rates.⁸ The surge in energy costs following Russia's invasion of Ukraine translated into a jump in consumer uncertainty and price expectations, and a steep drop in consumer confidence, which reached extremely low levels in September 2022 (Chart 4). While consumer uncertainty has moderated since October 2022, it has remained elevated from a historical perspective, and its detrimental economic impact was significant in 2022.⁹ With fading concerns related to the supply of gas and declining energy prices, consumer confidence started to improve, albeit still remaining at a low level, and the consumer price trend expectations declined to below its historical average level in early 2023. Nevertheless, private consumption growth has been increasingly affected by the ongoing tightening of monetary policy and the related stricter financing conditions.

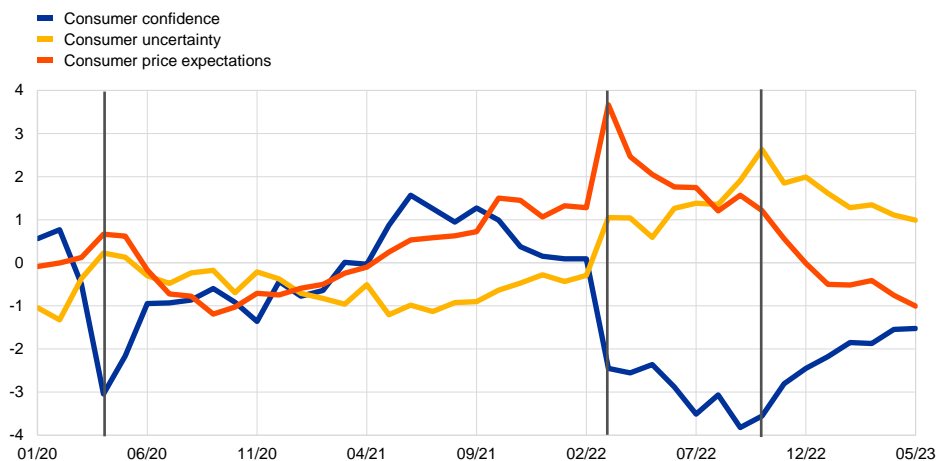
⁸ See the article entitled "[Energy prices and private consumption: what are the channels?](#)", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2022.

⁹ See the box entitled "[The impact of the Russian invasion of Ukraine on euro area activity via the uncertainty channel](#)", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2022.

Chart 4

Consumer confidence, uncertainty and price expectations

(standardised percentage balances)



Sources: European Commission (DG ECFIN) and ECB calculations.

Notes: Consumer confidence and price expectations standardised over 1985-2019, consumer uncertainty standardised over April 2019-May 2023. The vertical lines mark turning points in April 2020, March 2022 and October 2022. The latest observations are for May 2023.

Turning to investment, the initial strong rebound of the residential component reflected pandemic-specific needs and the favourable financing environment.

Households have also allocated a small part of their above-trend savings to capital formation since the beginning of 2021.¹⁰ However, the spike in uncertainty and the gradual tightening of financing conditions in the course of 2022 resulted in increasingly steep moderation in housing investment activity (Chart 5, panel a).¹¹ By contrast, euro area non-construction investment, which dropped during the pandemic, took longer to recover in its aftermath. While its rebound has been significant, this has varied considerably across countries, firms and types of investment, and has been weaker in the euro area than in the United States (Box 1).¹² While the recovery of non-construction investment was also helped by substantial policy support, headwinds such as increased uncertainty, energy cost rises and supply bottlenecks induced a relatively high level of savings by companies and delayed investment decisions (Chart 5, panel b). Nevertheless, strengthened structural trends since the pandemic, including the further digitalisation and greening of the euro area economy, with the Next Generation EU (NGEU) funds acting as a catalyst, have recently supported growth in non-construction investment demand.

¹⁰ See the box entitled “[The consumption impulse from pandemic savings – does the composition matter?](#)” in this issue of the *Economic Bulletin*, ECB, 2023.

¹¹ See Battistini, N., Falagiarda, M., Hackmann, A. and Roma, M., “[Navigating the housing channel of monetary policy across euro area regions](#)”, *Working Paper Series*, No 2752, ECB, November 2022. See also the box entitled “[Monetary policy and housing investment in the euro area and the United States](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2023

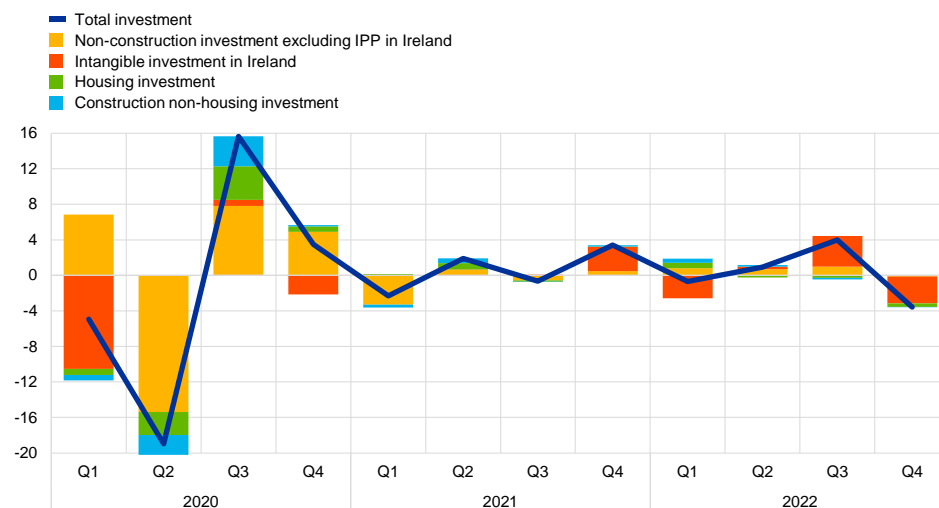
¹² See the article entitled “[The recovery in business investment – drivers, opportunities, challenges and risks](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2022.

