



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM

Economisch Bulletin

Nummer 6 / 2020



Inhoud

Economische en monetaire ontwikkelingen	2
Overzicht	2
1 Externe omgeving	8
2 Financiële ontwikkelingen	17
3 Economische bedrijvigheid	23
4 Prijzen en kosten	31
5 Geld en krediet	37
6 Begrotingsontwikkelingen	46
Kaders	50
1 De Bulgaarse lev en de Kroatische kuna in het wisselkoersmechanisme (ERM II)	50
2 Verbeterde berekening van effectieve wisselkoersen door de ECB	55
3 Liquiditeitsverhoudingen en monetairbeleidstransacties tussen 6 mei en 21 juli 2020	60
4 De impact van de recente forse toename van de onzekerheid op de economische activiteit in het eurogebied	67
5 COVID-19 en de toename van het spaargeld van de huishoudens: uit voorzorg of gedwongen?	72
6 De rol van indirecte belastingen in de inflatie van het eurogebied en de inflatievooruitzichten	77
7 Overheidsgaranties voor leningen en bankkrediet in de COVID-19-periode	81
8 De gevolgen van het herstelpakket van de EU voor de overheidsfinanciën	89
Artikelen	93
1 China's path to normalisation in the aftermath of the COVID-19 pandemic	93
2 The viral effects of foreign trade and supply networks in the euro area	109
3 Automatic fiscal stabilisers in the euro area and the COVID-19 crisis	123

Statistieken

Economische en monetaire ontwikkelingen

Overzicht

Tijdens zijn monetairbeleidsvergadering van 10 september 2020 heeft de Raad van Bestuur besloten om zijn accommoderende beleidskoers op monetair gebied ongewijzigd te laten. Uit recente informatie kan worden opgemaakt dat er sprake is van een krachtige, zij het onvolledige, opleving van de bedrijvigheid die grotendeels strookt met eerdere verwachtingen. De bedrijvigheid ligt echter nog steeds ver onder het niveau van voor de coronapandemie (COVID-19). In de verwerkende industrie bleef de bedrijvigheid toenemen, terwijl de dynamiek in de dienstensector recentelijk enigszins is afgezwakt. Het blijft hoogst onzeker hoe krachtig de opleving zal blijken, omdat dit sterk afhankelijk is van de toekomstige ontwikkeling van de pandemie en het succes van het beheersingsbeleid. De binnenlandse vraag in het eurogebied liet een significant herstel zien vanaf lage niveaus. De grote onzekerheid over de economische vooruitzichten blijft evenwel drukken op de consumentenbestedingen en de bedrijfsinvesteringen. De totale inflatie wordt getemperd door lage energieprijzen en een geringe prijsdruk vanwege een gematigde vraag en aanzienlijke onderbenutting op de arbeidsmarkt. Tegen deze achtergrond blijft een ruime monetaire stimulans nodig om het economisch herstel te ondersteunen en de prijsstabiliteit op middellange termijn te waarborgen. Daarom heeft de Raad van Bestuur tijdens zijn vergadering van 10 september 2020 besloten om zijn accommoderende monetairbeleidskoers opnieuw te bevestigen.

Economische en monetaire beoordeling ten tijde van de vergadering van de Raad van Bestuur van 10 september 2020

De coronapandemie blijft de belangrijkste bron van onzekerheid voor de wereldeconomie. Halverwege mei stabiliseerde de situatie zich tijdelijk, wat leidde tot een geleidelijke opheffing van de maatregelen die er waren gericht om het virus te beheersen. Sinds kort begint het aantal dagelijkse nieuwe besmettingsgevallen echter weer te stijgen, waardoor de vrees groeit dat het aantal besmettingen weer sterk zal toenemen. Deze vrees heeft het consumentenvertrouwen gedrukt. Uit recente gegevens blijkt dat de wereldwijde economische bedrijvigheid in het tweede kwartaal haar dieptepunt bereikte en vanaf medio mei herstel begon te vertonen, parallel aan de geleidelijke opheffing van de beheersingsmaatregelen. In de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2020 wordt voorzien dat het mondiale reële bbp (exclusief het eurogebied) dit jaar met 3,7% zal krimpen en in 2021 en 2022 met respectievelijk 6,2% en 3,8% zal groeien. De wereldhandel zal sterker krimpen dan het bbp vanwege het sterk procyclische karakter ervan, vooral tijdens een economische neergang, en ook vanwege de bijzondere aard van het coronavirus, dat voor verstoringen in de

mondiale productieketens en hogere handelskosten als gevolg van de beheersingsmaatregelen heeft gezorgd. De risico's voor de mondiale vooruitzichten wijzen nog steeds in neerwaartse richting, gezien de aanhoudende onzekerheid over de ontwikkeling van de pandemie, die wel eens blijvende schade aan de wereldeconomie zou kunnen toebrengen. Andere risico's die in deze richting wijzen houden verband met de uitkomsten van de brexitonderhandelingen, het gevaar van toenemend handelsprotectionisme en negatieve langeretermijneffecten op wereldwijde toeleveringsketens.

Hoewel de financiële condities in het eurogebied sinds de vergadering van de Raad van Bestuur in juni 2020 nog iets verder zijn versoepeld, zijn ze nog niet terug op het niveau van voor de coronapandemie. Gedurende de verslagperiode (van 4 juni tot en met 9 september 2020) is de termijncurve voor de euro overnight index average (EONIA) enigszins neerwaarts verschoven. Ondanks de lichte inversie aan het korte einde is er geen sterke verwachting dat een verlaging van de basisrente ophanden is. De rente op langlopende staatsobligaties van het eurogebied daalde gedurende de verslagperiode in een situatie waarin zowel monetaire als begrotingssteun werd verleend. De prijzen van risicovolle activa stegen enigszins, vooral vanwege de vooruitzichten voor de inkomsten op korte termijn, die in het algemeen positiever waren. Op de valutamarkten steeg de waarde van de euro relatief sterk, zowel op handelsbasis als ten opzichte van de Amerikaanse dollar.

In het tweede kwartaal van 2020 daalde het reële bbp van het eurogebied kwartaal op kwartaal met 11,8%. Recente gegevens en enquêteresultaten duiden op aanhoudend herstel van de economie van het eurogebied en op een opleving van het bbp in het derde kwartaal, hoewel dat onder het niveau van voor de crisis blijft. Naast een sterke opleving van de productie in de industriële en de dienstensector zijn er ook duidelijke tekenen dat de consumptie zich herstelt. De dynamiek in de dienstensector zwakt sinds kort af ten opzichte van die in de verwerkende industrie. Dit is ook zichtbaar in de enquêteresultaten voor augustus. De stijging van het percentage besmettingen met het coronavirus in de zomermaanden leidt tot tegenvallende vooruitzichten op korte termijn. Voorbij de korte termijn blijft een verder aanhoudend herstel sterk afhankelijk van de ontwikkeling van de pandemie en het succes van de beheersingsmaatregelen. Door de onzekerheid over de ontwikkeling van de pandemie zullen de arbeidsmarkt en de consumptie en investeringen zich waarschijnlijk minder krachtig herstellen. Niettemin zou de economie van het eurogebied ondersteuning moeten ondervinden van de gunstige financieringsvoorwaarden, een expansieve begrotingskoers en een versterking van de wereldwijde bedrijvigheid en vraag.

Deze beoordeling is in grote lijnen terug te vinden in de door medewerkers van het ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2020. Volgens deze projecties bedraagt de groei van het reële bbp op jaarbasis -8,0% in 2020, 5,0% in 2021 en 3,2% in 2022. Vergeleken met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2020 zijn de vooruitzichten voor de reële bbp-groei in 2020 opwaarts bijgesteld en zijn ze voor 2021 en 2022 grotendeels onveranderd gebleven. Gezien de uitzonderlijke mate van onzekerheid waarmee de vooruitzichten momenteel zijn

omgeven, zijn er in de projecties twee alternatieve scenario's opgenomen, een mild scenario en een ernstig scenario, op basis van verschillende aannames over de ontwikkeling van de pandemie.¹ Per saldo wordt er nog steeds uitgegaan van neerwaartse risico's voor de groeivoorzichten voor het eurogebied. Deze beoordeling weerspiegelt in hoge mate de nog altijd onzekere economische en financiële gevolgen van de pandemie.

Volgens de flashraming van Eurostat is de HICP-inflatie in het eurogebied in augustus gedaald naar -0,2%, tegen 0,4% in juli. Op basis van de huidige en futuresprijzen van olie en rekening houdend met de tijdelijke verlaging van de Duitse btw, zal de totale inflatie de komende maanden waarschijnlijk negatief blijven, waarna deze begin 2021 vermoedelijk weer positief wordt. Hoewel aanbodbeperkingen voor enige opwaartse druk zorgen, zal de prijsdruk op korte termijn bovendien gematigd blijven als gevolg van de zwakke vraag, de lagere loondruk en de appreciatie van de wisselkoers van de euro. Op middellange termijn zal er opwaartse druk op de inflatie ontstaan door herstel van de vraag, ondersteund door een accommoderend monetair en begrotingsbeleid. De op marktgegevens gebaseerde indicatoren van de inflatieverwachtingen op lange termijn hebben weer het niveau van voor de pandemie bereikt, maar zijn nog steeds zeer gematigd, terwijl de op enquêtes gebaseerde indicatoren laag blijven.

Deze beoordeling is in grote lijnen terug te vinden in de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2020. Daarin wordt een inflatie op jaarbasis voorzien van 0,3% in 2020, 1,0% in 2021 en 1,3% in 2022. Vergeleken met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2020 zijn de vooruitzichten voor de inflatie voor 2020 onveranderd gebleven, voor 2021 opwaarts bijgesteld en voor 2022 ongewijzigd gebleven. De ongewijzigde projectie voor de inflatie in 2022 verhult een opwaartse bijstelling van de inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen die deels voortvloeit uit de positieve effecten van de monetaire en budgettaire beleidsmaatregelen en die grotendeels teniet wordt gedaan door de herziene ontwikkeling van de energieprijzen. De twaalfmaands HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen zal in 2020 naar verwachting op 0,8% uitkomen, in 2021 op 0,9%, en in 2022 op 1,1%.

De coronapandemie heeft nog steeds een sterke invloed op de monetaire dynamiek in het eurogebied. De groei van het ruim monetair aggregaat (M3) bleef stijgen, van 9,2% in juni naar 10,2% in juli 2020. De sterke geldgroei is het gevolg van binnenlandse kredietverlening, de lopende activa-aankopen door het Eurosysteem en de door voorzorg ingegeven grotere voorkeur voor liquiditeit in de geldaanhoudende sector. Het eng gedefinieerde monetaire aggregaat M1, dat de meest liquide vormen van geld omvat, blijft de grootste bijdrage leveren aan de groei van M3. De impact van het coronavirus op de economische bedrijvigheid bleef bepalend voor de ontwikkeling van de kredietverlening aan de private sector. Het twaalfmaands groeitempo van leningen aan niet-financiële ondernemingen bleef in juli grosso modo stabiel en bedroeg 7,0%, tegen 7,1% in juni. Deze hoge percentages laten zien dat bedrijven

¹ Zie de [Door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2020](#).

een grote behoefte hebben aan liquiditeit om hun lopende uitgaven en werkkapitaal te financieren en verdere liquiditeitsbuffers op te bouwen, al heeft de opleving van de economische bedrijvigheid geleid tot enig herstel van hun inkomsten. Ook het twaalfmaands groeitempo van de leningen aan huishoudens bleef in juli stabiel, op 3,0%. Evenals de maatregelen die door de nationale overheden en Europese instellingen zijn genomen, zullen de beleidsmaatregelen van de Raad van Bestuur de toegang tot financiering blijven ondersteunen, ook voor degenen die het zwaarst worden getroffen door de gevolgen van de pandemie.

De coronapandemie heeft nog steeds een buitengewoon grote impact op de overheidsfinanciën in het eurogebied. Alle landen van het eurogebied hebben met het oog op de beheersingsmaatregelen aanzienlijke begrotingsuitgaven gedaan; de daadwerkelijke belasting en de responsmogelijkheden verschilden daarbij per land. Als gevolg van de economische neergang en de substantiële begrotingssteun zal volgens de projecties het totale begrotingstekort van het eurogebied in 2020 aanzienlijk toenemen, tot 8,8% van het bbp, tegen 0,6% in 2019. De tekortquote zal naar verwachting dalen tot 4,9% en 3,6% van het bbp in respectievelijk 2021 en 2022. De verregaande begrotingsmaatregelen in 2020 hebben geleid tot een overeenkomstige verslechtering van het conjunctuurgezuiverde primaire saldo, naast een negatieve conjunctuurcomponent die de verslechtering van de macro-economische situatie weerspiegelt. De daaropvolgende verbetering zal naar verwachting beginnen met de geleidelijke afbouw van de noodmaatregelen en een verbeterde conjuncturele situatie. Gelet op de sterke krimp van de economie in het eurogebied blijft een ambitieus en gecoördineerd begrotingsbeleid van cruciaal belang. Wel dienen de maatregelen doelgericht en tijdelijk te zijn. De drie door de Europese Raad goedgekeurde vangnetten van in totaal € 540 miljard en het Next Generation EU-pakket van de Europese Commissie van € 750 miljard ter ondersteuning van de regio's en sectoren die het zwaarst door de pandemie zijn getroffen, zijn in dit verband dan ook zeer welkom.

Het monetairbeleidspakket

Samenvattend is uit een vergelijking van de resultaten van de economische analyse met de signalen die naar voren komen uit de monetaire analyse nog eens gebleken dat een ruime mate van monetaire accommodatie nodig is voor een robuuste convergentie van de inflatie naar een niveau dat op middellange termijn onder maar dicht bij 2% ligt. Tegen deze achtergrond heeft de Raad van Bestuur op 10 september 2020 opnieuw de geldigheid van de getroffen accommoderende monetairbeleidsmaatregelen bevestigd.

1. De Raad van Bestuur heeft besloten de basisrentetarieven van de ECB ongewijzigd te laten. Verwacht wordt dat de tarieven op of onder hun huidige niveau zullen blijven totdat de inflatieverwachtingen binnen de projectieperiode krachtig convergeren naar een niveau dat voldoende dicht bij maar onder 2% ligt en die convergentie consequent in de onderliggende inflatiedynamiek tot uitdrukking komt.

2. De Raad van Bestuur heeft besloten door te gaan met zijn steunaankopen in het kader van het pandemie-noodaankoopprogramma (pandemic emergency purchase programme – PEPP), voor een bedrag van in totaal € 1.350 miljard. Deze aankopen dragen bij tot de versoepeling van de algehele monetairbeleidskoers en helpen op die manier het neerwaartse effect van de pandemie op de verwachte inflatieontwikkeling te compenseren. De aankopen zullen in de loop van de tijd steeds op flexibele wijze worden uitgevoerd, in alle activaklassen en in alle rechtsgebieden. Dit stelt de Raad van Bestuur in staat de risico's ten aanzien van een soepele transmissie van het monetair beleid doeltreffend af te wenden. De nettoaankopen van activa in het kader van het PEPP zullen ten minste tot eind juni 2021 voortduren en in ieder geval totdat de Raad van Bestuur oordeelt dat de crisisfase van de coronapandemie voorbij is. Voorts zullen de aflossingen op effecten die zijn aangekocht in het kader van het PEPP tot ten minste eind 2022 worden herbelegd. De toekomstige afbouw van de PEPP-portefeuille zal in ieder geval zodanig worden gestuurd dat de geëigende monetairbeleidskoers niet wordt gehinderd.
3. De nettoaankopen in het kader van het programma voor de aankoop van activa (asset purchase programme – APP) worden ter hoogte van € 20 miljard per maand voortgezet, evenals de aankopen in het kader van het extra tijdelijke steunpakket van € 120 miljard tot het einde van het jaar. De Raad van Bestuur houdt vast aan de verwachting dat de maandelijkse nettoaankopen van activa in het kader van het APP zo lang zullen worden voortgezet als nodig is om de accommoderende effecten van de beleidsrentetarieven van de ECB te versterken en zullen worden beëindigd kort voordat de Raad van Bestuur begint de belangrijkste rentetarieven van de ECB te verhogen. Daarnaast is de Raad van Bestuur voornemens de aflossingen op effecten die zijn aangekocht in het kader van het APP en die de vervaldatum hebben bereikt volledig te blijven herbeleggen, en wel tot geruime tijd na het moment waarop de basisrentetarieven van de ECB weer worden verhoogd en in elk geval zo lang als noodzakelijk is om gunstige liquiditeitscondities en een ruime mate van monetaire accommodatie te handhaven.
4. Tot slot zal de Raad van Bestuur ook via zijn herfinancieringstransacties ruime liquiditeit blijven verstrekken. Daarbij werd met name bij de laatste transactie in de derde reeks gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO III) zeer veel krediet opgenomen, hetgeen de verstrekking van bankleningen aan bedrijven en huishoudens ondersteunt.

De monetairbeleidsmaatregelen die de Raad van Bestuur sinds begin maart heeft genomen geven cruciale ondersteuning aan het herstel van de economie van het eurogebied en het waarborgen van de prijsstabiliteit op middellange termijn. Met name zullen deze de liquiditeits- en financieringscondities in de economie ondersteunen, de kredietverlening aan huishoudens en bedrijven schragen en bijdragen tot de instandhouding van gunstige financieringsvoorwaarden voor alle sectoren en rechtsgebieden. In het huidige klimaat van grote onzekerheid zal de Raad van Bestuur bovendien zorgvuldig beoordelen welke gevolgen nieuwe gegevens, waaronder de ontwikkelingen van de wisselkoers, hebben voor de

inflatievoorzichten op middellange termijn. De Raad van Bestuur blijft paraat om al zijn instrumenten zo nodig aan te passen om ervoor te zorgen dat de inflatie zich op duurzame wijze ontwikkelt in de richting van de doelstelling en overeenkomstig het belang dat de Raad hecht aan symmetrie.

1 Externe omgeving

De coronaviruspandemie (COVID-19) blijft de belangrijkste bron van onzekerheid voor de wereldeconomie. Rond medio mei stabiliseerde het aantal nieuwe gevallen tijdelijk, wat leidde tot een geleidelijke opheffing van de beperkingsmaatregelen. Daarna begonnen de cijfers weer te stijgen, met name in de Verenigde Staten en in Brazilië en andere opkomende markteconomieën, totdat wereldwijd de besmettingen begin augustus wereldwijd een plateau bereikten. Toch blijft de besmettingsgraad hoog en de aantallen nieuwe gevallen in Europa en enkele andere regio's lopen op, wat de angst voor een sterke heropleving van coronabesmettingen aanwakkert. Deze angst heeft het consumentenvertrouwen negatief beïnvloed. Nieuwe gegevens bevestigen dat de mondiale economische bedrijvigheid in het tweede kwartaal een dieptepunt bereikte en vanaf medio mei in lijn met de geleidelijke opheffing van de beperkingsmaatregelen begon te herstellen. In de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2020 wordt voorzien dat het mondiale reële bbp (exclusief het eurogebied) dit jaar met 3,7% zal dalen en in 2021 en 2022 met respectievelijk 6,2% en 3,8% zal stijgen. De krimp van de wereldhandel zal ernstiger zijn dan de afname van het reële bbp, zowel gezien de sterkere procycliciteit ervan, met name tijdens een economische neergang, als vanwege de bijzondere aard van de COVID-19-crisis, die heeft geleid tot verstoringen van mondiale productieketens en hogere handelskosten als gevolg van de beperkingsmaatregelen. De risico's voor de mondiale vooruitzichten blijven neerwaarts gericht, vanwege de aanhoudende onzekerheid over de ontwikkeling van de pandemie, die de wereldeconomie mogelijk blijvend zal schaden. Andere neerwaartse risico's houden verband met de uitkomst van de brexitonderhandelingen, het risico van toenemend handelsprotectionisme en de daarmee verband houdende negatieve effecten op de mondiale toeleveringsketens op langere termijn.

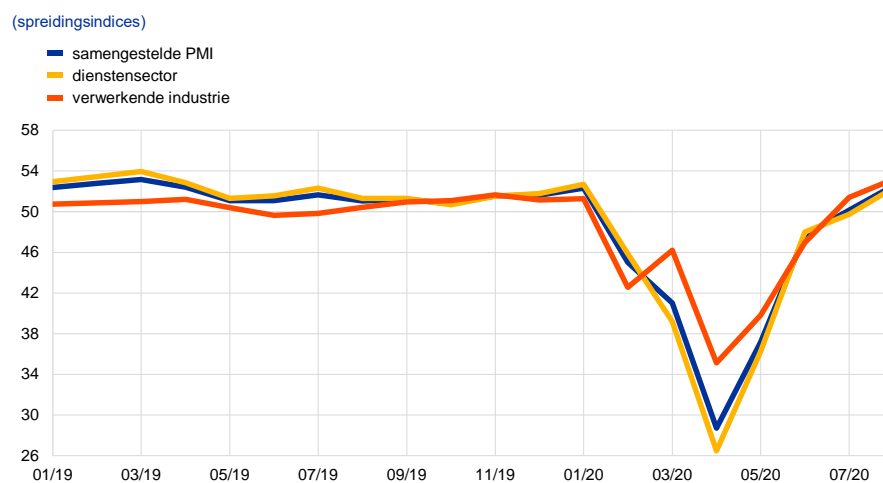
Mondiale economische bedrijvigheid en handel

De wereldeconomie is als gevolg van de COVID-19-pandemie in de eerste helft van 2020 in een diepe, gesynchroniseerde recessie geraakt. De uitbraak en de beperkingsmaatregelen die zijn genomen om de verspreiding van het virus te beperken drukten op de economische bedrijvigheid, wat leidde tot een ongekennde en gesynchroniseerde daling van de mondiale productie, die in april 2020 zijn dieptepunt bereikte. De mondiale onzekerheid nam toe tot niveaus die sinds de wereldwijde financiële crisis niet waren waargenomen. De binnenkomende gegevens uit de nationale rekeningen voor het tweede kwartaal bevestigen een sterke krimp van de economische bedrijvigheid. De daling van de wereldhandel was nog sterker, zij het minder uitgesproken dan in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2020 werd voorzien. Dit duidt op een geringere elasticiteit van de wereldhandel dan eerder werd aangenomen. Tegelijkertijd is China in staat geweest om rond eind maart te beginnen met het opheffen van beperkingsmaatregelen en zijn economie in het tweede kwartaal alweer positief te laten groeien.