Chart 5

Investment growth decomposition and key factors

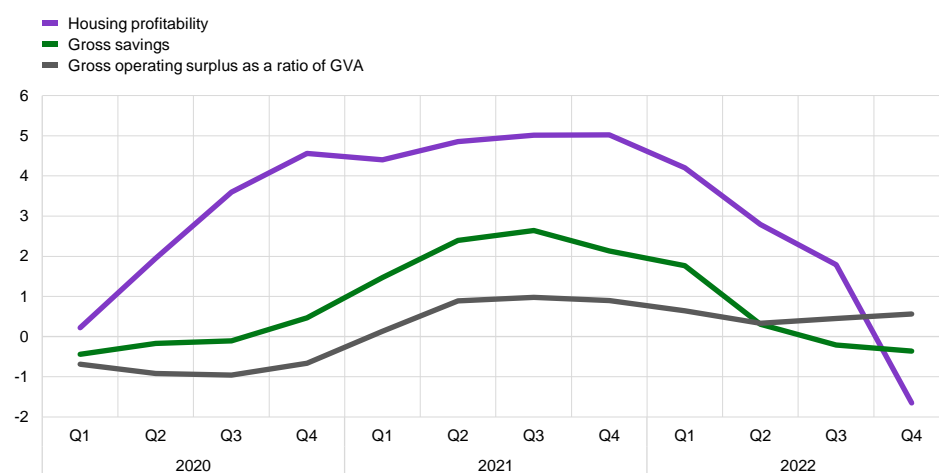
a) Decomposition

(quarter-on-quarter percentage changes and percentage point contributions)



b) Key factors

(percentage points)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: In panel b), Housing profitability is the ratio of the residential property price index and the housing investment deflator, scaled to zero in the fourth quarter of 2019. Gross savings represent the retained earnings by non-financial corporations (NFCs) divided by the sector-specific gross value added. Gross savings and the Gross operating surplus (and mixed income) of NFCs as a ratio of sector-specific gross value added (GVA) are shown as differences (in percentage points) from the historical averages over 2015-19, at 24.2% and 40.2% respectively. The latest observations are for the fourth quarter of 2022.

The net export component of GDP recovered swiftly as manufacturing exports rebounded strongly, while import growth was more contained. While the export of services, in particular tourism, benefited from the subsequent easing and eventual elimination of pandemic-related restrictions, momentum on the goods side moderated in 2021 as supply bottlenecks hit key export industries and was further held back in the first half of 2022 with the intensification of supply constraints. Supply chain disruptions eased in the second half of 2022, but euro area export growth remained subdued as global demand weakened. Import growth was supported by restocking in 2021-22 and energy stockpiling in 2022 amid heightened uncertainty about future energy prices and availability. Overall, abstracting from some volatility at

the quarterly level, net trade contributed increasingly positively to the level of GDP in 2021-22.

Box 1

A comparison of economic developments in the euro area and the United States since the pandemic

Prepared by Malin Andersson, Ryan Minasian and Michel Soudan

This box compares the post-pandemic economic recoveries in the euro area and the United States. Output contracted more strongly in the euro area than in the United States during the pandemic (Chart A). The earlier onset of the pandemic by a couple of weeks, the more severe lockdowns and the later availability of vaccines were important factors behind the stronger decline in GDP in the euro area in 2020. However, differences in economic structures, growth potential¹³ and policy responses also played a role.¹⁴ Both regions provided ample monetary policy stimulus from the start of the pandemic. Very strong fiscal support directed primarily at households in the United States led to high demand for consumer goods and a substantial positive output gap.¹⁵ While there were also significant discretionary fiscal support measures in the euro area in 2020 (Box 2), these were smaller than in the United States. They were also more targeted and directed more at supporting employment through job retention schemes.¹⁶ This led to a much larger contraction in private consumption in the euro area than in the United States in 2020 and a weaker boost in 2021. The euro area also saw a more pronounced decline in investment in 2020 following the more extensive lockdowns and reduced mobility along with the stronger fall in output. Meanwhile, a negative net trade contribution in the United States in 2021 resulted from imports driven by domestic demand (enabled by the rundown of excess savings) and weak services exports, notably tourism. By contrast, more modest imports and a rebound in goods exports led to a positive trade contribution in the euro area in 2021.

¹³ Euro area potential growth has been lower than in the United States over the past two decades owing to lower total factor productivity growth related to a slower adoption of information and communication technologies, less investment in intangibles and lower labour supply. See Licchetta, M., Mattozzi, G., Raciborski, R. and Willis, R., “Economic adjustment in the euro area and the United States during the COVID-19 crisis”, *SUERF Policy Brief*, No 341, SUERF, June 2022.

¹⁴ A recent analysis found that structural differences (i.e. the share of tourism and consumption in GDP) and the technological lead (i.e. the share of the services sector where teleworking was a possibility and teleworking technology was used) explain almost 60% of the growth differential between the euro area and the United States in 2020. The rest is associated with involuntary and voluntary mobility restrictions and government support. See Chatelais, N., “Covid-19 and divergence in GDP declines between Europe and the United States”, *Eco Notepad*, No 229, Banque de France, 28 September 2021.

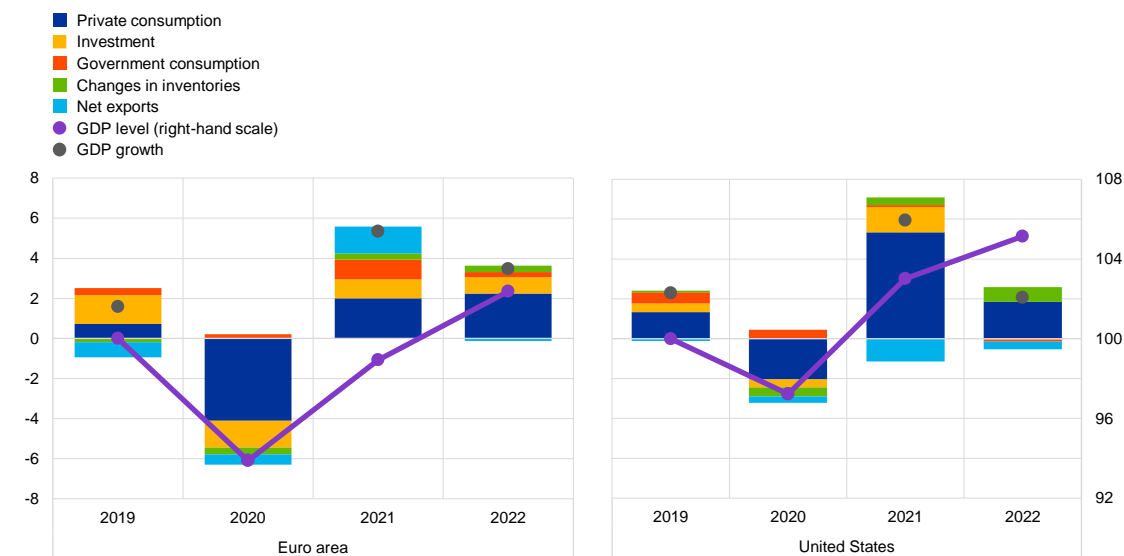
¹⁵ See Milesi-Ferretti, G.M., “A most unusual recovery: How the US rebound from COVID differs from rest of G7”, *Up Front*, Brookings, 8 December 2021.

¹⁶ While consistent data comparisons are difficult, the discretionary component of the fiscal response to the pandemic in 2020 was estimated to have amounted to about 4.25% of GDP in the euro area (after some ex post downward revision; see Box 2) and about 7.75% of GDP in the United States. If the impact of automatic stabilisers – which are assessed to be relatively larger in the euro area – is included, the total fiscal impulse in the euro area in 2020 came somewhat closer to the impulse in the United States (at about 7% of GDP compared with just below 10% in the United States). Fiscal policies also differed in design, with direct transfers to households through tax credits and an extension of unemployment benefits in the United States, while the euro area focused on job retention schemes and experienced a much milder impact from pandemic-related unemployment. For more details, see the box entitled “Economic developments in the euro area and the United States in 2020”, *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2021. Similar conclusions are also captured in Boone, L., “The EA and the US in the COVID-19 crisis: Implications for the 2022-2023 policy stance”, *Ecoscope*, Organisation for Economic Co-operation and Development, 18 January 2022.

Chart A

Real GDP growth in the euro area and the United States from 2019 to 2022

(left-hand scale: annual percentage changes and percentage point contributions; right-hand scale: index: 2019 = 100)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

The return to pre-pandemic levels of output took longer in the euro area than in the United States, with real GDP reaching its pre-pandemic level in the third quarter of 2021 in the euro area, while US output had already recovered in the first quarter of 2021 (Chart A). Following similar real GDP growth rates in 2021, euro area GDP growth in 2022 exceeded that of the United States. In 2022 euro area growth was boosted by the reopening of the services sector, fading supply side constraints in the manufacturing sector and fiscal support. Euro area activity was, however, gradually dampened by adverse repercussions related to the proximity of Europe to Russia's war in Ukraine, its high dependence on energy imports from Russia, the resulting energy crisis (which pushed up inflation), terms of trade losses and weakening demand. Meanwhile, tightening financial conditions and waning fiscal support took their toll on US growth. Since the start of the monetary policy tightening cycle, ten-year government bond yields have risen notably in both jurisdictions. However, this has triggered a stronger fall in residential investment in the United States, which has been found to be more sensitive to interest rates than the euro area owing to continued high house prices.¹⁷

Box 2

The impact of discretionary fiscal policy measures on real GDP growth from 2020 to 2022

Prepared by Cristina Checherita-Westphal

This box summarises the discretionary response of fiscal policy in the euro area from the start of the pandemic crisis in early 2020 to 2022 and its impact on real GDP growth by means of model

¹⁷ See the box entitled "Monetary policy and housing investment in the euro area and the United States", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2023.

simulations.¹⁸ It focuses on the typical fiscal policy instruments that have a direct impact on the budget balance. In addition, euro area governments granted various forms of liquidity support to companies, including large-scale guarantee programmes. Finally, automatic stabilisers also played an important role in income and output dynamics in 2020.¹⁹

The discretionary reaction of fiscal policy in the euro area over the period 2020-22 was significant and persistent (Chart A). Compared with the pre-pandemic period (2019), cumulative discretionary fiscal stimulus measures with an impact on the budget balance are estimated to have amounted to about 5.3% of GDP at the end of 2022. In 2020 euro area governments responded to the COVID-19 crisis with various stimulus measures estimated to amount to close to 4% of GDP. These measures were directed in particular at protecting employment through job retention schemes, but also at funding increased health spending, while direct cash support to households and other similar transfers or public investment were relatively limited. In 2021 additional measures amounting to about 1.3% of GDP were approved to support the economic recovery from the pandemic, including those funded at EU level through the Next Generation EU (NGEU) programme.²⁰ In 2022 the level of support remained broadly unchanged compared to 2021 – some pandemic-related measures started to be withdrawn, but new fiscal support measures were introduced in response to the energy crisis and war-related spending.