Zodra de verspreiding van het COVID-19-virus begon af te nemen en werd begonnen met het opheffen van de beperkingsmaatregelen begon de wereldeconomie zich te herstellen, zo bevestigen enquêtegegevens. Nu de beperkingen zijn versoepeld en de productie zich is begonnen te normaliseren, wordt verwacht dat de mondiale economische bedrijvigheid en handel weer zullen terugveren vanaf de lage niveaus van het tweede kwartaal. Mondiale Purchasing Managers' Indices (PMI's; exclusief het eurogebied) voor de totale productie hebben zich na het dieptepunt in april gestaag hersteld (zie Grafiek 1). De mondiale PMI voor de totale productie (exclusief het eurogebied) steeg voor de vierde opeenvolgende maand, van het dieptepunt van 28,6 in april naar 50 in juli en 52,6 in augustus. Deze opleving doet zich breed voor in zowel de industrie- als de dienstensector. De mate van herstel lijkt echter per land te verschillen. Wat de ontwikkelde economieën betreft bleef de PMI voor de totale productie in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk groeien, terwijl deze in Japan krimp bleef vertonen. In opkomende economieën nam de PMI voor de totale productie verder toe in China, Rusland en Brazilië, maar bleef in India krimp vertonen.

Grafiek 1

Mondiale PMI-cijfers en subindexcijfers voor de totale productie (exclusief het eurogebied)



Bronnen: Markit en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen augustus 2020.

De mondiale financieringsvoorwaarden zijn de afgelopen maanden aanzienlijk versoepeld. In de zomer zette het herstel op de financiële markten dat eind maart was begonnen zich voort, met een schijnbaar onverminderde dynamiek in belangrijke ontwikkelde markteconomieën en enkele opkomende markteconomieën. De aandelenmarkten bereikten in de Verenigde Staten nieuwe recordniveaus en in China de hoogste niveaus in jaren, en bleven elders het leeuwendeel van hun verliezen snel herstellen. Andere risicovolle marktsegmenten, waaronder bedrijfsobligaties, hebben ook geprofiteerd van het positieve marktsentiment. Daar het rendement op risicovrije overheidsobligaties grotendeels onveranderd bleef – op of dicht bij historisch lage niveaus – bereikten indices van financieringsvoorwaarden in ontwikkelde economieën een recordhoogte en lagen deze in opkomende markteconomieën niet ver onder het recordniveau. De aanhoudende vraag naar risicovolle activa werd gedreven door een

reeks verrassende positieve macro-economische gegevens en een verdere toename van de risicobereidheid, deels als gevolg van groeiend optimisme over een vroegtijdig beschikbaarheid van een vaccin. De financiële markten blijven echter op hun qui-vive, aangezien de vooruitzichten afhangen van het onzekere verloop van de pandemie. De volatiliteit blijft ruim boven de historische gemiddelden en de marktperceptie van risico's blijft neerwaarts gericht.

Het mondiale reële bbp (exclusief het eurogebied) zal dit jaar met 3,7% dalen.

Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2020 zal de mondiale reële bbp-groei (ongerekend het eurogebied) in de tweede helft van 2020 positief worden doordat beperkingsmaatregelen geleidelijk worden opgeheven. Het herstel blijft echter beperkt, aangezien ervan uit wordt gegaan dat het sentiment onder bedrijven en consumenten wordt gedrukt door onzekerheid over het verloop van de pandemie, bepaalde vormen van social distancing gehandhaafd blijven en er pas medio 2021 een werkzame medische oplossing beschikbaar is. De basisprojectie is dan ook verenigbaar met aanhoudende besmettingen in sommige landen, waarbij wordt aangenomen dat nieuwe uitbraken door middel van gerichte beperkingsmaatregelen worden bestreden, die de economische bedrijvigheid minder zullen verstoren dan eerdere lockdowns.

Als gevolg van de aanhoudende onzekerheid over de ontwikkeling van de pandemie zal het economisch herstel aan het einde van de projectieperiode onvolledig zijn.

De COVID-19-crisis is een drievoudige schok geweest voor de wereldeconomie.² In tegenstelling tot eerdere crises heeft deze de particuliere consumptie in de eerste helft van 2020 bijzonder hard getroffen. Hoewel de negatieve gevolgen van de beperkingsmaatregelen waarschijnlijk zullen wegebben en de mondiale productie zich geleidelijk zal herstellen, zal de aanhoudende onzekerheid over de gezondheids- en economische vooruitzichten de consumptie blijven drukken, waardoor een krachtiger herstel van de economische bedrijvigheid wordt belemmerd. In vergelijking met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2020 is het traject van het niveau van de economische bedrijvigheid globaal onveranderd en blijft dit gedurende de gehele projectieperiode onder de basisprojectie van vóór COVID-19. Daardoor zal de mondiale reële bbp-groei (exclusief het eurogebied) volgens de projectie in 2021 met 6,2% en in 2022 met 3,8% groeien.

In het derde kwartaal van 2020 herstelt de economische bedrijvigheid in de Verenigde Staten zich, mede door maatregelen gericht op

inkomensondersteuning. Het reële bbp kromp volgens de tweede raming in het tweede kwartaal met -31,7% op jaarbasis (-9,1% op kwartaalbasis). Deze krimp was iets geringer dan in de eerdere raming werd gerapporteerd (-9,5% op kwartaalbasis), als gevolg van opwaartse bijstellingen van de particuliere voorraadinvesteringen en persoonlijke consumptieve bestedingen. De recente gepubliceerde gegevens voor de

² De aanvankelijke aanbodschok, die werd veroorzaakt door de invoering van lockdownmaatregelen in de meeste delen van de wereld, werd nog eens verergerd door een schok aan de vraagzijde, die voornamelijk het gevolg was van de stijgende werkloosheid. Daarop volgde een onzekerheidsschok, toen de wereldeconomie tot een ongekende plotselinge stilstand kwam, waarvan de gevolgen nog grotendeels onbekend zijn.

Verenigde Staten zijn over het geheel genomen positief. Na sterke stijgingen in mei en juni is de verkoop van consumptiegoederen en voedingsdiensten in juli met een bescheiden 1,2% gestegen, maar lag nog steeds hoger dan vóór de pandemie. Het totaal aan particuliere consumptieve bestedingen blijft echter ver onder het niveau van vóór de pandemie, aangezien de bestedingen aan overige diensten zijn gedaald. De uitgaven van huishoudens werden gesteund door hogere werkloosheidsuitkeringen en eenmalige rechtstreekse inkomenssteun. Deze betalingen liepen grotendeels af in augustus, wat leidde tot een aanzienlijke daling van de inkomsten, wat de consumptie verder zou kunnen ondermijnen. Toen de lockdownmaatregelen rond mei werden versoepeld, begonnen werknemers terug te keren naar hun werk, waardoor meer dan de helft van de in april gemelde tijdelijke ontslagen ongedaan werd gemaakt. Het tempo van de werkgelegenheidscreatie is in juli echter vertraagd ten opzichte van mei en juni, en de werkloosheid blijft op een historisch hoog niveau. De totale inflatie van de consumentenprijsindex (CPI) op jaarbasis steeg in juli naar 1,0%, ten opzichte van 0,6% in juni. De kerninflatie steeg sterk, naar 1,6% in juli tegenover 1,2% in juni, onder invloed van stijgende prijzen voor onderdak en medische diensten. Verschillende indicatoren voor de inflatieverwachtingen zijn recent gestegen en naderen opnieuw hun langetermijngemiddelden. Niettemin blijven de inflatievooruitzichten zeer gematigd, doordat de economie onder haar potentieel blijft.

In China herstelt de economie zich sterk, maar blijven de

detailhandelsverkopen zwak. Het bbp van China steeg in het tweede kwartaal met 11,5% op kwartaalbasis en kwam daarmee weer boven het niveau van eind 2019. De investeringen waren samen met de netto-uitvoer de belangrijkste aanjager van groei, terwijl de consumptie de groei bleef remmen. Nieuwe gegevens lijken erop te wijzen dat het grootste deel van de Chinese economie zich heeft hersteld tot de niveaus van vóór COVID-19, maar de detailhandelsverkopen blijven zwak. Hoewel de industriële productie zich krachtig heeft hersteld (+4,9% op jaarbasis in juli), blijven de detailhandelsverkopen dalen (-2,6% op jaarbasis in juli), vermoedelijk als gevolg van gematigde werkgelegenheidsverwachtingen onder huishoudens. Het begrotingsbeleid blijft de economische bedrijvigheid ondersteunen, met uitgebreide werkloosheidsverzekering, hogere investeringen en belastingverlichtingen die zijn gericht op het stabiliseren van de werkgelegenheid en economische groei. Het monetaire beleid is eveneens ondersteunend, hoewel de autoriteiten, gezien de ervaring van de economie, er rekening mee houden dat verdere kredietgroei risico's voor de financiële stabiliteit met zich mee kan brengen.

In Japan herstelt de economische bedrijvigheid zich in het derde kwartaal, maar de particuliere consumptie blijft zwak.

Volgens de tweede raming daalde het reële bbp in het tweede kwartaal met 7,9% op kwartaalbasis, een lichte neerwaartse bijstelling ten opzichte van de eerste raming (-7,8% op kwartaalbasis). Een nationale noodtoestand in april en mei temperde de bedrijvigheid, waarbij dalingen met dubbele cijfers van de particuliere dienstenconsumptie en van de uitvoer goed waren voor het leeuwendeel van de afname van de bedrijvigheid. Die eerste daling weerspiegelt het effect van de binnenlandse lockdown, terwijl de tweede een daling van de buitenlandse vraag weerspiegelt. Het herstel van de buitenlandse vraag heeft bijgedragen aan een significant herstel van de industriële productie in juli. Het tempo van het economisch herstel blijft echter gematigd, zoals blijkt uit de PMI voor de totale

productie, die weliswaar in augustus voor de vierde achtereenvolgende maand is gestegen, naar 45,2, maar nog steeds krimp vertoont (d.w.z. onder de drempel van 50 blijft). De particuliere consumptie van diensten blijft zwak. Uit de door de Bank of Japan gepubliceerde index van de consumptieactiviteit blijkt dat de consumptie van duurzame en niet-duurzame goederen in juni steeg – wat erop wijst dat de inhaalvraag een belangrijke rol speelde in de eerste volledige maand na de lockdown – maar in juli weer afnam. De consumptie van diensten, die goed is voor 51% van de consumptie van de huishoudens, bleef in juni bijna 20% onder het niveau van het eerste kwartaal. Hoewel de verbeterde mobiliteitsontwikkelingen over het bezoek aan restaurants, winkelcentra en pretparken mogelijk wijzen op een aanhoudend herstel, is de consumptie van diensten in juli globaal gelijk gebleven ten opzichte van juni. In combinatie met signalen dat de verbetering van het consumentenvertrouwen in augustus stagneerde, wijst dit op een zeer geleidelijk herstel van de consumptie, deels als gevolg van de hernieuwde toename van nieuwe COVID-19-besmettingen in juli en augustus.

In het Verenigd Koninkrijk lijkt het herstel van de economische bedrijvigheid, na een ongekende daling in het tweede kwartaal, aarzelend en onvolledig. Het reële bbp daalde in het tweede kwartaal met 20,4% op kwartaalbasis, als gevolg van een brede krimp van alle uitgavencomponenten, met name de binnenlandse vraag. Een daling met dubbele cijfers van de particuliere consumptie komt tot uiting in een sterke stijging van de spaarquote. De bedrijfsinvesteringen daalden in het tweede kwartaal met bijna een derde in een klimaat van extreme onzekerheid. Hoewel de PMI van de totale productie wijst op een opleving van de bedrijvigheid in het derde kwartaal, lijken de vooruitzichten vrij onzeker, aangezien bredere enquêtegegevens wijzen op een aanhoudende zwakte van het ondernemersvertrouwen en toenemende vrees voor werkloosheid en bezorgdheid over de economische vooruitzichten voor de toekomst. De overheidssteun voor de veelgebruikte verlofregeling is met ingang van 1 augustus verlengd tot oktober, maar het steunbedrag is verlaagd en de regeling zal daarna worden stopgezet. De CPI en de kerninflatie stegen in juli elk met 0,4 procentpunt naar respectievelijk 1,0% en 1,4%. De prijsstijging was breed gespreid over alle componenten en hield deels verband met de extra kosten voor “COVID-proofing” (d.w.z. wijdverbreide kostenstijgingen voor bedrijven in de particuliere sector in verband met social distancing) zoals gerapporteerd door het Office for National Statistics.

In de Midden- en Oost-Europese landen zal de economische bedrijvigheid zich naar verwachting geleidelijk herstellen als gevolg van de opheffing van de beperkingsmaatregelen. Het reële bbp in deze landen is in de eerste helft van 2020 aanzienlijk gekrompen als gevolg van de maatregelen die zijn getroffen om de verspreiding van COVID-19 te beperken. Na de geleidelijke versoepeling van deze maatregelen en de normalisering van de productie wordt verwacht dat de bedrijvigheid vanaf het derde kwartaal weer zal aantrekken en zich geleidelijk zal herstellen, ondersteund door stevige begrotings- en monetaire maatregelen. Er wordt verwacht dat de bedrijvigheid tot eind 2021 onder het niveau van voor 2019 zal blijven.

De vooruitzichten voor de economische bedrijvigheid in grote grondstoffenexporterende landen blijven ongewis, gezien het hoge aantal besmettingen. In Rusland werd het reële bbp in het tweede kwartaal getroffen door een combinatie van de COVID-19-pandemie, de beperkingen ter bestrijding van binnenlandse besmettingen – die de particuliere consumptie en de investeringen drukten – en de schommelingen op de wereldwijde oliemarkt, die de energiesector verzwakten. Tegen deze achtergrond zijn de begrotings- en monetairbeleidsondersteuning geleidelijk uitgebreid. De economische bedrijvigheid zal zich naar verwachting in het derde kwartaal beginnen te herstellen, maar de vooruitzichten blijven onderhevig aan aanzienlijke onzekerheid. Niet alleen is het aantal nieuwe COVID-19-gevallen nog steeds hoog, ook de investeringsvooruitzichten zijn gematigd, gezien de door OPEC+ doorgevoerde verminderingen van de olieproductie en de lagere grondstoffenprijzen. In Brazilië was de krimp van het reële bbp in het tweede kwartaal (-9,7% op kwartaalbasis) breed gespreid over alle componenten, met uitzondering van de uitvoer van goederen en diensten, die op kwartaalbasis met ongeveer 1,8% toenam. De COVID-19-crisis begon juist toen het economische sentiment begon aan te trekken na een periode van gematigde groei. Aangezien Brazilië nu een van de landen is die het zwaarst door de pandemie zijn getroffen, zal het herstel in de tweede helft van het jaar waarschijnlijk beperkt zijn. Gezien de beperkte begrotingsruimte is de omvang van de begrotingssteun bescheiden geweest en zal deze steun naar verwachting in oktober worden stopgezet. Het monetaire beleid is ondersteunend en de rentevoeten hebben een historisch dieptepunt van 2% bereikt.

In Turkije werd de economische bedrijvigheid in het eerste kwartaal van 2020 betrekkelijk onberoerd gelaten door de pandemie, hoewel deze in het tweede kwartaal kromp. De bedrijvigheid bleef robuust tot eind maart, toen de COVID-19-uitbraak het land bereikte. In het tweede kwartaal kromp de reële bbp-groei met 11% op kwartaalbasis, voornamelijk als gevolg van de dienstensector en in mindere mate de industriële bedrijvigheid. Na de geleidelijke versoepeling van de beperkingsmaatregelen vanaf medio mei begon de economie zich gedeeltelijk te herstellen, daarbij aangedreven door de verwerkende industrie. Maar aangezien de dienstensector zwak blijft, met name als gevolg van de slechte prestaties van de toeristische sector, zal deze in het derde kwartaal de groei blijven afremmen. Als reactie op de crisis hebben de autoriteiten de begrotings- en monetairbeleidsstimulans om de economie te stabiliseren opgevoerd, maar de zwakke buitenlandse vraag blijft de kortetermijnvooruitzichten negatief beïnvloeden. De druk op de Turkse lira is onlangs toegenomen als gevolg van bezorgdheid over de afname van de deviezenreserves en het over vermogen van de nationale autoriteiten om de munt te blijven verdedigen.

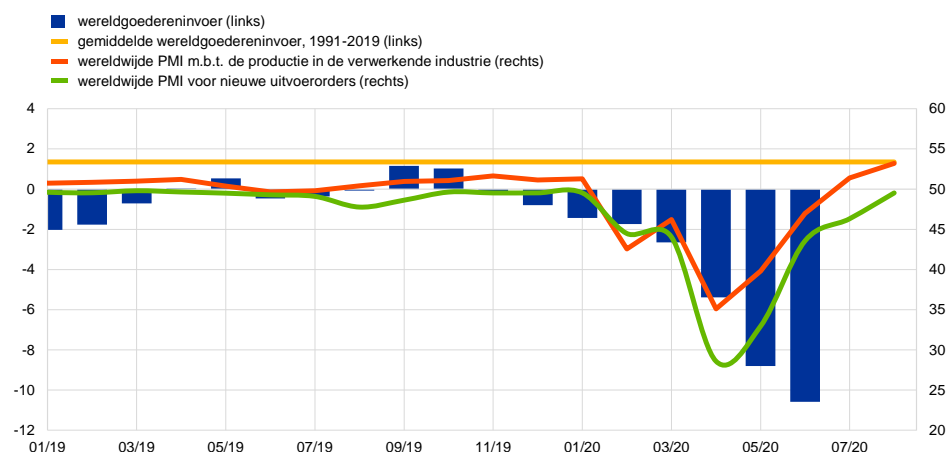
De wereldhandel zal naar verwachting in 2020 met dubbele cijfers krimpen. Uit de sterke daling van de wereldwijde invoer (exclusief het eurogebied) in 2020 blijkt zowel het sterke procyclische karakter van de handel, met name tijdens een periode van economische teruggang, als het bijzondere karakter van de COVID-19-crisis. De teruggang in de wereldwijde vraag, gecombineerd met verstoringen van de mondiale productieketens en hogere handelskosten voortkomend uit de COVID-19-gerelateerde beperkingsmaatregelen hebben hun tol geëist van de wereldhandel. In

het tweede kwartaal kromp de mondiale goederenimport (exclusief het eurogebied) met 10,5% op kwartaalbasis, hoewel de neerwaartse dynamiek in mei enigszins afzwakte en in juni een sterker herstel werd genoteerd (+6,3% op maandbasis). Enquêtegegevens wijzen ook op een opleving van de handel, aangezien de PMI voor nieuwe uitvoerorders voor de verwerkende industrie in augustus voor de vierde achtereenvolgende maand steeg, van 46,1 in juni naar 49,5 in augustus, en van een dieptepunt van 27 in april (zie Grafiek 2). Hoewel de wereldhandel zich naar verwachting in lijn met de geleidelijke opheffing van de beperkingsmaatregelen zal herstellen, zal er mogelijk sprake zijn van enige blijvende schade. Op korte termijn kunnen overheidsbesluiten om bepaalde reisbeperkingen in ieder geval te handhaven totdat er een medische oplossing is gevonden de handel belemmeren doordat de handelskosten stijgen. En ten slotte heeft de COVID-19-pandemie aan het licht gebracht dat verschillende landen afhankelijk zijn van externe leveranciers, wat kan leiden tot nieuw beleid. Dat beleid zou gericht kunnen zijn op ofwel diversificatie van mondiale leveranciers, om afhankelijkheid van één leverancier te voorkomen, ofwel het terughalen van productie naar het eigen land ('reshoring'), wat negatief zal uitwerken op de complexe mondiale waardeketens. Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2020 zal de wereldhandel in 2020 naar verwachting met 11,2% krimpen en vervolgens in 2021 en 2022 groeien met respectievelijk 6,8% en 4%. De buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied zal naar verwachting in 2020 met 12,5% dalen en in 2021 en 2022 groeien met respectievelijk 6,9% en 3,7%.

Grafiek 2

Enquêtes en de wereldhandel in goederen (ongerekend het eurogebied)

(links: driemaands op driemaands mutaties in procenten; rechts: spreidingsindices)



Bronnen: Markit, CPB en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen augustus 2020 voor de PMI-gegevens en juni 2020 voor de wereldgoederenimport. De indices en gegevens verwijzen naar het mondiale aggregaat ongerekend het eurogebied.

Onzekerheid over het verdere verloop van de pandemie zal de mondiale economische vooruitzichten blijven vormen.