In terms of fiscal instruments, in 2020 the stimulus was mainly focused on transfers to firms and households, including subsidies, as well as other support for job retention schemes, such as relief on social security contributions (SSCs) and direct taxes. Government consumption, mainly in the form of health-related spending, also played an important role in 2020. Over the period 2021-22 stimulus measures financed through the NGEU – predominantly government investment and other capital support for firms – complemented the previously granted fiscal support. Finally, in 2022 reductions in indirect taxes, particularly energy taxes, became more prevalent as a response to the energy crisis. Subsidies decreased in net terms compared with 2021, mainly reflecting the end of the COVID-19 crisis and the partial withdrawal of the pandemic recovery measures. However, the share of overall subsidies directly linked to energy price relief increased in response to the surge in wholesale gas and electricity prices.

¹⁸ For more details on various fiscal support measures at country level, see the article entitled “[The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2021; and the box entitled “[Government expenditure in the euro area during the pandemic crisis – insights from the Classification of the Functions of Government data](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB 2023. Going beyond the COVID-19 crisis, for more details on fiscal policy measures in 2022, including their impact on real GDP growth and inflation, see the box entitled “[Euro area fiscal policy response to the war in Ukraine and its macroeconomic impact](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2022; and the article entitled “[Fiscal policy and high inflation](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2023.

¹⁹ Euro area governments granted liquidity support to companies in the form of tax deferral schemes and capital injections, thereby affecting government debt, as well as through substantial guarantees for loans, with an initial envelope of over 16% of euro area GDP. See the article entitled “[The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis](#)”, op. cit. Finally, automatic stabilisers also played an important role in cushioning the impact on income and output in 2020. For the role of automatic stabilisers in the euro area and a comparison with other jurisdictions, see the article entitled “[Automatic fiscal stabilisers in the euro area and the COVID-19 crisis](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2020.

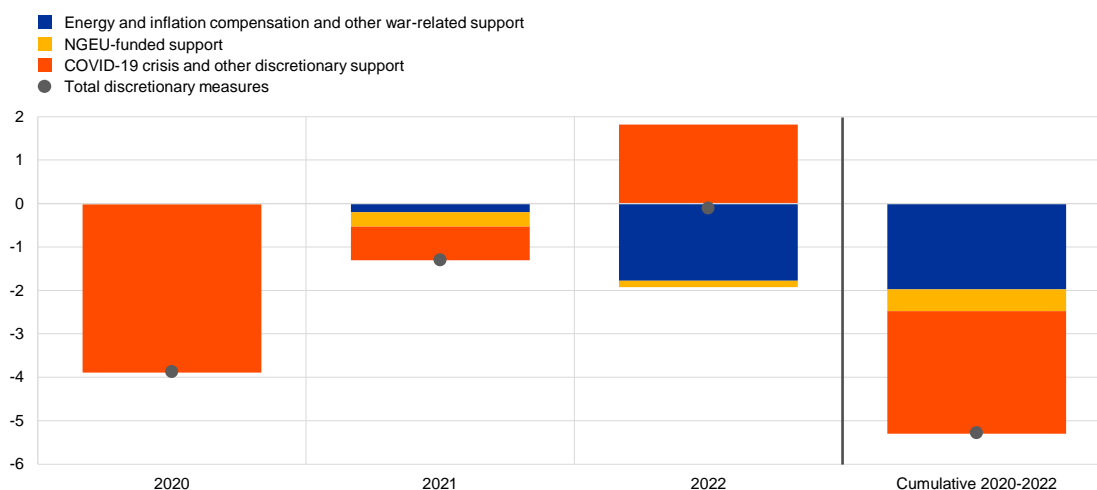
²⁰ For an in-depth analysis of NGEU plans, see Bańkowski, K. et al., “[The economic impact of Next Generation EU: a euro area perspective](#)”, *Occasional Paper Series*, No 291, ECB, April 2022.

Chart A

Proxy for discretionary fiscal policy measures over the period 2020-22 and their composition by programme and fiscal instrument

a) Discretionary measures by programme

(percentages of potential GDP, fiscal support in annual changes unless otherwise indicated)



b) Discretionary measures by instrument

(percentages of potential GDP, fiscal support in annual changes unless otherwise indicated)



Sources: Eurosystem and ECB calculations.

Notes: ECB staff calculations based on the assessment of measures as per the December 2022 Eurosystem staff macroeconomic projections database. Negative numbers denote fiscal stimulus (loosening); positive numbers denote fiscal tightening or withdrawal of previous stimulus. The bars depict the marginal fiscal support (i.e. fiscal support in annual changes divided by the nominal potential GDP of the previous year), apart from those labelled "cumulative", which capture the total discretionary fiscal support (sum of ratios) over 2020-22. A calculation of the marginal fiscal support as a percentage of nominal GDP would indicate a slightly higher stimulus in 2020. The proxy shown in this chart includes only fiscal policy measures with an impact on the budget balance.