De vrees voor een mogelijke opleving van de pandemie en de mogelijke invoering van strengere beperkingsmaatregelen drukken de bedrijfsbesluiten inzake investeringen en personeelswerving. Dit heeft op zijn beurt gevolgen voor het consumentenvertrouwen en wijst op een slechts tamelijk aarzelend herstel van de consumptie. Hoe langer een

dergelijke situatie aanhoudt, hoe groter de langdurige schade die de economie waarschijnlijk zal oplopen. Ter illustratie van de bandbreedte aan mogelijke gevolgen van de COVID-19-pandemie voor de wereldeconomie wordt in de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2020 het basisscenario aangevuld met twee alternatieve scenario's³: het milde en het zware scenario. Deze scenario's vormen een illustratieve bandbreedte rond de basisprojectie. De risico's die samenhangen met de pandemie blijven relevant, evenals overige neerwaartse risico's in verband met de brexitonderhandelingen en een mogelijke toename van het handelsprotectionisme. Deze andere risico's zijn echter zelf waarschijnlijk ook in zekere mate afhankelijk van het toekomstige verloop van de COVID-19-pandemie en de genomen beleidsmaatregelen.

Mondiale prijsontwikkelingen

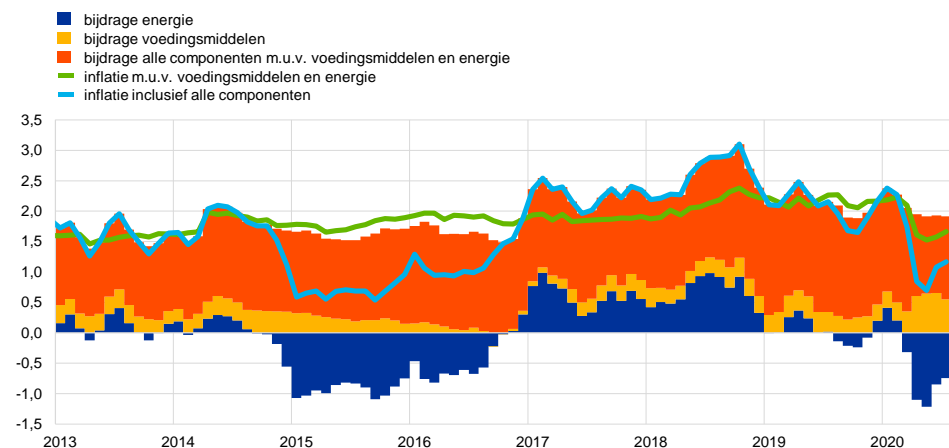
De olieprijsen hebben zich hersteld tegen een achtergrond van oplevende economische bedrijvigheid en een dalend olieaanbod als gevolg van productieverlagingen die begin mei zijn overeengekomen. Na in april tot minder dan USD 20 per vat te zijn gedaald, was de prijs van ruwe Brent-olie op de afsluitdatum voor de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september gestegen tot ongeveer USD 45 per vat. De gelijktijdige daling van de nominale effectieve wisselkoers van de Amerikaanse dollar betekent echter dat in veel economieën de stijging van de olieprijs uitgedrukt in de eigen valuta minder uitgesproken was. Het gedeeltelijke herstel van de olieprijsen lijkt het gevolg te zijn van een sterker dan verwachte vraag naar olie als gevolg van de versoepeling van de lockdownmaatregelen, hoewel over het geheel genomen de vraag naar olie in 2020 en 2021 naar verwachting gematigd en onder het niveau van 2019 zal blijven. Aan de aanbodzijde kwam OPEC+ begin mei overeen de productie met bijna tienduizend vaten per dag te verminderen, wat samen met aanzienlijke beperkingen van de olieproductie in de Verenigde Staten en Canada de olieprijsen ondersteunde. Het herstel van de olieprijsen vertraagde in augustus, nadat de vrijwillige productiebeperkingen door Saoedi-Arabië afliepen en de wereldwijde vraag naar olie stagneerde. Ten opzichte van de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2020 zijn de aannames met betrekking tot de prijs van ruwe olie in de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2020 opwaarts bijgesteld met 18,8%, 27,8% en 20,8% voor respectievelijk 2020, 2021 en 2022. Sinds de afsluitdatum voor de projecties van september is de prijs van ruwe olie gedaald naar ongeveer USD 40 per vat ruwe Brent-olie op 9 september. Ook al hield de olieprijsfuturescurve slechts iets opwaarts, de prijzen van ruwe olie zullen waarschijnlijk volatiel blijven doordat de economische vooruitzichten zeer onzeker blijven en de benutte opslagcapaciteit uitzonderlijk hoog is.

³ Zie voor meer details het Kader "[Alternative scenarios for the euro area economic outlook](#)" in de [Door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2020](#).

De mondiale inflatie blijft gematigd, al is de neerwaartse druk van de energieprijzen recent afgenomen. De consumptieprijsinflatie op jaarbasis in de OESO is geleidelijk gestegen van 0,7% in mei naar 1,2% in juli (zie Grafiek 3). De neerwaartse druk als gevolg van de energieprijzinflatie op jaarbasis is de afgelopen maanden afgenomen. De energieprijzen daalden met 8,4%, wat minder was dan in juni (-9,5%). Tegelijkertijd daalde de inflatie van de voedselprijzen in juli tot 3,8%, tegen 4,6% in juni. De CPI-inflatie op jaarbasis in de OESO, exclusief voedingsmiddelen en energie, steeg in juli licht, naar 1,7%. Wat de ontwikkelde economieën betreft, steeg de totale consumptieprijsinflatie op jaarbasis in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Japan, terwijl deze in Canada in juli daalde naar 0,1% (tegen 0,7% in juni). De totale inflatie op jaarbasis is in juli in alle belangrijke opkomende markteconomieën die niet tot de OESO behoren gematigd gestegen.

Grafiek 3
CPI-inflatie in de OESO-landen

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: OESO en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen juli 2020.

De mondiale inflatie blijft naar verwachting betrekkelijk zwak, bij een lage olieprijs en een zwakke vraag. Een zwakke vraag, een sterke verslechtering van de arbeidsmarkten en een grotere onderbenutting zullen de onderliggende inflatoire druk naar verwachting wereldwijd dempen. De lagere olieprijsen verklaren grotendeels de neerwaartse bijstelling van de uitvoerprijzen van de concurrenten van het eurogebied (in de nationale valuta) in 2020. Aangezien wordt verwacht dat de prijs van ruwe olie gedurende de projectieperiode geleidelijk zal stijgen, zal dit effect wegebben en zullen de uitvoerprijzen van de concurrenten van het eurogebied naar verwachting tegen het einde van 2021 terugkeren naar hun langetermijngemiddelden.

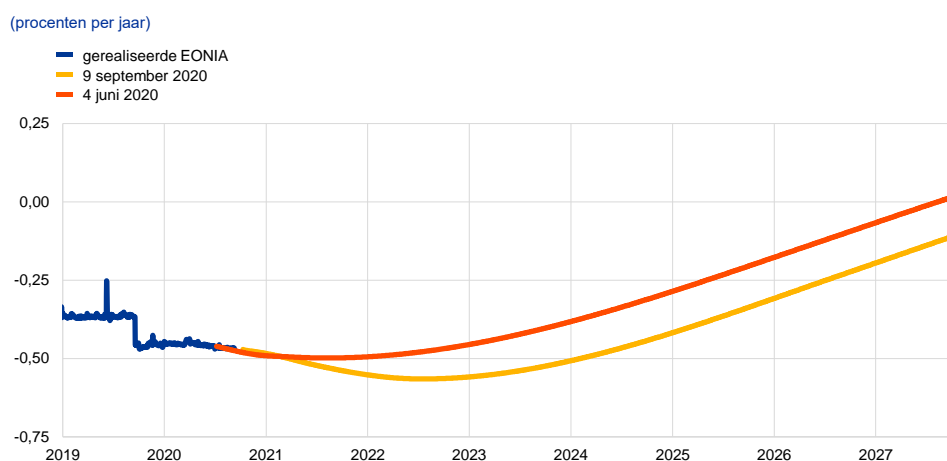
2 Financiële ontwikkelingen

Gedurende de verslagperiode (4 juni 2020 tot en met 9 september 2020) is de termijncurve van de euro overnight index average (EONIA) neerwaarts verschoven. Hoewel de curve aan het korte einde licht is omgekeerd, wijst deze niet op de vaste verwachting van een renteverlaging op de zeer korte termijn. In de loop van de zomer zijn de rendementsecants op langlopende overheidsobligaties in het eurogebied tijdens de verslagperiode afgenomen door een combinatie van monetaire steun en begrotingssteun. De prijzen van risicovolle activa stegen enigszins, voornamelijk tegen de achtergrond van doorgaans positievere winstvooruitzichten op de korte termijn. Op de valutamarkten is de waarde van de euro op handelsbasis sterk gestegen.

De EONIA en de nieuwe benchmark, de euro short-term rate (€STR), bedroegen gedurende de verslagperiode gemiddeld respectievelijk -46 en -55 basispunten.⁴ De overliquiditeit steeg met € 807 miljard naar rond de € 2.982 miljard. Deze verandering is voornamelijk toe te schrijven aan de invoering van gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO III), het pandemie-noodaankoopprogramma (PEPP) en het programma voor de aankoop van activa (APP).⁵

De EONIA-termijncurve is in de verslagperiode neerwaarts verschoven, vooral op middellange en lange termijn, en de curve is licht omgekeerd (zie Grafiek 4). Ondanks de omkering duidt de curve niet op een vaste marktverwachting van een naderende renteverlaging. Al met al blijft de EONIA-termijnrente voor de periode tot 2028 onder nul, als gevolg van aanhoudende marktverwachtingen van een langdurige periode van negatieve rentevoeten.

Grafiek 4
EONIA-termijnrente



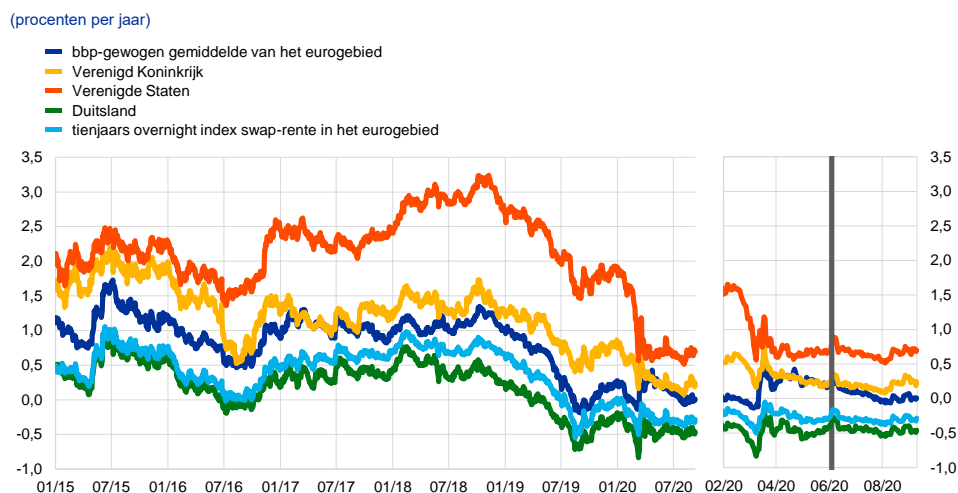
Bronnen: Refinitiv en berekeningen van de ECB.

⁴ De methode voor het berekenen van de EONIA is op 2 oktober 2019 gewijzigd; deze wordt nu berekend als de €STR plus een vast ecart van 8,5 basispunten. Zie het Kader "Goodbye EONIA, welcome €STR!", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2019.

⁵ Zie voor de periode tot 5 mei 2020 het Kader "Liquiditeitsverhoudingen en monetairbeleidstransacties van 29 januari tot en met 5 mei 2020", *Economisch Bulletin*, Nummer 4, ECB, 2020.

Het rendement op langlopende overheidsobligaties is in de verslagperiode in de belangrijkste jurisdicties gedaald (zie Grafiek 5). Het bbp-gewogen rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied daalde met 23 basispunten naar 0,01% als gevolg van een combinatie van iets lagere risicovrije rentes en een verkrapping van de ecarts op overheidsobligaties (zie Grafiek 6). Het rendement op tienjaars overheidsobligaties in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk daalde met respectievelijk 5 en 4 basispunten, waardoor beide een historisch dieptepunt naderden.

Grafiek 5
Rendementen op tienjaars overheidsobligaties



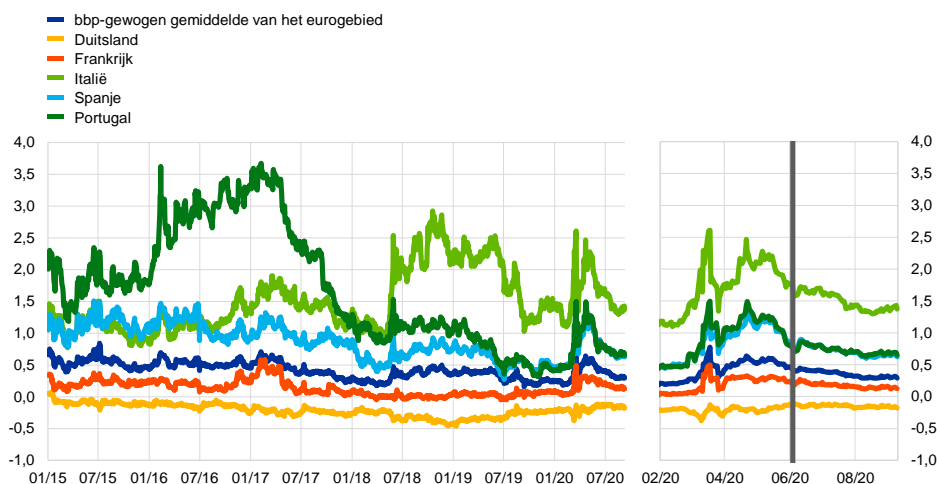
Bronnen: Refinitiv en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het begin van de verslagperiode op 4 juni 2020 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 9 september 2020.

De ecarts tussen overheidsobligaties van het eurogebied en de rentes op daggeldrenteswaps daalden verder tegen een achtergrond van monetaire steun en begrotingssteun (zie Grafiek 6). Een combinatie van monetaire en budgettaire beleidsmaatregelen ter ondersteuning van de economie (inclusief het 'Next Generation EU'-instrument) heeft ertoe bijgedragen dat de ecarts op overheidsobligaties gedurende de gehele verslagperiode verder afnamen. De ecarts op Duitse, Franse, Italiaanse, Spaanse en Portugese tienjaars overheidsobligaties daalden met respectievelijk 6, 12, 41, 22 en 17 basispunten naar -0,18, 0,12, 1,37, 0,63 en 0,65 procentpunten. Bijgevolg daalde het bbp-gewogen ecart op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied met 17 basispunten naar 0,29 procentpunt, waarmee het slechts iets boven het niveau aan het begin van het jaar uitkwam.

Grafiek 6

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

(in procentpunten)



Bronnen: Refinitiv en berekeningen van de ECB.

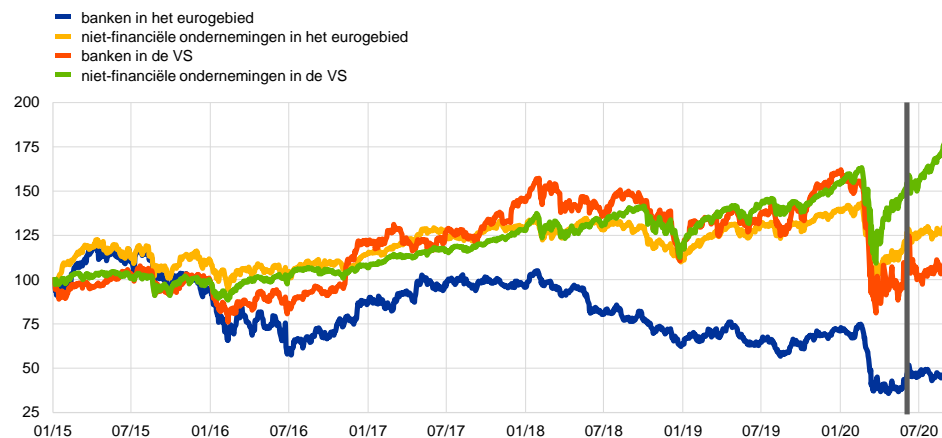
Toelichting: Het ecart wordt berekend door de tienjaars OIS-rente in mindering te brengen op het rendement op tienjaars overheidsobligaties. De verticale grijze lijn geeft het begin van de verslagperiode op 4 juni 2020 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 9 september 2020.

De aandelenkoersindices voor niet-financiële ondernemingen (NFC's) in het eurogebied en de Verenigde Staten stegen doordat de winstvooruitzichten op korte termijn significant verbeterden (zie Grafiek 7). Door het toegenomen optimisme over de economische vooruitzichten zijn de winstverwachtingen van bedrijven in het eurogebied aanzienlijk verbeterd ten opzichte van extreem lage niveaus, waardoor de winsten naar verwachting gedurende de rest van het jaar stijgen. Dit had tijdens de verslagperiode een positief effect op de aandelenkoersen van NFC's in het eurogebied, die met ongeveer 2% stegen. Een nog sterkere stijging, van ongeveer 10%, was te zien in de Verenigde Staten, waar de NCF-koersen bijna recordhoogten bereiken. Daarentegen daalden de aandelenkoersen van banken in het eurogebied en de Verenigde Staten met respectievelijk 2% en 5%, doordat de nog steeds onzekere vooruitzichten en de kans op toenemende wanbetalingen van ondernemingen de winstverwachtingen van de sector bleven drukken.

Grafiek 7

Aandelenkoersindices eurogebied en Verenigde Staten

(index: 1 januari 2015 = 100)



Bronnen: Refinitiv en berekeningen van de ECB.

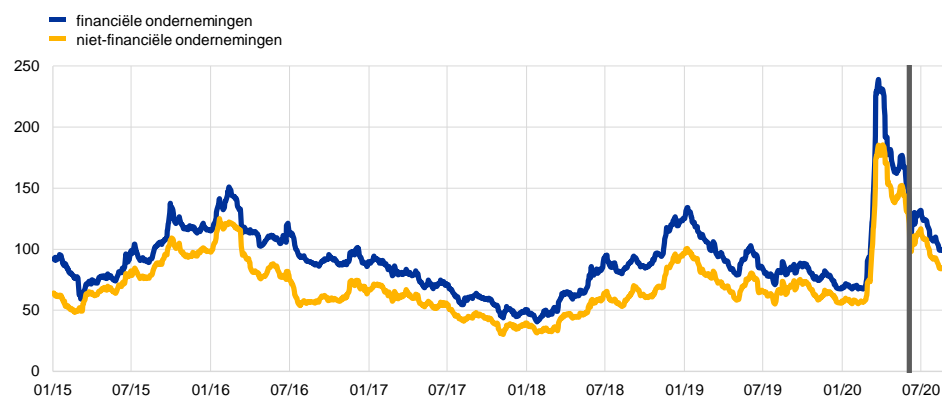
Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het begin van de verslagperiode op 4 juni 2020 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 9 september 2020.

De rendementsecarts tussen bedrijfsobligaties in het eurogebied bleven dalen (zie Grafiek 8). De ecarts op kredietwaardige obligaties van NFC's en obligaties uit de financiële sector (ten opzichte van de risicovrije rente) daalden met respectievelijk 38 en 37 basispunten. Over het algemeen weerspiegelt de daling voornamelijk een afname van de overmatige obligatiepremies, d.w.z. de component van rendementsecarts op bedrijfsobligaties die niet kan worden toegeschreven aan fundamentele kredietfactoren (zoals afgemeten aan ratings en verwachte wanbetalingsfrequenties), die grotendeels stabiel zijn gebleven. Ondanks de aanzienlijke krimp sinds maart blijven de rendementsecarts op bedrijfsobligaties iets boven het niveau van vóór coronaviruspandemie (COVID-19), wat mogelijk de marktverwachtingen weerspiegelt van een toename van wanbetalingen van bedrijven gedurende de komende kwartalen.

Grafiek 8

Rendementsecarts bedrijfsobligaties in het eurogebied

(basispunten)



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

Toelichting: Ecarts worden berekend als ecarts tussen 'asset swaps' en de risicovrije rente. De indices omvatten obligaties met verschillende looptijden (maar met minimaal één jaar resterend) met een investment grade rating. De verticale grijze lijn geeft het begin van de verslagperiode op 4 juni 2020 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 9 september 2020.

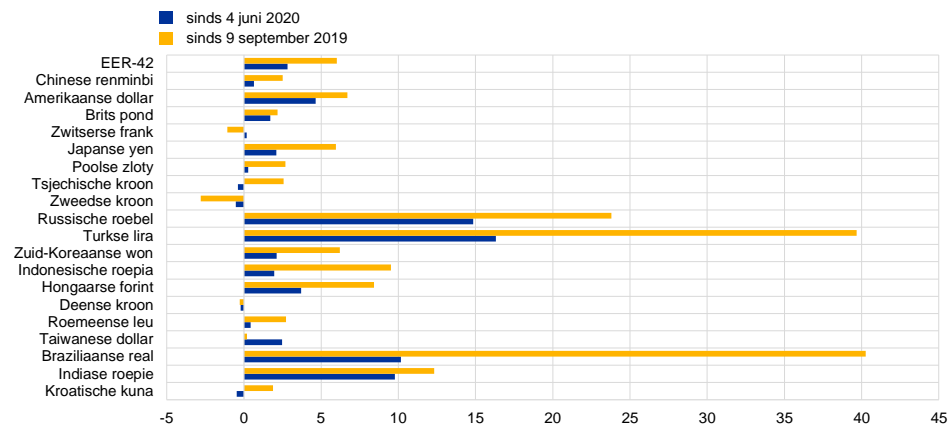
Op de valutamarkten is de waarde van de euro op handelsbasis sterk gestegen (zie Grafiek 9).