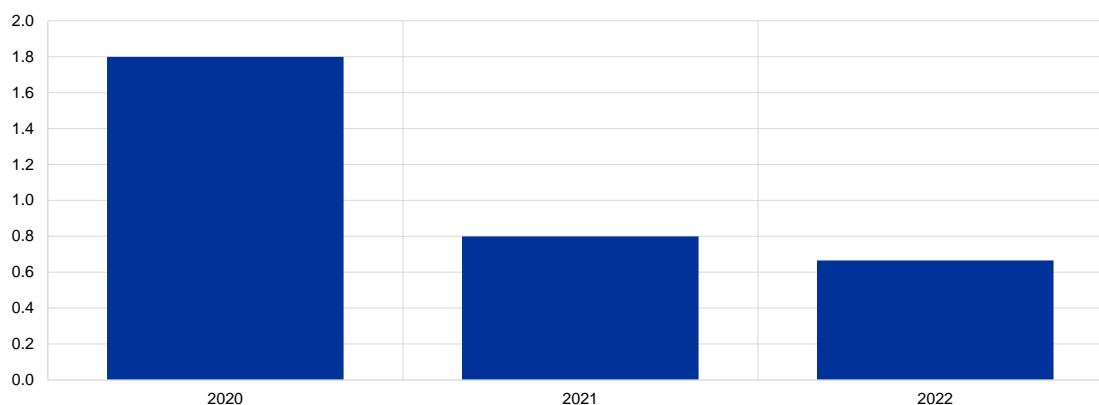
The discretionary fiscal policy measures estimated above significantly cushioned the fall in GDP in 2020 and supported the recovery over 2021-22 (Chart B). Cumulatively, the measures are estimated to have increased real GDP in the euro area over the period 2020-22 by about 3.3% compared with a counterfactual scenario with no fiscal policy support. At about 0.6, the implied fiscal multiplier of the entire fiscal package over 2020-22 mainly reflects the composition of measures, with a large part of the support taking the form of broad-based transfers and subsidies, which have a relatively low multiplier in the models. Nevertheless, as mentioned above, these

effects reflect only the discretionary stimulus measures with a direct budgetary impact, and thus do not cover the indirect effects of liquidity support and automatic stabilisers.

Chart B

Impact of discretionary fiscal policy measures on real GDP growth over the period 2020-22

(percentage points, deviation from a counterfactual scenario with no fiscal policy support)



Sources: Eurosystem, ECB and ECB calculations.

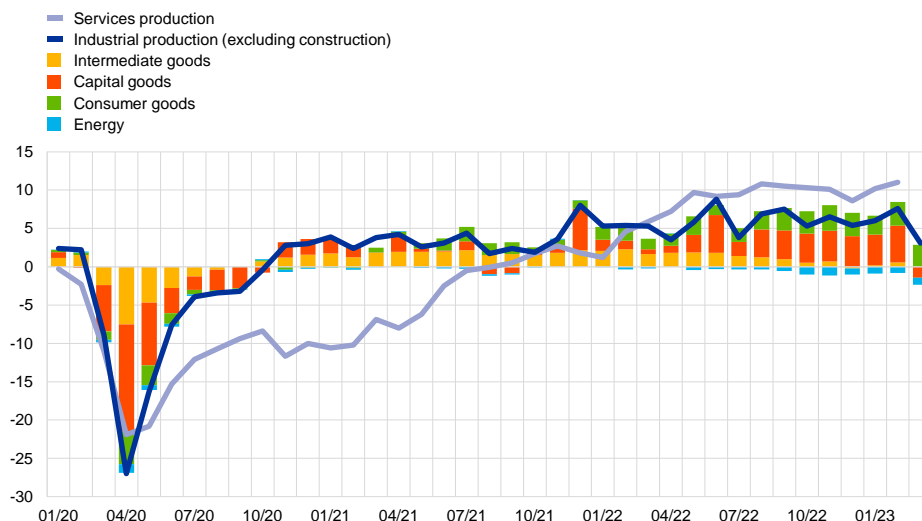
Note: ECB staff calculations are based on average simulation results from a number of ECB and Eurosystem staff macroeconomic models used in the context of the December 2022 Eurosystem staff macroeconomic projections and earlier vintages.

3 The role of supply

The evolution of pandemic restrictions and related policy responses shaped the dynamics of services and industrial production in 2020 and 2021. Services and manufacturing activity were severely restrained during the lockdowns, while policy measures prevented widespread bankruptcies and job losses, and reduced entrepreneurial financial risks. Particularly contact-intensive activities, such as trade, transport, accommodation, and food services, contributed significantly to the waves of decline and recovery in services production in 2020-21. Overall, the rebound in services production was initially much more muted relative to that in manufacturing production owing to repeated restrictions aimed at containing new waves of the pandemic (Chart 6).

Chart 6
Industrial and services production

(index: December 2019 = 0)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

Note: The latest observations are for February 2023 for services production and March 2023 for industrial production and its components.

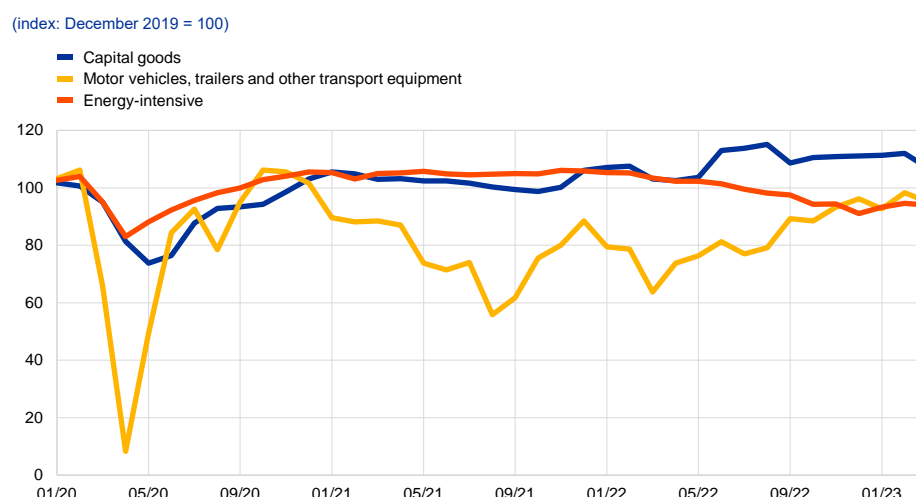
Euro area industrial production has been negatively affected during the post-pandemic recovery by global supply chain disruptions and the rise in energy prices. After the rapid recovery in the summer of 2020, industrial production stagnated in 2021 owing to the output drop in the capital goods sector and, after some positive developments around the beginning of 2022, stagnated again over the remaining period owing to the fall in activity in the intermediate goods and energy sectors. The drag from supply bottlenecks caused by shortages of materials and then from energy prices were the main factors behind these developments. Conversely, consumer goods and services production recovered steadily as the epidemiological situation improved and containment policies were relaxed.