De nominaal-effectieve wisselkoers van de euro, afgemeten aan de valuta's van 42 van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied, daalde tijdens de verslagperiode met 2,8%. Wat de bilaterale wisselkoersontwikkelingen betreft, deed de effectieve waardeverhoging van de euro zich zeer breed voor ten opzichte van de valuta's van vrijwel alle belangrijke handelspartners van het eurogebied. De euro steeg met name ten opzichte van de Amerikaanse dollar sterk in waarde (met 4,6%), als gevolg van een meer algehele verzwakking van de Amerikaanse dollar tegen de achtergrond van een aantrekkelijk risicosentiment in de context van het aanhoudende wereldwijde herstel. De euro steeg ook ten opzichte van de Japanse yen (met 2,1%), het Britse pond (met 1,7%) en de Chinese renminbi (met 0,6%) en apprecieerde sterk ten opzichte van de valuta's van de belangrijkste opkomende markteconomieën, met name de Russische roebel, de Turkse lira en de Braziliaanse real. Wat betreft de valuta's van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten steeg de euro in waarde ten opzichte van de Hongaarse forint, terwijl hij ten opzichte van de meeste andere in waarde daalde, doordat deze herstelden van de verliezen die werden geleden tijdens de intensivering van de coronaviruspandemie in maart en april van dit jaar.

Grafiek 9

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

(mutaties in procenten)



Bron: ECB.

Toelichting: EER-42 is de nominaal-effectieve wisselkoers van de euro ten opzichte van de valuta's van 42 van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied. Een positieve (negatieve) verandering komt overeen met een stijging (daling) van de waarde van de euro. Alle veranderingen zijn berekend op basis van de wisselkoersen van 9 september 2020.

3 Economische bedrijvigheid

Het reële bbp van het eurogebied daalde in het tweede kwartaal van 2020 met 11,8% ten opzichte van het voorgaande kwartaal als gevolg van de coronaviruspandemie (COVID-19) die de wereldeconomie trof. Hoewel deze forse krimp voornamelijk werd veroorzaakt door de ineenstorting van de bedrijvigheid die in maart en april werd opgetekend, wijzen binnenkomende gegevens sinds mei erop dat de economie zich herstelt; zowel harde cijfers als enquêtegegevens getuigen van een sterke opleving van de bbp-groei in het derde kwartaal. Naast een aanzienlijke opleving van de industriële productie en de dienstverlening zijn er tekenen van een herstel van de consumptie in lijn met de verwachtingen. Vergeleken met de verwerkende industrie is de dynamiek van de dienstensector recent vertraagd, wat ook te zien is in de enquêteresultaten voor augustus. De stijgingen van de coronabesmettingscijfers in de zomermaanden zijn ongunstig voor de vooruitzichten op korte termijn. In de toekomst blijft een verder duurzaam herstel sterk afhankelijk van de ontwikkeling van de pandemie en van het succes van de beheersingsmaatregelen. Het herstel van de arbeidsmarkt, de consumptie en de investeringen zal waarschijnlijk worden getemperd door de onzekerheid over de ontwikkeling van de pandemie. Daar staat tegenover dat de economie van het eurogebied steun moet ondervinden van de gunstige financieringsvoorwaarden, een expansieve begrotingskoers en een aantrekkende mondiale bedrijvigheid en vraag. Deze beoordeling komt grotendeels tot uiting in de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2020. Volgens deze prognoses daalt het reële bbp op jaarbasis in 2020 naar verwachting met 8,0% en stijgt het in 2021 met 5,0% en in 2022 met 3,2%. Vergeleken met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2020, zijn de vooruitzichten voor de reële bbp-groei voor 2020 opwaarts bijgesteld met 0,7 procentpunt, en die voor 2021 en 2022 met respectievelijk 0,2 en 0,1 procentpunt naar beneden bijgesteld.

De economische bedrijvigheid in het eurogebied kende een ongekeerde daling in het tweede kwartaal van 2020 als gevolg van de COVID-19-pandemie en de bijbehorende beheersingsmaatregelen. Het reële bbp daalde in het tweede kwartaal van 2020 met 11,8% ten opzichte van het voorgaande kwartaal, tegen de achtergrond van de lockdownmaatregelen die in april het strengst waren, voordat die in de daaropvolgende maanden geleidelijk aan werden versoepeld. In vergelijking met het vierde kwartaal van 2019 daalde het reële bbp in de eerste helft van 2020 in totaal dus met 15,1%, wat het terugbracht tot een niveau dat voor het laatst werd opgetekend in het eerste kwartaal van 2005.

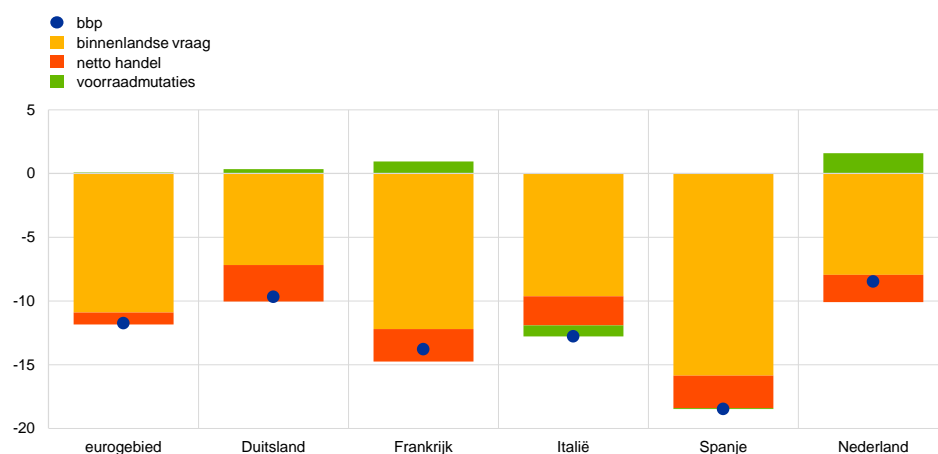
De krimp als gevolg van de pandemie was ruim verspreid over landen en sectoren. Het bbp nam in het tweede kwartaal van 2020 af in alle landen van het eurogebied, waarbij de omvang van de daling een weerspiegeling was van de impact van de pandemie en van de timing en striktheid van de lockdownmaatregelen in elk land. In de grotere economieën van het eurogebied daalde het bbp op kwartaalbasis met 18,5% in Spanje, met 13,8% in Frankrijk, met 12,4% in Italië, met 9,7% in Duitsland en met 8,5% in Nederland.

De COVID-19-pandemie heeft geleid tot een ongekeerde daling van de binnenlandse vraag en van de bedrijvigheid in de dienstensector. Zoals blijkt uit de uitsplitsing van het bbp aan de uitgavenzijde (Grafiek 10) werd de daling van de bedrijvigheid in het tweede kwartaal van 2020 veroorzaakt door een sterke afname van de binnenlandse vraag (-10,9%). Anders dan tijdens recessies in het verleden (zoals de mondiale financiële crisis van 2007-2008), werd de bedrijvigheid in de dienstensector het hardst getroffen, vanwege de aard van de maatregelen gericht op social distancing. De netto-uitvoer droeg ook negatief bij tot de groei, hoewel in veel mindere mate (-0,9%). De bijdrage van de voorraadwijzigingen, tot slot, was marginaal positief (+0,1%).

Grafiek 10

Veranderingen in reëel bbp en bijdragen van uitgavencomponenten in het tweede kwartaal van 2020

(mutaties in procenten op kwartaalbasis)



Bron: Eurostat.

De arbeidsmarkten in het eurogebied zijn zwaar getroffen door de beheersingsmaatregelen naar aanleiding van COVID-19.

De werkgelegenheid daalde in het tweede kwartaal van 2020 met 2,9%, na een vermindering met 0,3% in het eerste kwartaal. Dit betekent dat er in het tweede kwartaal van 2020 5,1 miljoen minder werkenden waren dan in het laatste kwartaal van 2019.

Beleidsondersteunende maatregelen, zoals regelingen voor het behoud van werk en soortgelijke regelingen om ontslagen te voorkomen en zelfstandigen te ondersteunen, zijn de voornaamste verklaring voor de kleinere daling van de werkgelegenheid in vergelijking met de economische bedrijvigheid. Deze regelingen houden de arbeidsrelaties in stand en beperken ontslagen, terwijl ze bedrijven helpen hun loonkosten te verlagen tijdens een conjuncturele teruggang, zodat de werknemers beschikbaar en de bedrijven klaar zijn om hun activiteiten te hervatten zodra de lockdownmaatregelen worden opgeheven.⁶ Als zodanig beperken regelingen voor werktijdverkorting een toename van de werkloosheid, terwijl ze het voor de arbeidsmarkt mogelijk maken om flexibel om te gaan met conjunctuurschommelingen, bijvoorbeeld door een aanzienlijke vermindering van het aantal gewerkte uren per

⁶ Zie ook het Kader "Regelingen voor werktijdverkorting en de impact ervan op de lonen en op het beschikbaar inkomen", *Economisch Bulletin*, Nummer 4, ECB, 2020, en het Kader "A preliminary assessment of the impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2020.

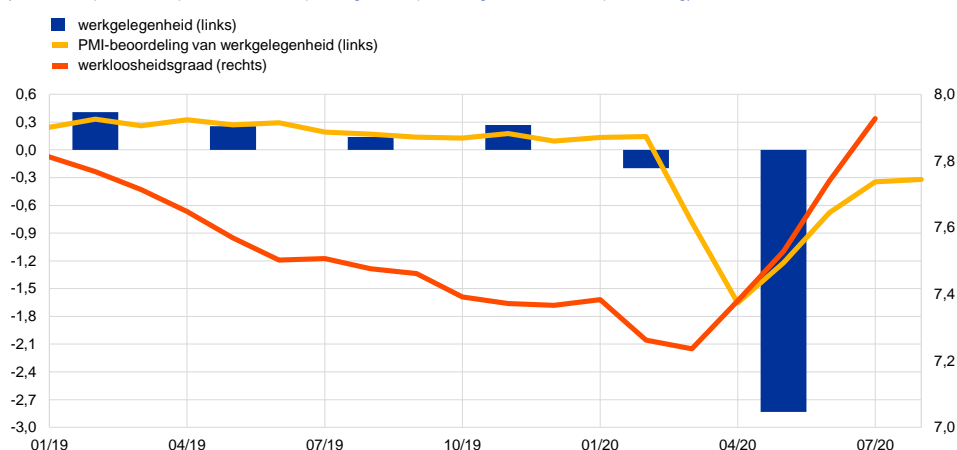
werkende gedurende een vooraf bepaalde periode. Het gemiddelde aantal gewerkte uren daalde in het tweede kwartaal van 2020 met 10,2%, na een vermindering op kwartaalbasis met 3,8% in het eerste kwartaal. Dit betekent dat de daling van het gemiddelde aantal gewerkte uren meer dan 75% van de aanpassing in het totale aantal gewerkte uren uitmaakt. De rest is toe te schrijven aan werkgelegenheid. De daling van de werkgelegenheid in het tweede kwartaal is daarom minder sterk dan die van het bbp, wat neerkomt op een aanzienlijke daling van de arbeidsproductiviteit per werknemer met 12,1% in die periode. De totale gewerkte uren daarentegen daalden met meer dan het bbp, waarbij de arbeidsproductiviteit per gewerkt uur in het tweede kwartaal van 2020 op kwartaalbasis met 1,2% steeg.

Arbeidsmarktindicatoren wijzen op een aanhoudend banenverlies in het derde kwartaal. De werkloosheidsgraad in het eurogebied steeg van 7,7% in juni tot 7,9% in juli 2020. Tussen februari en juli 2020 steeg de werkloosheidsgraad met 0,7 procentpunt, wat minder is dan de stijging met 1,3 procentpunt die tussen september 2008 en februari 2009 werd opgetekend na het faillissement van Lehman Brothers. Deze stijging geeft de impact van de pandemie niet volledig weer, aangezien ze wordt afgezwakt door het arbeidsmarktbeleid dat is aangenomen om de werkgelegenheid te ondersteunen en permanente ontslagen te voorkomen. Ze houdt ook verband met de overgang van werkgelegenheid en werkloosheid naar inactiviteit als gevolg van de economische gevolgen van lockdowns en de voortdurende moeilijkheden die werkzoekenden ondervinden naarmate de beheersingsmaatregelen geleidelijk werden afgeschaft. Recente op enquêtes gebaseerde indicatoren blijven wijzen op banenverlies in het derde kwartaal, ondanks het effect van het huidige arbeidsmarktbeleid (Grafiek 11).

Grafiek 11

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

(mutaties in procenten op kwartaalbasis; spreidingsindex; percentages van de beroepsbevolking)



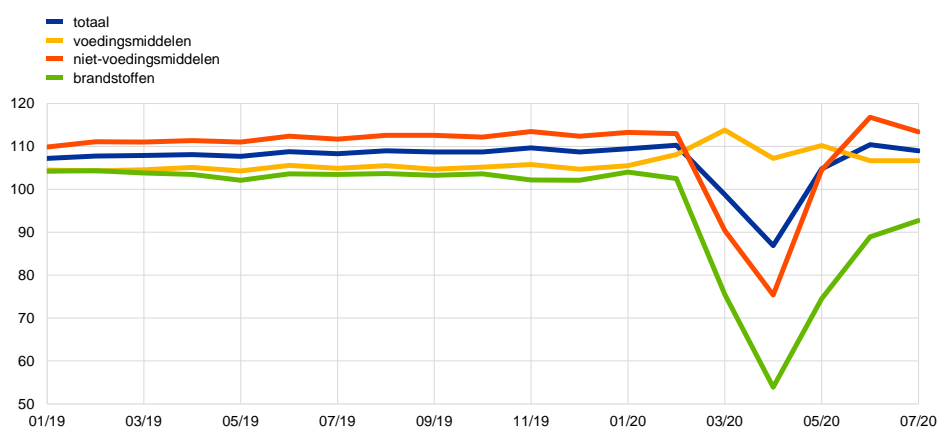
Bronnen: Eurostat, Markit en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De Purchasing Managers' Index (PMI) wordt uitgedrukt als een afwijking van 50 gedeeld door 10. De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2020 voor de werkgelegenheid, augustus 2020 voor de PMI en juli 2020 voor de werkloosheidsgraad.

De consumptieve bestedingen namen sterk toe in juni en juli, maar het herstel ervan is nog lang niet voltooid. Het consumentenvertrouwen steeg in augustus (tot -14,7), maar bleef ver onder het niveau van vóór de pandemie (-8,8 in het eerste kwartaal van 2020). Het volume van de detailhandelsverkoop daalde maand-op-maand met 1,3% in juli (zie Grafiek 12). Door de uitzonderlijk sterke maandelijkse stijgingen in mei en juni van respectievelijk 20,6% en 5,3% lag de verkoop in juli echter 8,2% boven het gemiddelde in het tweede kwartaal en dicht bij het niveau van vóór de pandemie. De verkoop van voedingsmiddelen steeg aan het begin van de uitbraak (wat een weerspiegeling is van het essentiële karakter van die middelen, van de vervanging van restaurantuitgaven en van het hamstergedrag), terwijl de verkoop van autobrandstoffen kelderde voordat die zich herstelde. Tegelijkertijd kromp de verkoop van niet-voedingsmiddelen aanvankelijk sterk, maar behaalde die in juli opnieuw het niveau van vóór de pandemie. Ondanks de sterke opleving van de detailhandel, komt de resterende zwakte van de consumptieve bestedingen grotendeels tot uiting in consumentendiensten, met name in de huisvestings-, amusements- en vervoerssector.

Grafiek 12
Detailhandel in het eurogebied

(indexcijfer: 2005 = 100)



Bron: Eurostat.

Vooruitblikkend zijn er weinig tekenen van een wijdverbreide opleving van de vraag naar consumptiegoederen. Dit blijkt uit de beoordeling van de orderportefeuilles van consumptiegoederenproducenten, de bedrijfsverwachtingen van detailhandelsbedrijven en de intenties van consumenten om grote aankopen te doen. Hoewel de daling van de gezinsinkomens beperkt is gebleven, wordt verwacht dat de spaarquote in het tweede kwartaal sterk zal zijn gestegen en vervolgens opnieuw zal dalen. Dit weerspiegelt gedwongen of onvrijwillige besparingen als gevolg van de beperkingen door de lockdownmaatregelen, terwijl er ook aanwijzingen zijn dat standaardkanalen, zoals (contractcyclisch) voorzorgssparen, ook een belangrijke rol spelen.⁷

⁷ Zie ook het Kader "COVID-19 en de toename van het spaargeld van de huishoudens: uit voorzorg of gedwongen?" in dit nummer van het Economisch Bulletin.

De bedrijfsinvesteringen kwamen in zekere mate opnieuw op gang toen de economie heropende, maar de lage vraag en financiële risico's blijven de vooruitzichten voor de komende kwartalen drukken. Door ernstige verstoringen aan de aanbodzijde als gevolg van de uitbraak van COVID-19 kromp de productie van kapitaalgoederen in het eurogebied met 21,3% op kwartaalbasis in het tweede kwartaal van 2020. Tegelijkertijd daalden de niet-bouwinvesteringen met 20,9% op kwartaalbasis. Achter deze inkrimpingen op kwartaalbasis gaat echter een gedeeltelijk herstel van de bedrijfsinvesteringen vanaf mei schuil. In de loop van mei en juni steeg de productie van kapitaalgoederen met 29,9%, zij het tot een niveau dat nog altijd aanzienlijk lager ligt dan dat van februari 2020. Enquête-indicatoren bevestigen het beeld van een gedeeltelijk herstel, zoals blijkt uit een recente verbetering van de productieverwachtingen van kapitaalgoederenproducenten voor de komende maanden en de beoordeling van hun orderportefeuilles. Daarnaast toont de laatste enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied⁸ aan dat de sterke vraag naar leningen en kredietlijnen van bedrijven in het eurogebied in het tweede kwartaal naar verwachting in het derde kwartaal zal afnemen, wat wijst op een verbetering van de bedrijfsverwachtingen. Desondanks wordt verwacht dat een onderdrukte vraag en de mogelijkheid dat banken bij een hoger kredietrisico de kredietvoorwaarden voor bedrijven zullen aanscherpen, de opleving van de investeringsvraag de komende kwartalen zullen beperken.

De investeringen in woningen daalden in de eerste helft van het jaar scherp met bijna 14%, terwijl daarna naar verwachting een geleidelijk en gedeeltelijk herstel zal starten. In het derde kwartaal komen kortetermijnindicatoren overeen met een sterke – weliswaar onvolledige – heropleving van de bedrijvigheid in de bouwnijverheid. Hoewel de Purchasing Managers' Index (PMI) voor de productie in de bouwnijverheid van juli en de vertrouwensindicator van de Europese Commissie voor bouwbedrijven van augustus aanzienlijk waren verbeterd sinds hun dieptepunt in april, bleven beide indicatoren historisch laag. Deze zwakte kan verband houden met de bindende beperkingen op productie in de bouwnijverheid doordat er minder bouwvergunningen worden verleend en de strengere beheersingsmaatregelen als gevolg van een toenemend aantal COVID-19-gevallen in de zomermaanden. Tegelijkertijd waren er sterkere tekenen van herstel te zien in de PMI voor de verwachtingen van bouwbedrijven en de beoordeling door bedrijven van hun orderportefeuilles. Deze dynamiek ging gepaard met een relatief onaangetaste vraag naar woningen, zoals blijkt uit de indicatoren van de Europese Commissie voor de intenties van gezinnen om te bouwen en te renoveren en uit de enquête naar de bancaire kredietverlening van de ECB, waaruit blijkt dat de vraag naar woningkredieten in verscheidene landen veerkrachtig is, deels dankzij schuldverlichtingsmaatregelen voor leningen aan huishoudens.