Labour shortages have particularly affected the production of the service sectors during the recovery phase. Since the summer of 2021, labour has been perceived as a limiting factor, in particular for activity in more contact-intensive services, such as the accommodation and food and beverage subsectors. Unlike the manufacturing sector, the services sector did not experience shortages of materials in 2021 and 2022, but it was more sensitive to pandemic-related constraints. More recently, however, shortages of materials are also perceived as an increasingly limiting factor for services.

Disruptions to goods supply chains started weighing on the euro area economy following the outbreak of the pandemic and since late 2020, after the lifting of the first lockdowns (Box 3). On the supply side, the lockdowns in March and April 2020 can be interpreted as disruptions to the supply chains of businesses. Subsequently, supply bottlenecks stemmed from the interplay of three main factors. First, a shortage of microchips and other components to assemble goods affected key manufacturing sectors, such as automotive producers. Second, restrictions

adopted in several countries in the Asia-Pacific region to contain the pandemic caused a drop in exports of key goods. Third, disruptions to container vessel activities lengthened the arrival times of key intermediate inputs, further exacerbating supply bottlenecks.²¹ The capital goods sector was adversely affected by supply bottlenecks, which caused a decline in sector output during the course of 2021 (Chart 7), while other manufacturing activities registered positive growth over the same period. Within the capital goods sector, vehicle production, which has one of the longest supply chains across manufacturing sectors, was severely affected by the supply bottlenecks.²² The vehicle sector almost halted in March and April 2020, dropped by about 50% in the first half of 2021 and then fluctuated heavily before returning to growth in March 2022 as supply disruptions started to dissipate. The impact of supply chain disruption shocks on the automotive sector was very strong. The shortage of microchips and other components needed to assemble new motor vehicles led to an unprecedented reduction in supply in the period 2020-22. The energy-intensive sector was also adversely affected by supply chain bottlenecks, but to a much lesser extent.

Chart 7
Euro area production in the capital goods, vehicle and energy-intensive sectors



Sources: Eurostat, ECB and ECB staff calculations.

Notes: The energy-intensive sector is defined by aggregating the production of chemicals, chemical products and basic metals, which account on average for about 10% of euro area industrial production. Time-varying weights are used to construct the index. Capital goods are shown as three-month moving averages. The latest observations are for March 2023.

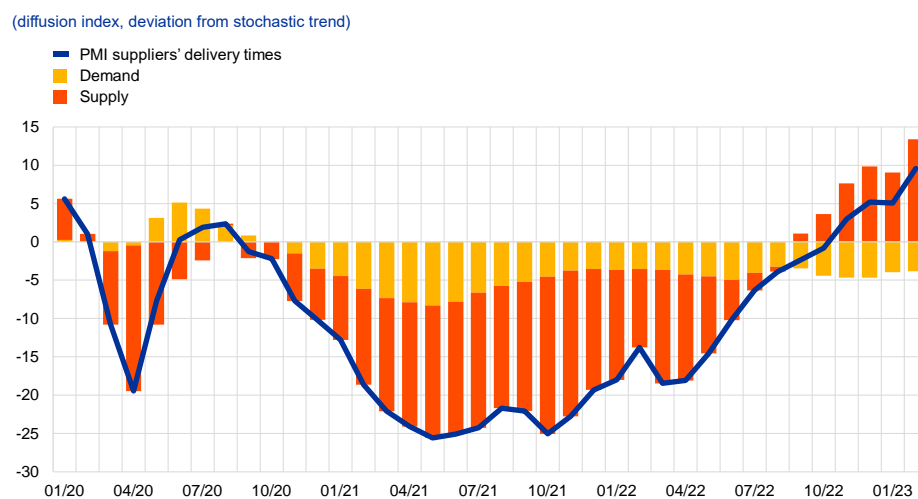
Supply factors explain a large portion of the increase in the time taken to deliver finished and intermediate goods in the euro area. The Purchasing Managers' Index (PMI) suppliers' delivery times index shows the percentage of

²¹ For a detailed analysis of these factors and their economic impact, see Lane, P.R., "Bottlenecks and monetary policy", *The ECB Blog*, ECB, 10 February 2022; and the boxes entitled "What is driving the recent surge in shipping costs?", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2021; "The semiconductor shortage and its implication for euro area trade, production and prices", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2021; "The impact of supply bottlenecks on trade", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2021; and "Sources of supply chain disruptions and their impact on euro area manufacturing", *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2021.

²² For a detailed discussion of the drivers behind reduced activity in the automotive sector, see the box entitled "Motor vehicle sector: explaining the drop in output and the rise in prices", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2022.

companies reporting an improvement, deterioration or no change in delivery times for intermediate and finished goods. It captures the extent of supply chain delays in an economy. Readings of 50 indicate no change in delivery times relative to the preceding month, readings above 50 indicate that delivery times have improved (become shorter or faster) and readings below 50 indicate that delivery times have deteriorated (become longer or slower). The PMI suppliers' delivery times index fell sharply in March and April 2020, swiftly reverted to its trend by the summer 2020, fell again up to mid-2021, recovered slowly until mid-2022, before finally improving quickly. A model-based analysis shows that supply shocks, particularly the supply chain disruption shocks, were largely responsible for the fall in the indicator (Chart 8).²³ In addition, the pandemic-driven rotation of demand away from services towards goods also contributed to the lengthening of delivery times by mid-2021. At the beginning of 2023 the PMI suppliers' delivery times index (in a deviation from its trend) turned positive, mainly driven by improvements on the supply side. This is corroborated by the ECB's regular survey of contacts in the corporate sector, which indicated that supply issues had eased significantly by early 2023.²⁴

Chart 8
Supply chain pressures in the euro area – factor contributions to the PMI manufacturing suppliers' delivery times index



Sources: Eurostat, S&P Global and ECB staff calculations.
 Notes: For details of the underlying models, see the box entitled “Sources of supply chain disruptions and their impact on euro area manufacturing”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2021. The latest observations are for February 2023.

The surge in energy prices since the autumn of 2021 is another adverse supply force which has constrained output, in particular industrial production, owing to the higher energy use in manufacturing relative to services.²⁵ Gas supplies from Russia to the European Union were cut significantly at the beginning of autumn 2021, contributing to the sluggish replenishment of gas inventories in Europe ahead

²³ For a discussion of the model, see the box entitled “Sources of supply chain disruptions and their impact on euro area manufacturing”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2021.

²⁴ See the box entitled “Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2023.

²⁵ For a detailed analysis, see the box entitled “Natural gas dependence and risks to euro area activity”, *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2022.

of the 2021/22 winter season. At the end of February 2022 Russia invaded Ukraine, which caused an additional and sudden surge in energy prices. The energy crunch led to a significant decline in the production of chemicals and basic metals, which are relatively energy-intensive sectors (Chart 7). In the acute phase of the energy crisis, from October 2021 to October 2022, euro area consumer energy prices increased by 49.5% and euro area industrial production excluding construction grew by 3%, while the output of the energy-intensive sectors, such as chemicals and basic metals, dropped by 10.2% (Chart 8). After the energy price trend reversed, euro area consumer energy prices decreased by 8.8% between October 2022 and February 2023. Over the same period, euro area industrial production excluding construction grew by 2.4%, and the output of the energy-intensive sectors first stabilised and then began to grow, increasing by 0.6% overall. The surge in energy prices recorded between the autumn of 2021 and October 2022 is mainly attributable to adverse supply forces, which undermined economic activity (Box 3).

Box 3

A model-based assessment of the drivers of economic activity

Prepared by Roberto A. De Santis

A model-based analysis is used to shed light on the importance of the different factors for GDP growth since the beginning of 2020. A Bayesian structural vector autoregression (SVAR) model is used which disentangles demand, supply chain disruptions and energy supply shocks. The analysis is based on real GDP, motor vehicle output, energy-intensive sector output, the PMI vehicle suppliers' delivery times index, the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) excluding food and energy, motor vehicle prices, retail energy prices and two-year inflation expectations from the Survey of Professional Forecasters (SPF). Motor vehicle output, the PMI vehicle suppliers' delivery times index and motor vehicle prices are used to identify supply chain disruption shocks; the energy-intensive sector output and retail energy prices are used to identify retail energy supply shocks; real GDP and HICP excluding food and energy are used to identify aggregate demand shocks. The eight variables of the SVAR are endogenous to the system of equations and the identified shocks therefore affect all variables jointly.

After the drop in demand during the first lockdown, the unwinding of previous negative demand forces in 2021 and positive demand shocks in 2022 strongly supported economic activity. Focusing on the period following the last quarter of 2020, when economic activity rebounded, empirical results suggest that demand forces, driven by the desire of households to normalise consumption after the easing of pandemic-related restrictions and supported by favourable fiscal policies, have contributed positively to economic growth since the start of 2021. As documented in Section 2, the recovery of labour income, supported by fiscal policies, and the normalisation of savings in 2021-22 played a key role in explaining the strength of demand. Our estimates suggest that favourable demand shocks raised real GDP by 3.6% between the fourth quarter of 2020 and the fourth quarter of 2022 (Chart A).

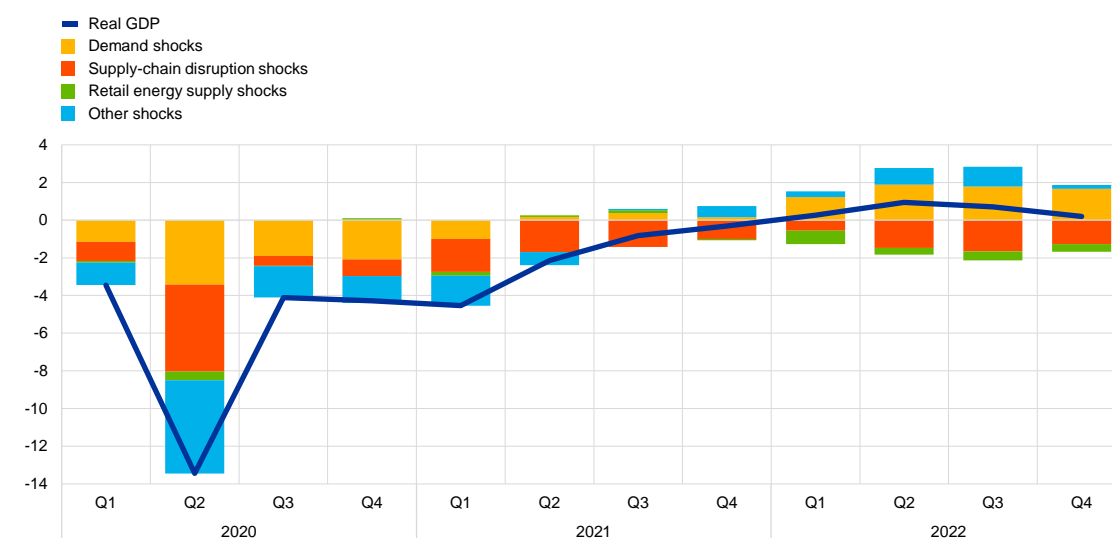
The shock decomposition also highlights the strong negative impact of supply chain disruption shocks since the first lockdown in 2020. Initially, when the first lockdown measures were introduced, the model interprets the temporary closures of businesses as a combination of adverse demand and supply chain disruption shocks. The latter captures the disrupted supply conditions stemming from the strict lockdowns, which contributed to the unprecedented drop in real GDP in the second