Na het dieptepunt in april, herstelde de handel van het eurogebied zich aan het einde van het tweede kwartaal van 2020, zij het op een aanzienlijk lager niveau dan voordien. Na een forse krimp in het eerste kwartaal daalden de totale uitvoer en invoer van het eurogebied in het tweede kwartaal met respectievelijk 18,8% en 18% (Grafiek 13). Maandelijks gegevens over de nominale handel in goederen in mei en

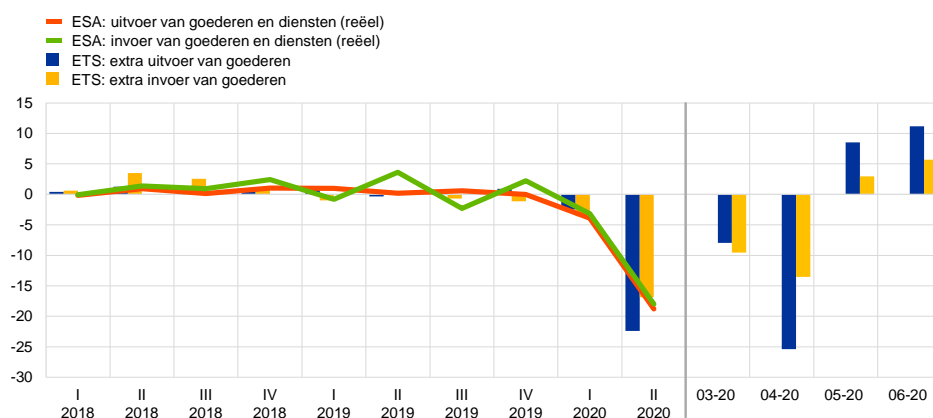
⁸ Zie ook "The euro area bank lending survey – Second quarter of 2020", ECB, juni 2020.

juni tonen aan dat de in- en uitvoer van het eurogebied ongeveer de helft van het geleden verlies sinds de start van de pandemie hebben teruggewonnen, in een context waarin sommige beheersingsmaatregelen werden versoepeld. De handel tussen landen van het eurogebied onderling, die in eerdere maanden meer was gekrompen dan de handel tussen landen van het eurogebied en landen buiten het eurogebied, leefde in hogere mate weer op, doordat de versoepeling van pandemiegerelateerde beperkingen in Europa relatief meer uitgesproken was. De val van de handel in diensten was nog sterker: de uitvoer daalde met 21,1% en de invoer met 25,4%. De toeristische sector in het bijzonder werd zwaar getroffen door reisverboden en andere lockdownmaatregelen, zoals blijkt uit de sterke daling van de luchtvaartcapaciteit. Naar verwachting zullen de vooruitzichten voor de uitvoer vanuit het eurogebied in zekere mate verbeteren. De PMI voor nieuwe uitvoerorders van de verwerkende industrie in het eurogebied bevestigt een toename in augustus (52). De beoordeling door de Europese Commissie van het peil van de uitvoerorderportefeuilles en de ECB-indicator voor de nieuwe orderontvangsten in de industrie verbeterden twee maanden op rij. De indicatoren voor de scheepvaart wijzen op een geleidelijk herstel, terwijl de indicatoren voor het luchtvervoer ver onder de niveaus van vorig jaar blijven. Al met al wijzen de gegevens op een heropleving in de komende maanden, die echter niet volledig is. De PMI voor nieuwe uitvoerorders van diensten van het eurogebied wijst nog altijd op een inkrimping en indicatoren voor de luchtvaartcapaciteit signaleren een gedeeltelijke heropleving van reizen in het derde kwartaal van 2020, vooral naar toeristische bestemmingen.

Grafiek 13

Handel van het eurogebied op basis van gegevens van de nationale rekeningen (ESR) en statistieken over de buitenlandse handel (ETS)

(mutaties in procenten op kwartaalbasis, mutaties in procenten op maandbasis voor april, mei en juni 2020)



Bron: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Gegevens van de nationale rekeningen (ESR) en statistieken over de buitenlandse handel (ETS) zijn gecorrigeerd voor seizoensinvloeden en het aantal werkdagen. Verschillen in seizoenscorrectie en andere methodologische verschillen kunnen leiden tot discrepanties tussen ESR- en ETS-gegevens.

Op korte termijn wordt een sterke opleving van de groei van het eurogebied verwacht in het derde kwartaal van 2020. De forse krimp in het tweede kwartaal weerspiegelt de scherpe daling van de bedrijvigheid in maart en april. Binnenkomende gegevens wijzen er echter op dat de economie zich vanaf mei is beginnen te herstellen. De verbeteringen in enquêtes sinds mei vallen samen met de versoepeling van lockdownmaatregelen. De cijfers van juli en augustus van de PMI voor de totale

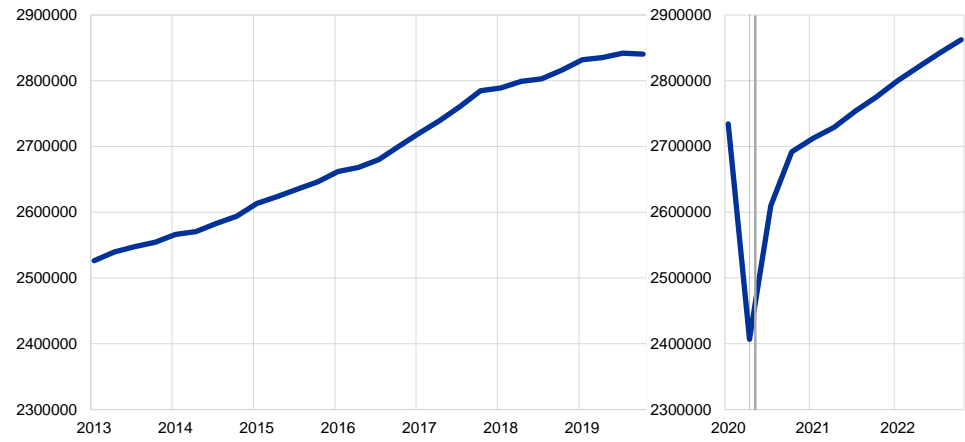
productie en de Economic Sentiment Indicator (ESI) van de Europese Commissie liggen beide ruim boven de gemiddelde niveaus in het tweede kwartaal. De PMI bedroeg gemiddeld 53,4 in juli-augustus, na 31,3 in het tweede kwartaal, terwijl de ESI over dezelfde periodes een gemiddelde haalde van respectievelijk 85,0 en 69,4. Terwijl de bedrijvigheid in de verwerkende industrie is blijven aantrekken, is de dynamiek in de dienstensector recentelijk enigszins vertraagd.

Verwacht wordt dat de economische bedrijvigheid in het eurogebied in de tweede helft van 2020 zal opleven, op voorwaarde dat een ingrijpende heropleving van de pandemie uitblijft. De bedrijvigheid in het eurogebied zal naar verwachting in het derde kwartaal herstellen met 8,4% (Grafiek 14). Voor de periode daarna berust de basisprojectie op de belangrijke aanname dat het virus gedeeltelijk zal worden beheerst, dat het de volgende kwartalen af en toe weer de kop opsteekt en dat beheersingsmaatregelen bijgevolg in stand worden gehouden – zij het minder strikt dan tijdens de eerste golf – totdat er medio 2021 een medische oplossing beschikbaar is. De combinatie van grote onzekerheid, de verslechterde arbeidsmarktomstandigheden en deze beheersingsmaatregelen zal naar verwachting vraag en aanbod blijven drukken. De omvangrijke ondersteuning door monetair beleid en begrotings- en arbeidsmarktbeleid – die allemaal zijn opgevoerd sinds de macro-economische projecties door medewerkers van het Eurosysteem van juni 2020 – moet de inkomens evenwel op peil houden en de economische schade als gevolg van deze gezondheids crisis beperken. De aanname is verder dat met een dergelijk beleid grote versterkingseffecten via de financiële kanalen kunnen worden afgewend. Op grond van deze aannames wordt verwacht dat het reële bbp van het eurogebied met 8,0% zal teruglopen in 2020 en in 2021 en 2022 opnieuw zal groeien met respectievelijk 5,0% en 3,2%. Tegen het einde van de projectieperiode zou het reële bbp 3,5% lager liggen dan het peil dat werd verwacht in de projecties door medewerkers van het Eurosysteem van december 2019 – de laatste projectie van vóór de pandemie. Tegen de achtergrond van de onzekerheid rond het verloop van de pandemie zijn twee alternatieve scenario's voorbereid. In het milde scenario wordt ervan uitgegaan dat de schok tijdelijk is en er snel een medische oplossing wordt gevonden die een verdere versoepeling van de beheersingsmaatregelen mogelijk maakt. In dit scenario zou het reële bbp dit jaar met 7,2% dalen en in 2021 weer sterk opleven. Tegen het einde van de periode zou het reële bbp iets hoger zijn dan het niveau dat werd verwacht in de projecties van medewerkers van het Eurosysteem van december 2019. In het ernstige scenario daarentegen neemt de pandemie opnieuw sterk in kracht toe en worden opnieuw strenge beheersingsmaatregelen genomen, met aanzienlijke en permanente verliezen voor de bedrijvigheid als gevolg. In dit scenario daalt het reële bbp in 2020 met 10%. Tegen het einde van de periode ligt het ongeveer 9% onder het niveau dat was verwacht in de projecties van medewerkers van het Eurosysteem van december 2019.

Grafiek 14

Reëel bbp in het eurogebied (inclusief projecties)

(mutaties in procenten op kwartaalbasis)



Bronnen: Eurostat en de Door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2020.

4 Prijzen en kosten

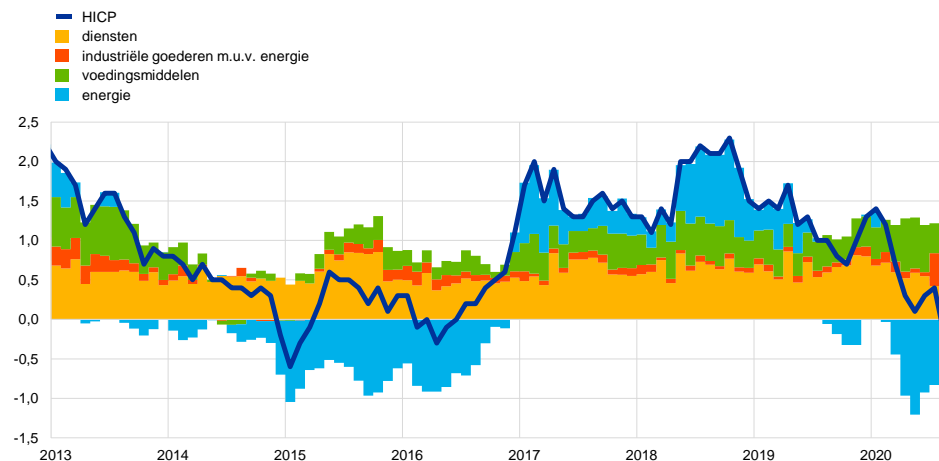
Volgens de flashraming van Eurostat is de HICP-inflatie in het eurogebied op jaarbasis gedaald van 0,4% in juli tot -0,2% in augustus. Op basis van de spot- en futuresprijzen voor olie en rekening houdend met de tijdelijke verlaging van de btw-tarieven in Duitsland, zal de totale inflatie de komende maanden vermoedelijk negatief blijven, alvorens begin 2021 opnieuw positief te worden. Op korte termijn zal de prijsdruk bovendien gematigd blijven vanwege de zwakke vraag, de geringere loondruk en de appreciatie van de wisselkoers van de euro, ondanks enige opwaartse druk als gevolg van aanbodbeperkingen. Op middellange termijn zal een opleving van de vraag, ondersteund door het accommoderend monetair en budgettair beleid, de inflatie doen toenemen. Deze beoordeling is in grote lijnen terug te vinden in de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2020, waarin wordt uitgegaan van een HICP-inflatie op jaarbasis van 0,3% in 2020, 1,0% in 2021 en 1,3% in 2022. Vergeleken met de in juni 2020 door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties blijven de inflatievooruitzichten voor 2020 ongewijzigd, zijn ze opwaarts bijgesteld voor 2021 en blijven ze ongewijzigd voor 2022. De ongewijzigde inflatieprognose voor 2022 verhult een opwaartse herziening van de inflatie uitgezonderd energie en voedingsmiddelen – wat voor een deel de positieve impact weerspiegelt van de monetaire en budgettaire beleidsmaatregelen –, die grotendeels werd geneutraliseerd door het herziene verloop van de energieprijzen. De HICP-inflatie op jaarbasis ongerekend energie en voedingsmiddelen zal naar verwachting 0,8% bedragen in 2020, 0,9% in 2021 en 1,1% in 2022.

Volgens de flashraming van Eurostat werd de HICP-inflatie in augustus negatief. De daling, van 0,4% in juli tot -0,2% in augustus, weerspiegelde een vertraging in de HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen (HICPX) en een geringere voedselinflatie, die deels werden gecompenseerd door een minder negatieve energie-inflatie (zie Grafiek 15). De energieprijzinflatie bleef stijgen, hoewel het cijfer op jaarbasis sterk negatief blijft als gevolg van de sterke daling van de olieprijs na de uitbraak van de coronapandemie (COVID-19). Wat eveneens op een zekere normalisatie wijst, is het feit dat de voedselinflatie in juli en augustus teruggekeerd is naar de niveaus van vóór de pandemie, namelijk een daling tot 2,0% en verder tot 1,7% tijdens die twee opeenvolgende maanden. Volgens Eurostat zijn de aan die COVID-19-pandemie toe te schrijven moeilijkheden in verband met het verzamelen van prijsgegevens verder afgenomen, waarbij het aandeel van geïmputeerde prijzen zich nu opnieuw overwegend op een normaal niveau bevindt.

Grafiek 15

Bijdragen van de componenten van de totale HICP-inflatie in het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente gegevens betreffen augustus 2020 (flashramingen). De groeicijfers voor 2015 zijn opwaarts vertekend als gevolg van een methodologische wijziging (zie het Kader "Een nieuwe methode voor de prijsindex voor georganiseerde reizen in Duitsland en de invloed hiervan op de HICP-inflatie", *Economisch Bulletin*, Nummer 2, ECB, 2019).

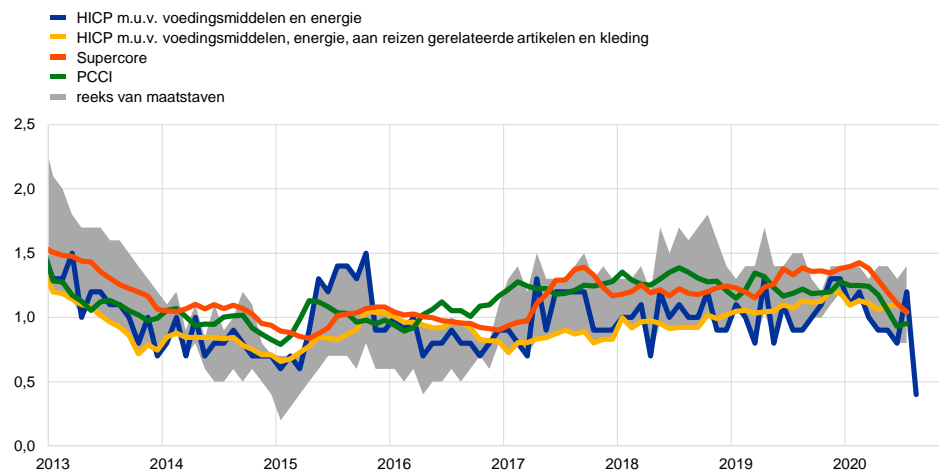
Ondanks de recente forse afname van de HICPX-inflatie, wijzen de indicatoren van de onderliggende inflatie algemeen beschouwd op een gematigde daling sinds het uitbreken van de pandemie. De HICPX-inflatie liep terug van 1,2% in juli tot 0,4% in augustus als gevolg van de dalingen van de inflatie voor zowel de industriële goederen uitgezonderd energie (NEIG) als de diensten. De scherpe bewegingen in de HICPX-inflatie tijdens de maanden juli en augustus zijn voornamelijk toe te schrijven aan tijdelijke factoren. De NEIG-inflatie bedroeg in augustus -0,1%, tegen 1,6% in juli en 0,2% tijdens de voorgaande maanden. De recente volatiliteit van de NEIG-inflatie weerspiegelt in hoge mate de impact van de uitgestelde koopjesperiode voor kleding en schoeisel in sommige landen van het eurogebied. Dat uitstel had in juli een stevige opwaartse impact, die in augustus afzwakte. De meest recente bewegingen van de HICPX-inflatie weerspiegelen tevens de tijdelijke, sinds juli 2020 doorgevoerde verlaging van de btw-tarieven in Duitsland. Andere indicatoren van de onderliggende inflatie zijn minder sterk gedaald (de meeste gegevens zijn beschikbaar tot juli; zie Grafiek 16). De HICP-inflatie ongerekend energie, voedingsmiddelen, reisartikelen en kleding, de persistente en gemeenschappelijke inflatiecomponent (Persistent and Common Component of Inflation - PCCI), uitgezonderd energie, en de 'supercore' indicator⁹ lieten alle drie een lichte daling optekenen.

⁹ Voor meer informatie over deze indicatoren van de onderliggende inflatie, zie de Kadern 2 en 3 in het artikel "Measures of underlying inflation for the euro area", *Economisch Bulletin*, Nummer 4, ECB, 2018.

Grafiek 16

Indicatoren van de onderliggende inflatie

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente gegevens betreffen augustus 2020 voor de HICP ongerekend energie en voedingsmiddelen (flashraming) en juli 2020 voor alle andere indicatoren. De reeks indicatoren van de onderliggende inflatie omvat: de HICP ongerekend energie; de HICP ongerekend energie en onbewerkte voedingsmiddelen; de HICP ongerekend energie en voedingsmiddelen; de HICP ongerekend energie, voedingsmiddelen, reisartikelen en kleding; het getrimd gemiddelde 10% van de HICP; het getrimd gemiddelde 30% van de HICP; en de gewogen mediaan van de HICP. De groeicijfers voor de HICP ongerekend energie en voedingsmiddelen voor 2015 zijn opwaarts vertekend als gevolg van een methodologische wijziging (zie het Kader "Een nieuwe methode voor de prijsindex voor georganiseerde reizen in Duitsland en de invloed hiervan op de HICP-inflatie", *Economisch Bulletin*, Nummer 2, ECB, 2019).

De prijsdruk in het productieproces voor de HICP industriële goederen ongerekend energie zijn gematigd toegenomen.

De producentenprijsinflatie voor de binnenlandse afzet van non-food consumptiegoederen, die een indicator is van de prijsdruk in de latere stadia van de toeleveringsketen, liep in juli licht op tot 0,7% (een stijging met 0,1 procentpunt), ietwat boven het langetermijngemiddelde van 0,6%. De corresponderende invoerprijsstijging liep echter iets terug tot -0,7% in juli, wat 0,2 procentpunt minder was dan in juni. Dat zou voor een deel het gevolg kunnen zijn van een zekere neerwaartse druk die werd uitgeoefend door de recente appreciatie van de effectieve wisselkoers van de euro. In eerdere stadia van de binnenlandse prijsketen trok de prijsstijging voor halffabricaten licht aan ondanks de sterkere euro. Voor de halffabricaten steeg de producentenprijsinflatie van -2,5% in juni tot -2,0% in juli, terwijl de invoerprijsinflatie grotendeels ongewijzigd bleef op -2,7%.

De groei van de loonsom per werknemer bleef in het tweede kwartaal van 2020 duidelijk vertragen, voornamelijk als gevolg van de daling van het aantal gewerkte uren.

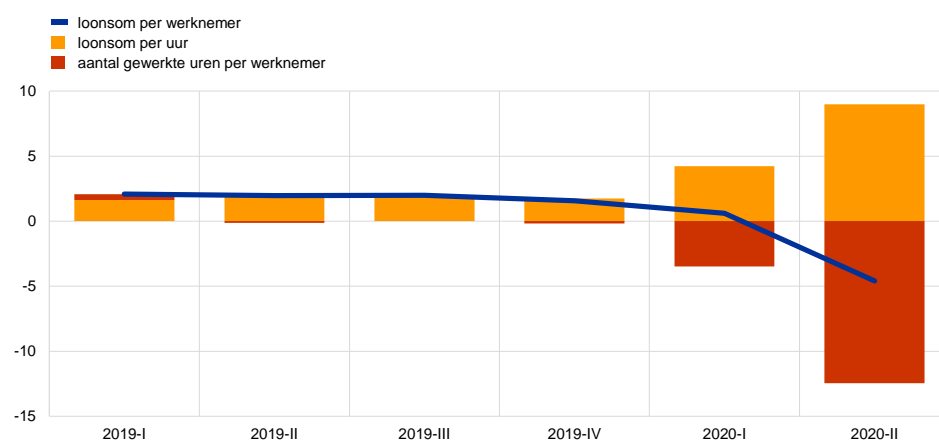
De jaar-op-jaar groei van de loonsom per werknemer vertraagde in het tweede kwartaal tot -4,6%, tegen 0,6% in het eerste kwartaal (zie Grafiek 17). De vertraging deed zich voor in vrijwel alle sectoren (met uitzondering van de landbouw en de visserij) en landen. De in het eurogebied opgetekende aanhoudende groeivertraging in de loonsom per werknemer weerspiegelt voornamelijk de aanzienlijke daling van het aantal per werknemer gewerkte uren na de uitbraak van de COVID-19-pandemie en de daarmee gepaard gaande lockdown- en beperkende maatregelen. De jaar-op-jaar groei van de loonsom per uur trok aan tot 9,0% in het tweede kwartaal, tegen 4,2% in het voorgaande kwartaal. Dat was het gevolg van de aanzienlijke daling van het aantal werkelijk gewerkte uren per werknemer. Deze tegenstrijdige ontwikkelingen weerspiegelen de impact van

werktijdverkortingsregelingen en de tijdelijke ontslagregelingen om het arbeidsinkomen te beschermen. De contractlonen stegen in het tweede kwartaal van dit jaar met 1,7%; de meest recente ontwikkelingen in de loonsom per werknemer impliceren een zware neerwaartse impact op de incidentele component. Niettemin geeft de groeivertraging van de loonsom per werknemer een vertekend beeld van het verlies aan arbeidsinkomen, aangezien een aantal landen om statistische redenen de overheidssteun registreren als overdrachten in plaats van als verloning.

Grafiek 17

Uitsplitsing van de loonsom per werknemer in loonsom per uur en aantal gewerkte uren

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

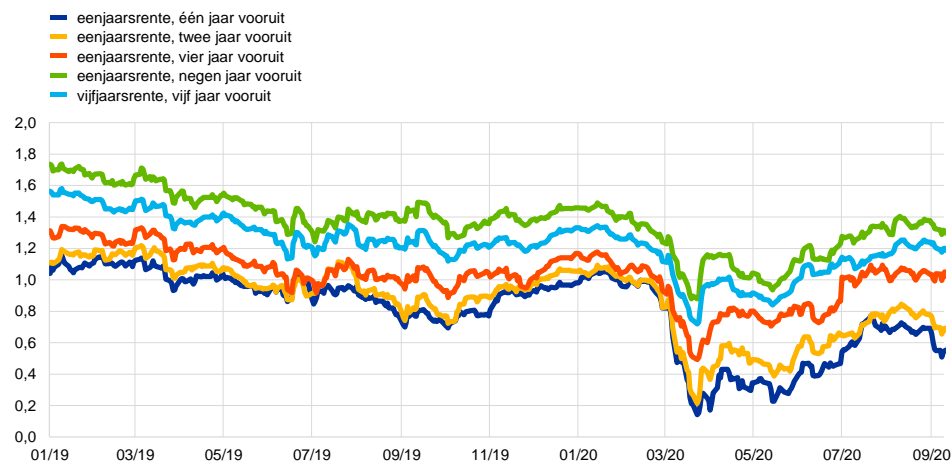
Toelichting: De meest recente gegevens betreffen het tweede kwartaal van 2020.

Nadat de marktindicatoren van de inflatieverwachtingen op langere termijn omstreeks medio maart een historisch dieptepunt hadden bereikt, zijn ze zich blijven herstellen en evolueerden ze in de richting van hun niveau van vóór de pandemie, hoewel ze laag bleven (zie Grafiek 18). Deze ontwikkeling weerspiegelt de verbeteringen van de wereldwijde macro-economische vooruitzichten en van het risicosentiment, alsook de omvangrijke monetaire en budgettaire ondersteuning. In het verlengde hiervan bleef de vijfjaars toekomstige inflatieswaprente vijf jaar vooruit verder oplopen met ongeveer 10 basispunten tot 1,20% op 4 september 2020, bijna 50 basispunten boven het historisch laagterecord van 0,72% (medio maart). Terzelfdertijd wijst het termijnprofiel van de marktindicatoren van de inflatieverwachtingen nog steeds op een langdurige periode van lage inflatie. Ook de markten voor inflatieopties blijven wijzen op aanzienlijke neerwaartse risico's voor de korte termijn, aangezien de mogelijkheden van een onderliggende deflatie historisch beschouwd groot blijven. Volgens de Survey of Professional Forecasters van de ECB over het derde kwartaal van 2020, die werd gehouden in de eerste week van juli 2020, en ook volgens de meest recente publicaties van Consensus Economics en de Euro Zone Barometer, bleven de enquêtegebaseerde inflatieverwachtingen op langere termijn in juli op of dicht in de buurt van hun historische laagterecords als gevolg van de impact van de COVID-19-pandemie, de beperkende maatregelen en de aanhoudende onzekerheid.

Grafiek 18

Marktgebaseerde indicatoren van de inflatieverwachtingen

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Thomson Reuters en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente gegevens betreffen 9 september 2020.

In de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2020 wordt voorzien dat de totale inflatie over de projectieperiode zal stijgen.

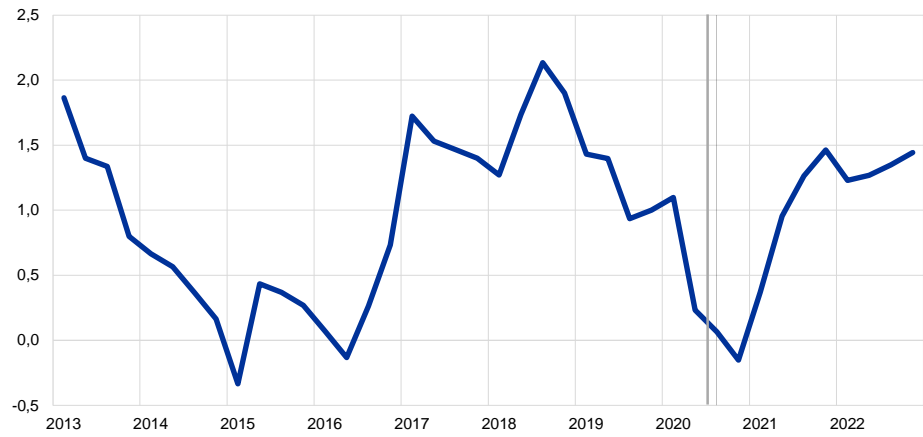
Deze projecties duiden erop dat de totale HICP-inflatie in 2020 op gemiddeld 0,3% uitkomt, op 1,0% in 2021 en op 1,3% in 2022 (zie Grafiek 19). Vergeleken met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde vooruitzichten van juni 2020 blijft de HICP-prognose voor 2020 ongewijzigd; voor 2021 wordt deze opwaarts herzien met 0,2 procentpunt en voor 2022 blijft deze ongewijzigd. Op korte termijn betekenen de vorige ineenstorting van de olieprijs, de waardevermeerdering van de euro en tijdelijke btw-verlagingen in Duitsland dat de totale HICP-inflatie in het eurogebied de komende maanden negatief blijft. Vervolgens zullen in 2021 basiseffecten in de energiecomponent en, in mindere mate, de verwachte terugdraaiing van de btw-verlaging in Duitsland voor een mechanische stijging zorgen.¹⁰ De HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen zal tot eind 2020 naar verwachting dalen. Verwacht wordt dat zich overal in de diensten- en goederensectoren desinflatoire effecten zullen voordoen aangezien de vraag zwak blijft. Die effecten zullen naar verwachting echter deels worden geneutraliseerd door de aanhoudend opwaartse kostendruk als gevolg van beperkingen aan de aanbodzijde. Op middellange termijn wordt ervan uitgegaan dat de inflatie zal stijgen: de olieprijs zullen vermoedelijk omhooggaan en de vraag zal wellicht opleven ondanks de afnemende opwaartse druk die wordt uitgeoefend door ongunstige pandemiegebonden aanboodeffecten en ondanks de appreciatie van de euro. De HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen zal in 2020 vermoedelijk 0,8% bedragen in 2021 op 0,9% uitkomen, voordat deze zal stijgen tot 1,1% in 2022.

¹⁰ Voor meer informatie, zie het Kader "De rol van indirecte belastingen in de inflatie van het eurogebied en de inflatievooruitzichten" in dit nummer van het Economisch Bulletin.

Grafiek 19

De HICP-inflatie van het eurogebied (inclusief projecties)

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en de [Door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2020](#).

Toelichting: De verticale lijn geeft het begin van de projectieperiode aan. De meest recente gegevens betreffen het tweede kwartaal van 2020 (gegevens) en het vierde kwartaal van 2022 (projectie). De afsluitingsdatum voor de gegevens in de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2020 was 27 augustus 2020.

5 Geld en krediet

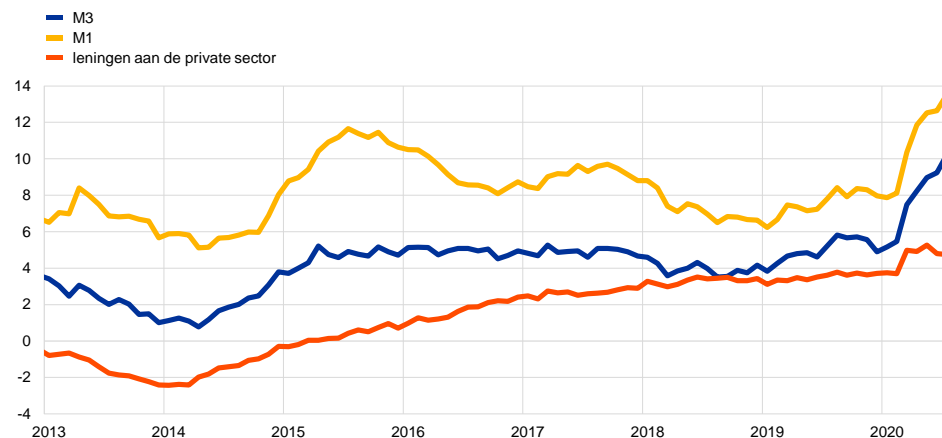
De coronapandemie oefent nog steeds grote invloed uit op de monetaire dynamiek in het eurogebied. De binnenlandse kredietverlening bleef de belangrijkste bron van geldschepping, vooral in de vorm van leningen aan niet-financiële ondernemingen en nettoaankopen van staatsobligaties door het Eurosysteem. De verstrekking van bancaire leningen tegen gunstige voorwaarden aan de economie van het eurogebied werd ondersteund door de tijdige en omvangrijke maatregelen van monetaire, budgettaire en toezichhoudende autoriteiten. Hierdoor werd in het tweede kwartaal van 2020 ook de totale externe financiering van ondernemingen in het eurogebied gestimuleerd, omdat de uitgifte van schuldbewijzen en de bankkredieten aan ondernemingen aanzienlijk toenamen. De totale kosten van schuldfinanciering van ondernemingen waren nog steeds gunstig, doordat de kosten van schuldfinanciering via de markt bleven afnemen en de rentetarieven voor bankkredieten dicht bij hun historisch dieptepunt bleven.

De groei van het ruim monetair aggregaat is in juli verder versneld. Als gevolg van een zeer grote maandelijkse kredietstroom nam de groei op jaarbasis van het ruim monetair aggregaat (M3) verder toe, van 9,2% in juni tot 10,2% in juli. De schok als gevolg van de coronacrisis had een aanzienlijke invloed op de monetaire dynamiek, wat wordt geïllustreerd door het feit dat de groei van M3 ongeveer 5 procentpunt hoger lag dan vóór de uitbraak van COVID-19 (zie Grafiek 20). In een klimaat van grote onzekerheid werd de vraag naar liquiditeit bij economische subjecten versterkt door de grote liquiditeitsbehoefte van ondernemingen en de voorzorgsmotieven van alle economische subjecten. In geldvraagmodellen is te zien dat speciale factoren met betrekking tot de liquiditeitsbehoefte van ondernemingen en huishoudens tijdens de pandemie een forse bijdrage aan de groei van M3 hebben geleverd. De toename van de geldgroei vloeide tevens voort uit de omvangrijke steunmaatregelen van monetaire en budgettaire autoriteiten en maatregelen van regelgevende en toezichhoudende instanties, die tot doel hadden de economie van voldoende liquiditeit te voorzien om de economische gevolgen van de COVID-19-pandemie het hoofd te kunnen bieden. Bovendien kwam de groei op jaarbasis van het meest liquide monetaire aggregaat M1, dat bestaat uit girale deposito's en de chartale geldomloop, in juli uit op 13,5%, tegen 12,6% in juni, en droeg het dus in sterke mate bij aan de groei van M3.

Grafiek 20

M3, M1 en leningen aan de private sector

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



Bron: ECB.

Toelichting: De leningen zijn gecorrigeerd voor verkopen en securitisaties van leningen en saldocompensatie (notional cash pooling). De meest recente waarnemingen betreffen juli 2020.

Door de grote onzekerheid valt er een verdere opleving van de girale deposito's waar te nemen.

De twaalfmaands groei van de girale deposito's, die het meest aan de geldgroei bijdroeg, steeg van 13,1% in juni naar 14,1% in juli. De groei bij de deposito's werd voornamelijk veroorzaakt door deposito's aangehouden door ondernemingen. Geldaanhouders bleven een voorkeur houden voor girale deposito's, uit voorzorg en vanwege het zeer lage niveau van de rentetarieven. Dit drukt de alternatieve kosten van het aanhouden van zulke instrumenten, vooral ten opzichte van andere, minder liquide deposito's. Voorts verschilden de door ondernemingen aangehouden deposito's per rechtsgebied. Dit was deels te wijten aan de ongelijke en vertraagde verspreiding van de pandemie over het eurogebied, wat heeft geleid tot verschillen in de mate waarin de liquiditeitsbehoefte van ondernemingen zich heeft geconcretiseerd. Verschillen in de omvang van de steunmaatregelen tussen landen hebben eveneens aan dit ongelijke tempo bijgedragen. De chartale geldomloop gaf een sterke maar grotendeels stabiele groei op jaarbasis te zien, naar 9,8% in juli, als gevolg van de neiging om liquiditeit op te potten in een periode van grote onzekerheid. Andere kortlopende deposito's en verhandelbare instrumenten leverden een kleine, maar toenemende bijdrage aan de groei op jaarbasis van M3 in juli, ondanks het lage niveau van de rentetarieven.

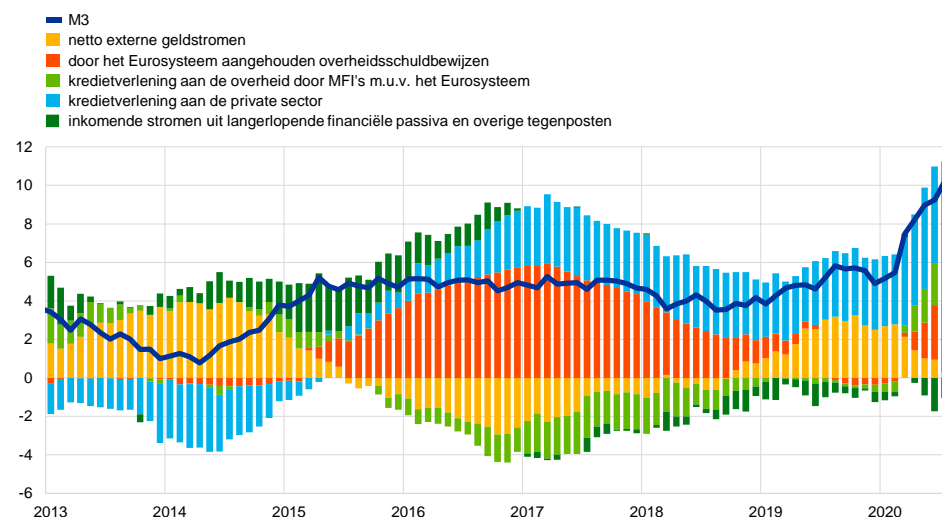
De binnenlandse kredietverlening blijft de belangrijkste bron van

geldschepping. Vanwege de COVID-19 pandemie blijft de groei van de kredietverlening aan de private sector op een hoog niveau (zie het blauwe gedeelte van de balken in Grafiek 21). Sinds 2018 is deze component, vanuit het perspectief van de tegenposten, de belangrijkste aanjager van de groei van M3. Meer recentelijk zorgen leningen aan niet-financiële ondernemingen daarbij voor de meeste dynamiek. Met de nettoaankopen van overheidsschuldbewijzen in het kader van het programma voor de aankoop van activa (asset purchase programme – APP) en het pandemie-noodaankoopprogramma (pandemic emergency purchase programme – PEPP) van de ECB heeft het Eurosysteem bovendien de omvangrijke bijdrage van

deze aankopen aan de groei van M3 in juli vergroot (zie het rode gedeelte van de balken in Grafiek 21). Via de bijzondere monetairbeleidsmaatregelen van de ECB wordt extra beleidssteun verleend aan de stabilisering van de financiële markten en aan de beperking van de risico's voor de transmissie van het monetaire beleid en de macro-economische vooruitzichten van het eurogebied tijdens de pandemie. Voorts gaf juli opnieuw een sterke groei op jaarbasis te zien van de kredietverlening aan de overheidssector door de banksector (uitgezonderd het Eurosysteem) (zie het lichtgroene gedeelte van de balken in Grafiek 21). De banken in het eurogebied (uitgezonderd het Eurosysteem) hebben grote hoeveelheden staatsobligaties aangekocht, die hoofdzakelijk in het eurogebied waren uitgegeven. Dit had deels te maken met de aanzienlijke toename van de netto-uitgifte van overheidsschuld om het hoofd te bieden aan de pandemie, die ondanks de aankondiging van aanvullende maatregelen in EU-verband (zoals het Next Generation EU-pakket) bleef voortduren. Na positieve ontwikkelingen in mei en juni was er in juli sprake van een gematigde uitstroom van geld uit het eurogebied als gevolg van de (netto)verkoop van staatsobligaties van het eurogebied door niet-ingezetenen (zie het gele gedeelte van de balken in Grafiek 21). Bovendien hadden de langerlopende financiële passiva en andere tegenposten een licht negatief effect op de geldgroei (zie het donkergroene gedeelte van de balken in Grafiek 21).

Grafiek 21 M3 en tegenposten

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



Bron: ECB.

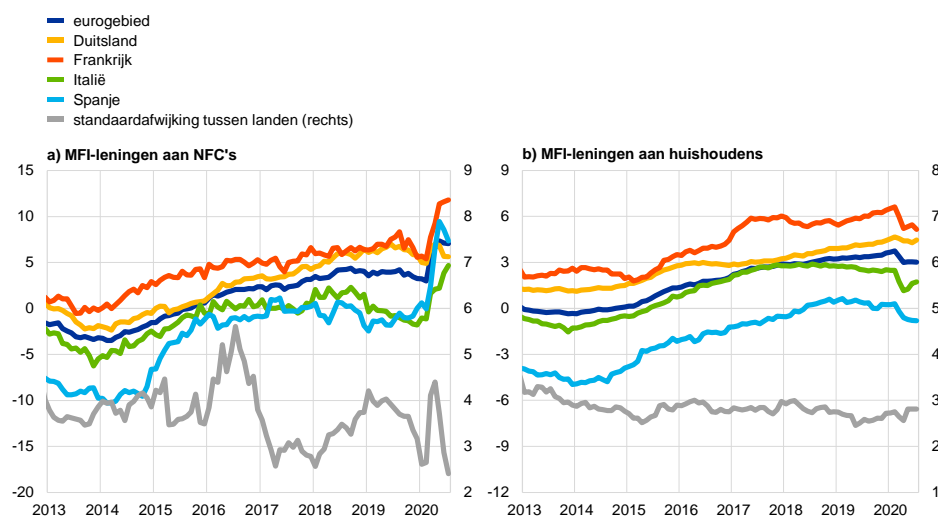
Toelichting: Onder de kredietverlening aan de private sector vallen zowel MFI-leningen aan de private sector als door MFI's aangehouden schuldbewijzen die zijn uitgegeven door de private niet-MFI-sector in het eurogebied. Door het Eurosysteem in het kader van het aankoopprogramma voor bedrijfsobligaties (corporate sector purchase programme – CSPP) aangekochte schuldbewijzen van niet-MFI's vallen hier derhalve ook onder. De meest recente waarnemingen betreffen juli 2020.

De groei van de kredietverlening aan de private sector bleef over het algemeen stabiel. De groei op jaarbasis van de leningen van monetaire financiële instellingen (MFI's) aan de private sector bedroeg 4,7% in juli, tegen 4,8% in juni, oftewel 1 procentpunt meer dan vóór de uitbraak van de pandemie (zie Grafiek 20). De groei van de kredietverlening is nog steeds grotendeels toe te schrijven aan leningen aan ondernemingen, die op jaarbasis in juli met 7,0% toenamen, tegen 7,1% in juni en

7,3% in mei, terwijl de groei van de leningen aan huishoudens stabiel bleef op 3,0% (zie Grafiek 22). Ondernemingen blijven nog altijd meer leningen op middellange en lange termijn aangaan, ten koste van kortlopende leningen. Dat de kredietverlening aan ondernemingen en die aan huishoudens zich op uiteenlopende wijze ontwikkelden, bleek uit de resultaten van de [Enquête naar de bancaire kredietverlening voor het eurogebied](#) van juli 2020 met betrekking tot de vraag naar en het aanbod van leningen. In een klimaat van verminderde kasstromen blijft de behoefte aan operationele financiering de groei van de bankleningen aan ondernemingen stimuleren. Een andere oorzaak voor die groei zijn de omvangrijke overheidsmaatregelen om de liquiditeit en solvabiliteit van ondernemingen de komende maanden te ondersteunen, zoals garanties op leningen. Bovendien vormden de beleidsmaatregelen van de ECB, met name de zeer gunstige voorwaarden voor gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO III), voor banken een stimulans om leningen te verstrekken aan alle entiteiten in de private sector. Daarnaast zijn er aanzienlijke verschillen in de groei van leningen aan ondernemingen en huishoudens tussen de landen van het eurogebied, waarbij het patroon er in de grotere landen doorgaans ongeveer hetzelfde uitziet.

Grafiek 22 MFI-leningen in specifieke eurolanden

(mutaties in procenten per jaar)



Bron: ECB.

Toelichting: De leningen 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 juli 2020.