quarter of 2020. The easing of containment measures in the summer of 2020, allowed production to resume briskly, explaining most of the resilience of economic activity. However, subsequently, the shortage of chips, COVID-19 restrictions in Asia and disruptions in container vessel activities, as well as labour shortages, again negatively affected real GDP. Starting from the end of the third quarter of 2020, the cumulated loss of GDP amounted to 1.1% in the third quarter of 2022 owing to supply chain disruption shocks. This cumulated loss declined to 0.7% by the end of 2022 as these shocks started to ease.

Chart A

Contributions of drivers to real GDP

(percentage deviations from stochastic trend, index: December 2019 = 0)



Sources: ECB, Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: The model is based on euro area aggregate data from January 1999 to December 2022. Shocks are identified using the method used in Antolin-Díaz, J. and Rubio-Ramírez, J.F., "Narrative Sign Restrictions for SVARs", *American Economic Review*, Vol. 108, No 10, October 2018, pp. 2802-29, but with sign contribution restrictions as in De Santis, R.A. and Van der Veken, W., "Deflationary financial shocks and inflationary uncertainty shocks: an SVAR investigation", *Working Paper Series*, No 2727, ECB, September 2022. The assumed sign restrictions at impact are as follows: demand shocks imply core HICP (+), HICP energy (+), real GDP (+) and PMI motor vehicle suppliers' delivery times index (-); energy supply shocks imply HICP energy (+) and energy-intensive sector production (-); supply chain disruption shocks imply vehicle prices (+), vehicle production (-) and PMI vehicle suppliers' delivery times index (-). The assumed narrative restrictions are as follows: the largest contribution to forecast errors in the PMI suppliers' delivery times index in March-May 2020 is attributed to supply chain disruption shocks; the largest contribution to forecast errors in HICP energy in October 2021, November 2021 and March 2022 is attributed to energy supply shocks. It is also assumed that demand shocks have a negative sign in March and April 2020 and a positive sign in May 2020, March 2021, June 2021 and May 2022. The stochastic trend provides the dynamics of real GDP in absence of shocks.

Adverse energy supply shocks also negatively affected real GDP, albeit to a lesser extent than other supply disruptions. The reduced availability of gas imports from Russia in the autumn of 2021 and Russia's invasion of Ukraine in February 2022 caused a sharp rise in energy prices owing to the fall in Russian gas supplies to the euro area. The largest negative impact on aggregate economic activity is recorded in March 2022. However, we estimate that the initial adverse impact on real GDP had been partly absorbed by the end of 2022, as energy prices declined rather sharply in the fourth quarter. It is likely that the impact of the energy crunch on aggregate economic activity was mitigated because governments introduced energy subsidies and/or price caps after the surge in wholesale gas and electricity prices to contain the rise in retail energy prices. Finally, other shocks, probably capturing the extraordinary nature of the pandemic-related restrictions, also contributed to the collapse of economic activity in 2020. With the ensuing targeting of restrictions, and learning and behavioural adjustments by firms and households, the adverse effects of these shocks subsided, which supported the economic recovery.

4 Conclusions

The post-pandemic economic recovery in the euro area has been solid, supported by resolute policy responses. Strong fiscal and monetary policy support reduced entrepreneurial risk and prevented widespread bankruptcies and job losses following the outbreak of the pandemic. The resilient labour market supported households' purchasing power and aggregate demand, and helped the euro area economy weather well the extraordinary adverse supply shocks that have hit it over the past three years.

The economic recovery has been challenged by supply bottlenecks, the energy crunch and heightened uncertainty triggered by Russia's war in Ukraine. This article shows that supply chain disruptions have been weighing on the euro area economy, although these have been fading since mid-2022. Vehicle production, which has one of the longest supply chains across manufacturing sectors, has been heavily affected by these bottlenecks. In addition, the surge in energy prices since the autumn of 2021 has constrained output, particularly industrial production in 2022, owing to the higher energy intensity of manufacturing relative to services. Finally, heightened uncertainty in the euro area triggered by Russia's invasion of Ukraine also adversely affected economic activity in 2022. However, the resilient disposable income of households, thanks to policy stimuli and a robust labour market, the boost from the reopening of the economy and the ongoing normalisation of savings have all supported the recovery of aggregate demand. In addition, the adverse supply shocks have largely dissipated lately. Receding energy supply concerns and energy prices have reduced economic uncertainty and improved households' confidence, albeit from low levels, providing support to economic growth. However, the monetary policy tightening by the ECB and the related stricter financing conditions are likely to dampen consumption spending on durable goods and private investment.

© **Europese Centrale Bank, 2023**

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 14 juni 2023.

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

PDF ISSN 2363-3522, QB-BP-23-010-NL-N