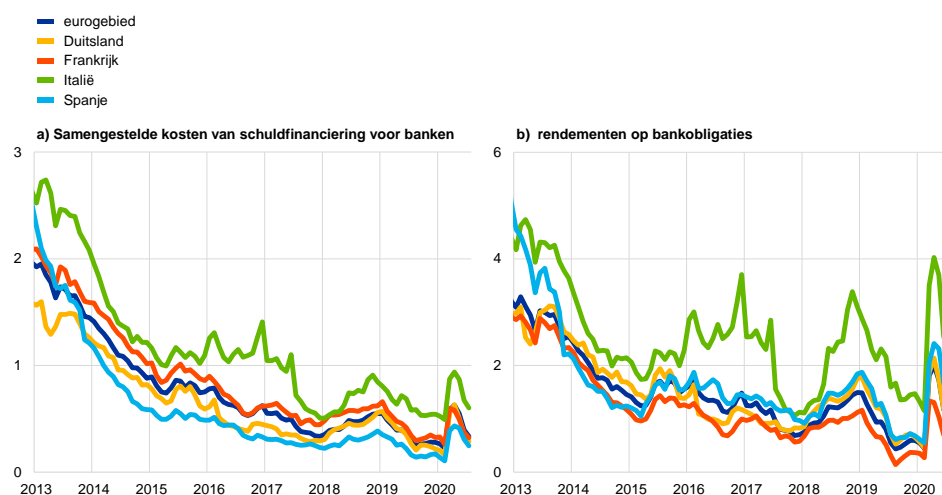
Mede dankzij de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB hebben de kosten van schuldfinanciering voor de banken zich gestabiliseerd op een laag niveau. De samengestelde kosten van schuldfinanciering voor de banken van het eurogebied, die als gevolg van de COVID-19-uitbraak waren toegenomen, daalden in het tweede kwartaal van 2020 licht, maar bleven boven het niveau van vóór de pandemie (zie Grafiek 23). Dit kwam hoofdzakelijk door een vermindering van de rente op obligaties en was ook mede te danken aan de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB. De financieringscondities voor banken verbeteren door de zeer gunstige voorwaarden van de derde reeks gerichte langerlopende herfinancieringstransacties

(TLTRO III) en door de gunstige impact van het APP en het PEPP van de ECB op de obligatierendementen. Dit beperkt het risico op een negatieve wisselwerking tussen de reële economie en de financiële sector tijdens de pandemie. Omdat de rente op senior ongedekte bankobligaties nauw verband houdt met de financieringsvoorwaarden voor overheden, profiteert deze rente ook van de daling van de obligatierendementen. De marktvoorwaarden voor gedekte bankobligaties ondervinden steun van het derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties (covered bond purchase programme – CBPP3). Daarnaast bleven de depositorentes van de banken in het eurogebied, die het leeuwendeel van de bancaire financiering vormen, in juli 2020 historisch laag en droegen ze daarmee bij aan de gunstige schuldfinancieringsvoorwaarden voor banken. Sinds het begin van de COVID-19-crisis brengen banken in het eurogebied steeds vaker negatieve rente in rekening op deposito's die niet-financiële ondernemingen bij hen aanhouden. Tegelijk geldt voor een groot deel van de depositofinanciering van de banken, met name retaildeposito's, nog steeds een nulondergrens op de rente, terwijl de nettorentemarges onder druk blijven staan. Hoewel banken hun schokbestendigheid sinds de wereldwijde financiële crisis aanzienlijk hebben versterkt, zal de coronapandemie de kapitaalposities van banken beïnvloeden doordat activa lager worden gewaardeerd en er hogere voorzieningen voor verliezen op leningen moeten worden aangehouden.¹¹ Banken profiteren van gunstige financieringsvoorwaarden, maar de bezorgdheid dat de pandemie negatief zal uitwerken op hun kapitaalpositie blijft een ongunstig effect uitoefenen op de kosten die ze moeten maken voor schuldfinanciering via de markt. Vooruitblikkend verwachten we dat de uiteindelijke beëindiging van de steunprogramma's van de overheid zal bijdragen tot strengere voorwaarden aan de kredietverlening door banken.

Grafiek 23

Samengestelde kosten van schuldfinanciering voor banken

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



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

Toelichting: De samengestelde kosten van deposito's worden berekend als het gemiddelde van de rentetarieven op nieuwe contracten van onmiddellijk opvraagbare deposito's, deposito's met een vaste looptijd en deposito's met een opzegtermijn, gewogen naar de respectieve uitstaande bedragen. Bij de rendementen op bankobligaties gaat het om maandgemiddelden van obligaties in senior tranches. De meest recente waarnemingen betreffen juli 2020.

¹¹ Zie [Financial Stability Review](#), ECB, mei 2020.

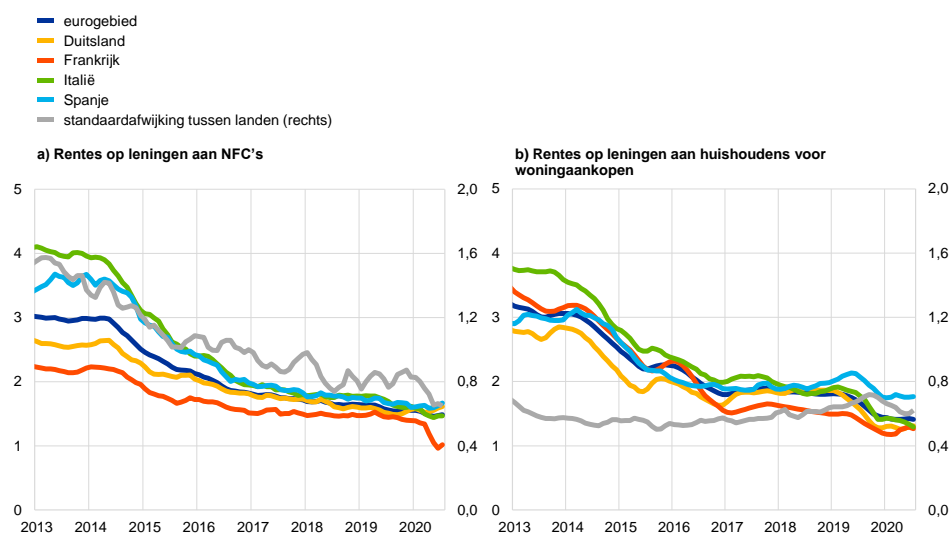
De economische groei blijft steun ondervinden van de zeer gunstige rentetarieven voor leningen.

De samengestelde rentetarieven voor bankkredieten aan ondernemingen en voor hypotheekleningen aan huishoudens bleven in juli historisch laag, uitkomend op respectievelijk 1,51% en 1,40% (zie Grafiek 24). Deze ontwikkeling doet zich in de meeste landen van het eurogebied voor en vloeit voort uit de vertraagde doorwerking van de ontwikkeling van de markttarieven in de bancaire rentetarieven. Daar staat een aanhoudende opwaartse druk op de rentetarieven voor bankleningen tegenover, als gevolg van de ernstige economische gevolgen van de pandemie voor de inkomsten van ondernemingen, de werkgelegenheidsvooruitzichten van huishoudens en de algehele kredietwaardigheid van kredietnemers. Na een eerdere daling nam het verschil tussen de bancaire rente op zeer kleine leningen en die op grote leningen in juni en juli in alle grote landen van het eurogebied iets toe, maar het bleef onder de in maart waargenomen niveaus. Dankzij de effectiviteit van de maatregelen die de ECB, banktoezichthouders en overheden hebben genomen om de kredietverstrekking te ondersteunen, worden de opwaartse krachten in toom gehouden.

Grafiek 24

Samengestelde rentetarieven voor bankkredieten in specifieke eurolanden

(procenten per jaar, driemaands voortschrijdende gemiddelden)



Bron: ECB.

Toelichting: De indicator voor de totale kosten van bankkrediet wordt berekend door de korte- en langetermijnrentes te aggregeren aan de hand van een 24-maands voortschrijdend gemiddelde van de volumes van nieuwe contracten. De standaardafwijking tussen landen wordt berekend aan de hand van een vaste steekproef van twaalf landen in het eurogebied. De meest recente waarnemingen betreffen juli 2020.

De totale externe financiering op jaarbasis van niet-financiële ondernemingen in het eurogebied is in het tweede kwartaal van 2020 naar schatting aanmerkelijk toegenomen, mede dankzij een daling van hun financieringskosten (zie Grafiek 25, venster b)).

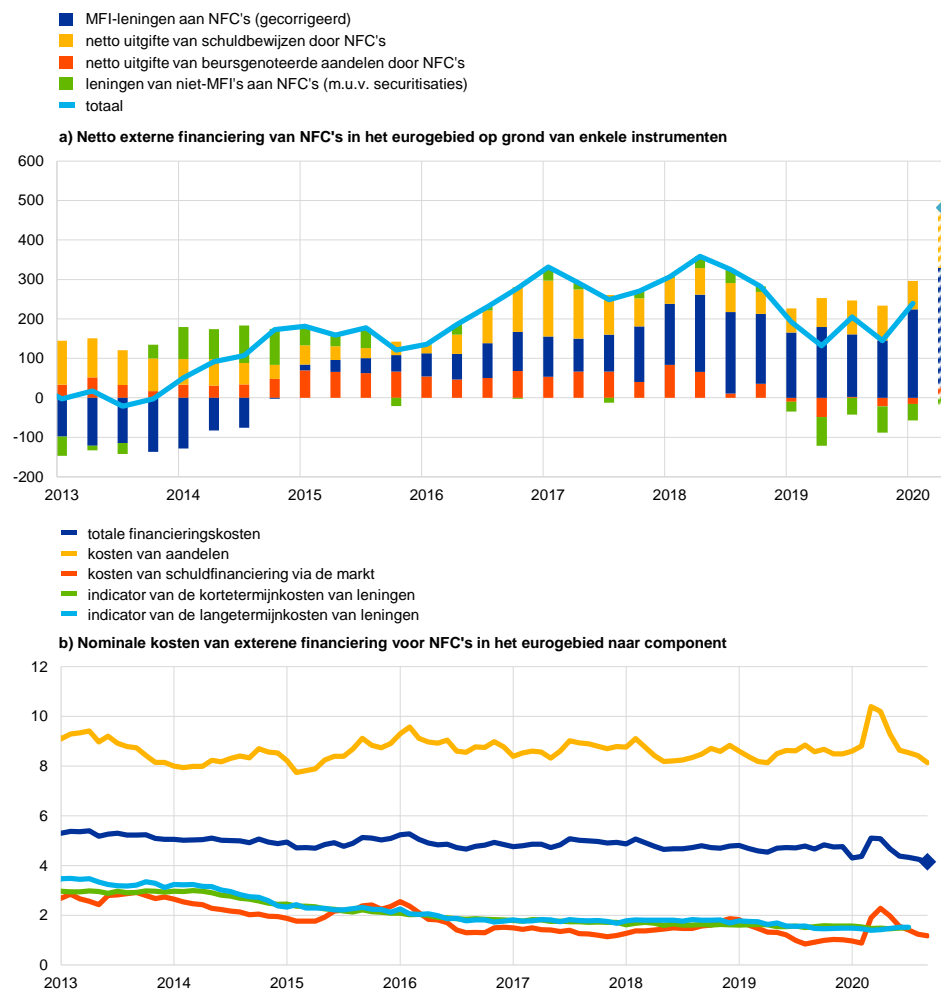
Deze toename weerspiegelt de voortdurende vermindering van de operationele kasstromen van ondernemingen en hun grote financieringsbehoeften als gevolg van de schok van de coronacrisis. De sterke netto-uitgifte van schuldbewijzen voor ondernemingen in het tweede kwartaal profiteerde van de dalende spreads op bedrijfsobligaties. Deze daling werd bevorderd door de uitbreiding van het APP en het PEPP van de ECB, die nettoaankopen van

bedrijfsobligaties omvatten. In het tweede kwartaal werd veelvuldig gebruikgemaakt van kredieten, wat kan worden toegeschreven aan de economische krimp en de aanhoudend scherpe dalingen in de verkopen en kasstromen van ondernemingen in het eerste deel van het kwartaal. Dat voor bankkredieten gunstige tarieven golden, was eveneens bevorderlijk voor de vraag naar bancaire krediet (zie Grafiek 25, venster b)). Ondanks een duidelijke verlaging van de kosten van het eigen vermogen door lagere risicopremies bleef de netto-uitgifte van beursgenoteerde aandelen in het tweede kwartaal van 2020 gematigd, doordat het aantal nieuwe ondernemingen sterk daalde als gevolg van verslechterende winstverwachtingen. Daarnaast namen de kredietvolumes van niet-banken (niet-MFI's) in het tweede kwartaal verder af. Mede dankzij de gunstige financieringsvoorwaarden waren de totale externe financieringsstromen in het tweede kwartaal van 2020 over het geheel genomen groter dan tijdens de financiële crisis en de staatsschuldencrisis. De totale nominale kosten van de externe financiering voor niet-financiële ondernemingen (bestaande uit bankkrediet, de uitgifte van schuldbewijzen via de markt en financiering met eigen vermogen) kwamen eind juni uit op 4,4%. Dit was ongeveer 70 basispunten lager dan de piek in maart 2020 en slechts 7 basispunten hoger dan in januari 2020, toen de reeks van de financieringskosten een historisch dieptepunt bereikte. Tussen eind juni en het einde van de referentieperiode (9 september 2020) zijn de totale financieringskosten naar schatting verder gedaald, met ongeveer 24 basispunten, tot 4,1%, wat een nieuw historisch dieptepunt zou betekenen. Dit strookt met de gunstiger voorwaarden op de markt voor bankkredieten en obligaties, ondersteund door tijdige en omvangrijke maatregelen van monetaire, toezichhoudende en budgettaire autoriteiten, die hebben geholpen om de onzekerheid en de volatiliteit op de financiële markten te verminderen.

Grafiek 25

Externe financiering van niet-financiële ondernemingen in het eurogebied

venster a): stromen op jaarbasis in EUR miljard; venster b): procenten per jaar



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

Toelichting: Venster a): De netto externe financiering is gelijk aan de som van de MFI-leningen, de netto-uitgifte van schuldbewijzen, de netto-uitgifte van beursgenoteerde aandelen en de leningen van niet-MFI's. De MFI-leningen zijn gecorrigeerd voor verkopen, securitisaties en saldocompensatie. De door niet-MFI's verstrekte leningen omvatten leningen verstrekt door overige financiële instellingen, verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen ongerekend gesecuritiseerde leningen. De gearceerde balk en de lichtblauwe ruit verwijzen naar de prognose voor het tweede kwartaal van 2020. Venster b): De totale financieringskosten voor niet-financiële ondernemingen worden berekend als een gewogen gemiddelde van de kosten van bankkrediet, van schuldfinanciering via de markt en van aandelen, op grond van hun respectieve uitstaande bedragen. De donkerblauwe ruit verwijst naar de prognose voor de totale financieringskosten voor september 2020, in de veronderstelling dat de bancaire krediettarieven onveranderd blijven op het peil van juli 2020. De meest recente waarnemingen voor venster a) hebben betrekking op het eerste kwartaal van 2020 voor gegevens over de rekeningen in het eurogebied; de ramingen voor het tweede kwartaal van 2020 zijn gebaseerd op de BSI- en SEC-gegevens van de ECB en op Dealogic. De meest recente waarnemingen voor venster b) hebben betrekking op 9 september 2020 voor de kosten van schuldfinanciering via de markt, 4 september 2020 voor de kosten van het eigen vermogen (weekgegevens) en juli 2020 voor de kosten van kredietverlening (maandgegevens).

De brutoschuldenlast van niet-financiële ondernemingen in het eurogebied (NFC's) is sterk gestegen, tot iets onder de recordwaarde van begin 2015.

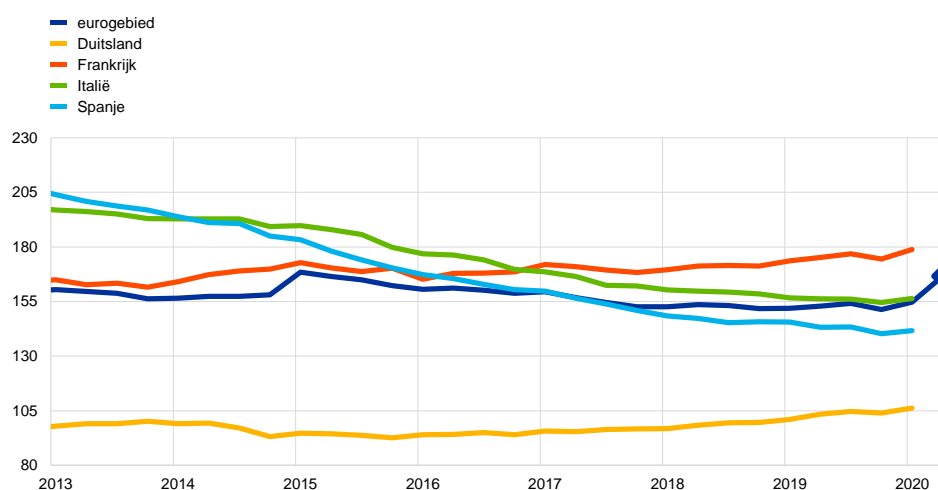
De brutoschuldquote, afgezet tegen de toegevoegde waarde van ondernemingen, steeg in het tweede kwartaal van 2020 met 12 procentpunten. Daarmee kwam de cumulatieve toename sinds eind 2019 op 15 procentpunten (zie Grafiek 26). De brede toename van de brutoschuldenlast van niet-financiële ondernemingen werd verklaard door een groter beroep op schuldfinanciering en door de scherpe daling van de bruto toegevoegde waarde. Ondernemingen hebben een aanzienlijk deel van de opbrengsten van nieuwe bankleningen en de uitgifte van schuldbewijzen in deposito's

geplaatst om de behoeften aan werkkapitaal en noodzakelijke investeringen voor te financieren en zich voor te bereiden op mogelijke kastekorten in de komende maanden. Hierdoor zijn de nettoschuldquote en de boekwaarde van de schuldpositie veel minder gestegen dan de brutoschuldenlast. Daardoor is de financiële kwetsbaarheid van de sector slechts licht toegenomen, ondanks een sterke stijging van de schuldenlast van ondernemingen. Deze gunstige constellatie is afhankelijk van verdere beleidssteun, in de eerste plaats in de vorm van accommoderend monetair beleid waarmee de kosten van aflossing van de toegenomen schuldenlast in de hand worden gehouden, en in de tweede plaats in de vorm van breed toegepaste begrotingsmaatregelen, waaronder garantie- en moratoriumregelingen van de overheid, die ervoor moeten zorgen dat banken leningen kunnen blijven verstrekken om de slinkende kasstromen van ondernemingen te compenseren. Al met al wijzen deze ontwikkelingen op het risico dat niet-financiële ondernemingen tijdens het huidige herstel een minder positieve houding tegenover bedrijfsinvesteringen aannemen, vooral indien de steunmaatregelen abrupt zouden worden beëindigd.

Grafiek 26

Brutoschuldenlast van niet-financiële ondernemingen in specifieke eurolanden

(bruto toegevoegde waarde van NFC's in procenten)



Bronnen: ECB, Eurostat en ramingen van de ECB.

Toelichting: Schuld wordt gedefinieerd als de som van de totale leningen die zijn verstrekt aan niet-financiële ondernemingen na aftrek van intrasectorale leningen, uitgegeven schuldbewijzen en pensioenverplichtingen. De blauwe ruit verwijst naar de prognose voor het tweede kwartaal van 2020.

6 Begrotingsontwikkelingen

De coronaviruspandemie (COVID-19) heeft nog steeds een buitengewoon grote impact op de overheidsfinanciën in het eurogebied. In de beginfase van de crisis hielden de gevolgen voornamelijk verband met maatregelen bedoeld om de lasten voor bedrijven, werknemers en huishoudens te verlichten en de productiecapaciteit in de economie te behouden. De beleidsrespons is geleidelijk verschoven naar maatregelen die erop zijn gericht de economie snel weer op gang te brengen en voor te bereiden op de toekomst na de pandemie. De begrotingskosten van deze maatregelen zijn voor alle landen van het eurogebied zeer aanzienlijk geweest, hoewel de last en het responsvermogen van land tot land verschillen. Het is dan ook zeer verheugend dat Europa heeft gereageerd met gecoördineerde begrotingsmaatregelen, meest recentelijk met het Next Generation EU-fonds (NGEU), dat de begrotingsmaatregelen op nationaal niveau aanvult. Het is van belang dat het besluit van de Europese Raad leidt tot praktische beleidsmaatregelen en dat begrotingsmaatregelen die naar aanleiding van de pandemiecrisis worden genomen zoveel mogelijk doelgericht en tijdelijk van aard zijn. Als gevolg van de economische neergang en de substantiële begrotingssteun zal het begrotingstekort van de totale overheid in het eurogebied naar verwachting aanzienlijk toenemen, van 0,6% van het bbp in 2019 tot 8,8% in 2020. De tekortquote zal naar verwachting dalen naar 4,9% van het bbp in 2021 en 3,6% van het bbp in 2022. De verregaande begrotingsmaatregelen in 2020 hebben geleid tot een overeenkomstige verslechtering van het conjunctuurgezuiverde primaire saldo, naast een negatieve conjunctuurcomponent die de verslechtering van de macro-economische situatie weerspiegelt. De daaropvolgende verbetering zal naar verwachting beginnen met de geleidelijke afbouw van de noodmaatregelen en een verbetering van de conjuncturele situatie. Onzekerheid over de uitbetalingen uit het NGEU-fonds en verdere crisismaatregelen in bepaalde landen vormen neerwaartse risico's voor de vooruitzichten voor de overheidsfinanciën. De landen van het eurogebied hebben ook pakketten van kredietgaranties verstrekt, ter hoogte van bijna 20% van het bbp, om de risico's in de bedrijfssector te verkleinen. Deze garanties vormen aanzienlijke voorwaardelijke schulden, die negatieve gevolgen zullen hebben voor de tekorten wanneer zij worden ingeroepen. Als gevolg van de begrotingsmaatregelen en de verslechterende economische situatie zal de geaggregeerde schuldquote van het eurogebied in 2020 naar verwachting sterk stijgen en gedurende de projectieperiode op een hoog niveau blijven.

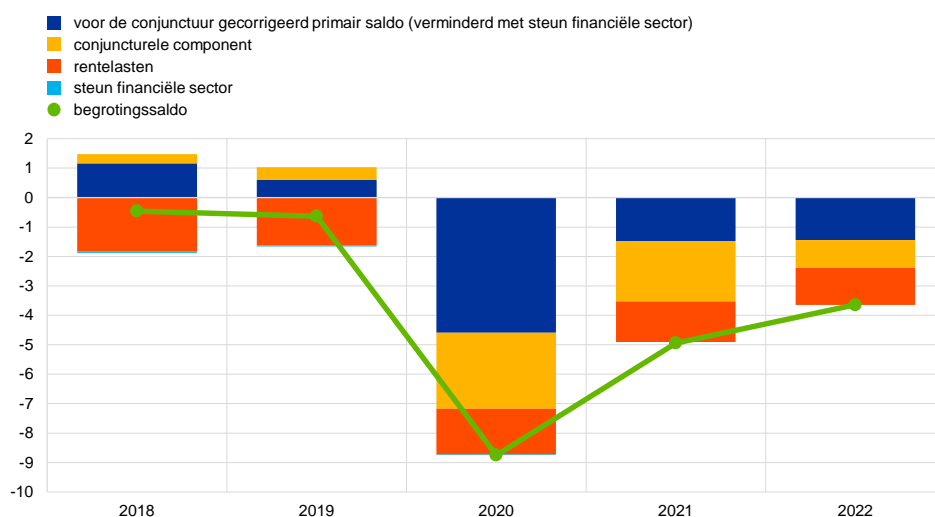
In de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2020 wordt voorzien dat het begrotingssaldo van de totale overheid in het eurogebied in 2020 sterk zal dalen en in 2021 en 2022 enigszins zal herstellen.¹² Op basis van deze projecties wordt voorzien dat het tekort van de totale overheid in het eurogebied zal oplopen van 0,6% bbp in 2019 naar 8,8% bbp in 2020, en vervolgens weer zal dalen naar 4,9% in 2021 en 3,6% in 2022 (zie Grafiek 27). De daling van het begrotingssaldo in 2020 is grotendeels toe te schrijven aan een verslechtering van het conjunctuurgezuiverde

¹² Zie de [Door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2020](#).

primaire saldo die het gevolg is van economische steunmaatregelen ter waarde van ongeveer 4,5% bbp, waarvan het grootste deel bestaat uit extra uitgaven, met name in de vorm van overdrachten en subsidies aan bedrijven en huishoudens, onder meer door middel van werktijdverkortingsregelingen. De daling is daarnaast het resultaat van een grote negatieve conjunctuurcomponent, doordat de economie van het eurogebied momenteel in een diepe recessie verkeert.¹³ De daaropvolgende verbetering zal naar verwachting worden gedreven door een herstel van het conjunctuurgezuiverde primaire saldo, aangezien momenteel van de meeste steunmaatregelen wordt verwacht dat deze vanaf het einde van dit jaar en in 2021 zullen worden afgebouwd. De bijdrage van de conjunctuur zal naar verwachting geleidelijker verbeteren en blijft gedurende de projectieperiode negatief.

Grafiek 27 Begrotingssaldo en componenten

(in procenten bbp)



Bronnen: ECB en de Door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2020.

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

Naast de aan hun economieën verleende begrotingssteun hebben de landen van het eurogebied aanzienlijke kredietgaranties verstrekt om de liquiditeit van bedrijven te versterken. In totaal bedragen deze garanties ongeveer 20% van het bbp voor het eurogebied als geheel, maar de omvang van de pakketten verschilt aanzienlijk van land tot land. De kredietgaranties zijn voorwaardelijke verplichtingen voor overheden en het bedrag aan ingeroepen garanties zal derhalve extra overheidsuitgaven vergen.

In vergelijking met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties van juni 2020 zijn de geactualiseerde begrotingsvooruitzichten in 2020 en 2021 iets ongunstiger, maar in 2022 iets gunstiger. Het begrotingssaldo van de totale overheid in het eurogebied als percentage van het bbp is voor 2020 en 2021 met 0,2 respectievelijk 0,1 procentpunt neerwaarts bijgesteld en voor 2022 met

¹³ Opgemerkt moet worden dat in de huidige situatie een ongewoon hoge mate van onzekerheid bestaat met betrekking tot de uitsplitsing van de conjunctuur en de trend.

0,2 procentpunten opwaarts bijgesteld. De grotere begrotingstekorten in 2020 en 2021 zijn voornamelijk toe te schrijven aan een verruimd conjunctuurgezuiverd saldo, doordat landen aanvullende steunmaatregelen hebben ingevoerd of bestaande maatregelen hebben uitgebreid. Deze budgettaire verruiming wordt gedeeltelijk gecompenseerd door een minder ongunstige conjunctuurcomponent en iets lagere verwachte rentebetalingen. De enigszins verbeterde vooruitzichten voor 2022 zijn te danken aan een combinatie van lagere rentebetalingen en een betere conjunctuurcomponent, die het afgezwakte conjunctuurgezuiverde primaire saldo ruimschoots compenseren.

De totale begrotingskoers wordt beoordeeld als zeer accommoderend in 2020, maar als verkrappend in 2021, doordat de meeste ondersteuningsmaatregelen naar verwachting zullen worden afgebouwd.¹⁴ De begrotingskoers zal in 2019 naar schatting licht expansief zijn geweest, maar zal in 2020 naar verwachting zeer accommoderend zijn, met 5,4% van het bbp. In 2021 daarentegen zal deze naar schatting verkrappen naar 3,1% van het bbp, aangezien de meeste van de tijdens de pandemie ingevoerde steunmaatregelen momenteel worden verwacht volgend jaar geleidelijk te worden afgebouwd. Toch zal het totale begrotingssaldo voornamelijk negatief blijven, waarbij begrotingsinstrumenten het economisch herstel blijven ondersteunen, niet in het minst door middel van automatische stabilisatoren.¹⁵ Voor 2022 wordt een neutrale begrotingskoers verwacht.

De geaggregeerde schuldquote van de overheid in het eurogebied zal naar verwachting oplopen tot 100,7% van het bbp in 2020 en vervolgens zeer geleidelijk dalen. Deze stijging met 16,6 procentpunten ten opzichte van 2019 is grotendeels toe te schrijven aan de hoge primaire tekorten, een zeer ongunstig rente-groei-ecart en significante tekort-schuldaanpassingen die het gevolg zijn van beleidsmaatregelen in verband met de pandemie. In 2021 en 2022 zullen de dalende, maar nog steeds aanzienlijke, primaire tekorten ruimschoots worden gecompenseerd door gunstige bijdragen van aantrekkende rente-groei-ecarts, doordat de economische bedrijvigheid naar verwachting zal herstellen, en door een negatieve tekort-schuldaanpassing in 2022 (zie Grafiek 28). Als gevolg daarvan zal de schuldquote eind 2022 naar verwachting 98,9% bedragen, een neerwaartse bijstelling met 1,1 procentpunt ten opzichte van de projecties van juni 2020, voornamelijk als gevolg van het gunstiger rente-groei-ecart tijdens de projectieperiode.

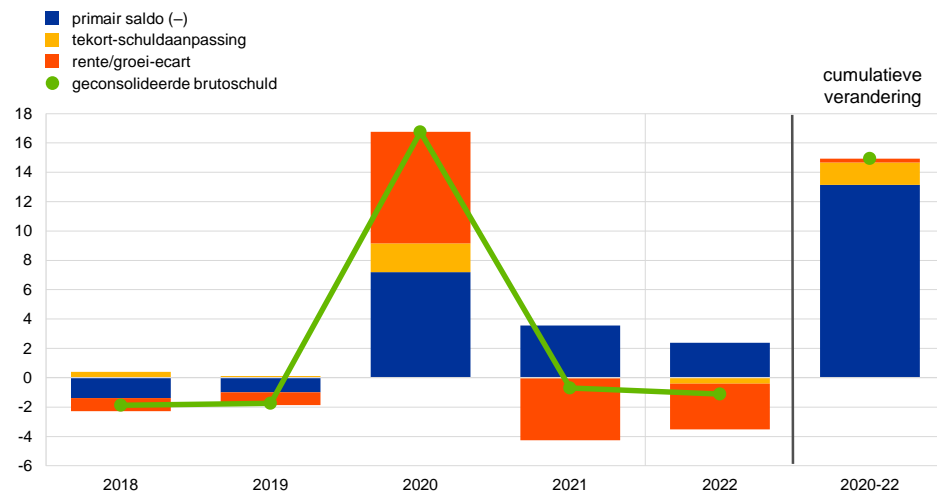
¹⁴ De begrotingskoers weerspiegelt de richting en omvang van de economische stimulans die uitgaat van het begrotingsbeleid, en niet slechts de automatische reactie van de overheidsfinanciën op de conjunctuur. De begrotingskoers wordt hier gemeten als de mutatie van het voor de conjunctuur gecorrigeerde primaire saldo verminderd met de overheidssteun aan de financiële sector. Zie voor meer informatie over het begrip 'begrotingskoers binnen het eurogebied' het artikel "[The euro area fiscal stance](#)", *Economisch Bulletin*, Nummer 4, ECB, 2016.

¹⁵ Zie voor meer informatie het artikel "Automatic fiscal stabilisers in the euro area and the COVID-19 crisis" in dit nummer van het *Economisch Bulletin*.

Grafiek 28

Bepalende factoren voor mutaties in overheidsschulden

(procentpunten bbp)



Bronnen: ECB en de Door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2020.

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

Een ambitieuze en gecoördineerde begrotingskoers blijft van cruciaal belang gezien de grote maar ongelijke last die de coronapandemie heeft veroorzaakt.

Het is dan ook zeer verheugend dat de Europese Raad overeenstemming heeft bereikt over het NGEU-fonds, dat voor het eerst voorziet in een tijdelijke Europese begroting als aanvulling op de begrotingsstabilisatoren op nationaal niveau. Dit fonds kan de regio's en sectoren die het zwaarst door de pandemie zijn getroffen aanzienlijk ondersteunen, de interne markt versterken en een duurzaam en welvend herstel tot stand brengen. Het is van belang dat het besluit van de Europese Raad leidt tot praktische beleidsmaatregelen en dat de begrotingsmaatregelen die naar aanleiding van de pandemiecrisis worden genomen zoveel mogelijk doelgericht en tijdelijk van aard zijn.

Kaders

1 De Bulgaarse lev en de Kroatische kuna in het wisselkoersmechanisme (ERM II)

Door Ettore Dorrucchi, Michael Fidora, Christine Gartner en Tina Zumer

De Bulgaarse lev en de Kroatische kuna zijn op 10 juli 2020 opgenomen in het wisselkoersmechanisme (ERM II). Het besluit werd genomen in onderlinge overeenstemming tussen de ministers van financiën van de landen van het eurogebied, de president van de Europese Centrale Bank en de ministers van financiën en de presidenten van de centrale banken van Denemarken, Bulgarije en Kroatië. Dit gebeurde in het kader van een gemeenschappelijke procedure waarbij de Europese Commissie en het Economisch en Financieel Comité betrokken waren. De start van de deelname aan het ERM II is de laatste stap van een gedetailleerde routekaart. In dit stappenplan is een proces beschreven dat werd gekenmerkt door een constructieve samenwerking tussen de Bulgaarse en de Kroatische autoriteiten en de ERM II-partijen, op basis van grondige economische beoordelingen en het beginsel van gelijke behandeling.

ERM II is in 1999 ingevoerd als een van de manieren om de convergentie van een land met het eurogebied te beoordelen. Het mechanisme heeft twee hoofddoelstellingen. De eerste is dat het functioneert als een regeling voor het beheer van de wisselkoersen tussen de valuta's van de deelnemende landen en de euro, en de tweede dat het helpt bij de beoordeling van de convergentie voor acceptatie van de euro zoals vastgelegd in artikel 140 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie. Deelname aan ERM II vormt daarom niet alleen juridisch de kern van het convergentiecriteria voor de stabiliteit van de wisselkoersen, maar is daarnaast ook een middel om de duurzaamheid van de convergentie voor en na de invoering van de euro te testen. Aangezien de deelname aan ERM II zonder ernstige spanningen gedurende minstens twee jaar een voorwaarde is voor de uiteindelijke overgang naar de euro, wordt van alle EU-lidstaten verwacht dat zij in een bepaald stadium tot dit mechanisme toetreden.

Het ERM II is een multilaterale regeling van vaste, maar aanpasbare wisselkoersen die voorziet in een centrale wisselkoers tussen de deelnemende valuta's en de euro en een fluctuatiemarge met een standaardbreedte van $\pm 15\%$ rond de spilkoers. Andere belangrijke kenmerken zijn de interventies van centrale banken aan de uitersten van de overeengekomen fluctuatiemarge en de beschikbaarheid van financiering op zeer korte termijn van de deelnemende centrale banken. Bij de toetreding tot het ERM II kunnen nationale centrale banken zich unilateraal verbinden tot een kleinere fluctuatiemarge dan die waarin het ERM II voorziet, zonder de ECB of de andere deelnemers aan het mechanisme extra

verplichtingen op te leggen.¹⁶ Bij deelname aan ERM II kunnen herschikkingen van de spilkoers (zoals in het verleden met de Slowaakse kroon) of veranderingen in de breedte van de fluctuatiemarge noodzakelijk zijn als gevolg van significante veranderingen in de evenwichtskoers van een deelnemend land of in het geval van inconsistent economisch beleid. Interventies aan de randen van de fluctuatiemarges zijn in beginsel automatisch en onbeperkt. De ECB en de deelnemende nationale centrale banken kunnen deze interventies echter te allen tijde opschorten als deze in strijd zijn met het hoofdoel van het handhaven van prijsstabiliteit.

De ervaring heeft geleerd dat ERM II verschillende wisselkoersregimes kan accommoderen, zoals nu het geval is met die van Bulgarije en Kroatië. Het mechanisme biedt voldoende ruimte voor aanpassing aan schokken en marktontwikkelingen. Tegelijkertijd biedt het, als eenzijdige verbintenis, ruimte voor goed beheerde of vastgezette wisselkoersregimes en zelfs regelingen van currency boards.¹⁷ Eesti Pank en Lietuvos bankas hebben vóór de invoering van de euro een currency-boardregeling aangehouden en hiervan wordt momenteel gebruikgemaakt door Българска народна банка (de Bulgaarse nationale bank). Hrvatska narodna banka handhaaft de stabiliteit van de wisselkoers van de kuna ten opzichte van de euro om haar voornaamste doelstelling van prijsstabiliteit te verwezenlijken, maar verbindt zich niet tot een vaste wisselkoers. In ieder geval moeten alle deelnemende landen minstens twee jaar in het mechanisme blijven voordat de door de ECB en de Europese Commissie opgestelde convergentieverslagen een positieve beoordeling met betrekking tot de invoering van de euro mogelijk maken.¹⁸

Het proces dat tot de deelname aan ERM II leidt, heeft zich in de loop der tijd ontwikkeld, maar berust altijd op het beginsel van gelijke behandeling. Bij toetreding van de laatste golf van landen tot ERM II, meer dan 15 jaar geleden, was een stevig, maar breed gedragen, op stabiliteit gericht beleid nodig voor deelname aan het mechanisme. In de daaropvolgende jaren werd een aantal belangrijke beleidslessen getrokken uit de wereldwijde financiële crisis. De crisis had niet alleen gevolgen voor het eurogebied, maar ook voor verschillende landen waarvan de valuta's deel uitmaakten van het ERM II. De governance van het eurogebied is na de crisis hervormd, wat heeft geleid tot een strenger economisch toezicht en begrotingstoezicht en tot de oprichting van de bankenunie. In die periode werd ook beter ingezien dat deelname aan ERM II belangrijke gevolgen kan hebben, aangezien het een verschuiving van het regime inhoudt die de economische stimulansen van internationale en lokale investeerders kan veranderen. Na toetreding tot het mechanisme versnelde met name de bruto kapitaalinstroom met uitzondering van de

¹⁶ Multilateraal overeengekomen marges die smaller zijn dan de standaardmarge mogen alleen in een zeer ver gevorderd stadium van de convergentie in aanmerking worden genomen. Dit is het geval met de Deense kroon, waarvoor een multilateraal overeengekomen fluctuatiemarge van $\pm 2,25\%$ ten opzichte van de euro geldt.

¹⁷ Zie "Policy position of the Governing Council of the European Central Bank on exchange rate issues relating to acceding countries", ECB, Frankfurt am Main, 18 december 2003.

¹⁸ De Raad van de Europese Unie beslist op basis van de bepalingen van het Verdrag over de overgang naar de euro. Na raadpleging van het Europees Parlement en na bespreking in de Europese Raad, besluit de Raad, op voorstel van de Commissie, welke lidstaten buiten het eurogebied voldoen aan de voorwaarden voor de invoering van de euro. Dit besluit wordt genomen op basis van criteria die zijn opgesomd in artikel 140 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie. De verslagen over de naleving van dergelijke criteria, de zogenaamde convergentieverslagen, worden opgesteld door de ECB en de Europese Commissie. De Raad besluit op basis van een aanbeveling van een gekwalificeerde meerderheid van zijn lidstaten die de euro als munt hebben.

directe buitenlandse investeringen in verschillende landen, ook in vergelijking met andere landen in de regio in dezelfde periode. In sommige gevallen bleek dit niet houdbaar te zijn, wat in de daaropvolgende jaren leidde tot perioden van sterke krimp van de kapitaalstromen.

Een belangrijke les die uit de wereldwijde financiële crisis is getrokken, was dat in de aanloop naar de invoering van de euro een hoog niveau van institutionele kwaliteit en goed bestuur helpen het risico op het ontstaan van buitensporige onevenwichtigheden te beperken. Door een grotere structurele veerkracht ontstaan de voorwaarden voor het toewijzen van kapitaal aan productieve ondernemingen in plaats van aan inefficiënte bedrijven (rent-seekers), waardoor het inhaalproces wordt ondersteund en zeepbellen worden voorkomen. Bovendien houdt goed bestuur in dat beleidsmakers weerstand kunnen bieden aan de druk van gevestigde belangen tegen de uitvoering van de noodzakelijke hervormingen en de opbouw van buffers in normale en goede tijden, met inbegrip van anticyclische macroprudentiële en begrotingsmaatregelen. In de afgelopen jaren zijn deze lessen en ontwikkelingen tot uiting gekomen in de routekaart voor het ERM II, opgesteld door de nationale autoriteiten van Bulgarije en Kroatië in samenwerking met de ERM I-partijen.

De opneming van een valuta in het ERM II verloopt volgens de procedure die is beschreven in de resolutie van de Europese Raad van 16 juni 1997.¹⁹ De besluiten betreffende de deelname aan ERM II worden in onderlinge overeenstemming door de ERM II-partijen genomen, wat betekent dat de lidstaat die om opneming van zijn valuta in ERM II verzoekt een consensus moet bereiken over de uitvoering van duurzaam beleid. Daarnaast is recent duidelijk geworden dat het bereiken van deze consensus afhangt van drie fundamentele factoren: (i) lering getrokken uit eerdere crises; (ii) meeweging van de introductie van de bankenunie; en (iii) erkenning van de noodzaak om rekening te houden met landspecifieke kwetsbaarheden die moeten worden geadresseerd om een soepele deelname aan het wisselkoersmechanisme te garanderen.

Op basis van deze aanpak stelden de Bulgaarse en de Kroatische autoriteiten een aantal eerdere beleidstoezeggingen vast, die in de zomer van 2018 door Bulgarije en in de zomer van 2019 door Kroatië formeel werden goedgekeurd. Deze zijn opgezet in samenwerking met de ERM II-partijen en moesten vóór aanvang van de deelname aan ERM II vrijwillig zijn vervuld. Deze toezeggingen weerspiegelen de huidige realiteit op redelijke, evenredige en onderbouwde wijze. De toezeggingen dienen met name specifiek, realistisch en verifieerbaar te zijn en moeten binnen relatief korte tijd worden uitgevoerd, gemonitord en gecontroleerd. De naleving daarvan is gemonitord en beoordeeld door de ECB en de Europese Commissie, elk op hun respectieve bevoegdheidsreinen - namelijk banktoezicht en het macroprudentieel beleid voor de ECB en structureel beleid voor de Europese Commissie (het begrotingsbeleid valt onder de bepalingen van het Stabiliteits- en Groeipact).

¹⁹ Resolutie van de Europese Raad over de instelling van een wisselkoersmechanisme in de derde fase van de Economische en Monetaire Unie (PB C 236 van 2-8-1997, p. 5).

Met het oog op een duurzame convergentie naar het eurogebied hebben Bulgarije en Kroatië aanvullende beleidstoezeggingen gedaan toen zij op 10 juli 2020 toetraden tot ERM II.²⁰ In lijn met de eerdere handelwijze hebben

Bulgarije en Kroatië vrijwillige beleidstoezeggingen gedaan - de zogeheten post-toetredingsverbintenissen - toen hun deelname aan het ERM II begon. De overeenkomst over de deelname van de Bulgaarse lev en de Kroatische kuna in het ERM II ging daarnaast gepaard met een vaste toezegging van de respectieve nationale autoriteiten om gezond economisch beleid te voeren met het oog op het behoud van de economische en financiële stabiliteit en de totstandbrenging van een hoge mate van duurzame economische convergentie. De autoriteiten zullen in de passende kaders samen met de verantwoordelijke instanties van de Europese Unie nauwlettend toezien op de macro-economische ontwikkelingen en de tenuitvoerlegging van deze beleidsmaatregelen. Al met al heeft het proces dat tot toetreding tot ERM II leidt, gefungeerd als katalysator voor hervormingen die de risico's in het kader van het ERM II zullen beperken, met het oog op de invoering van de euro. Hoewel deze hervormingen de risico's niet elimineren, mag het belang hiervan bij de voorbereiding op een duurzame deelname aan de monetaire unie niet worden onderschat.

De Bulgaarse lev en de Kroatische kuna zijn tegen hun huidige wisselkoers opgenomen in het ERM II. De Bulgaarse lev is opgenomen in het ERM II met een centrale wisselkoers van 1,95583 levs per euro, wat overeenkomt met de vaste wisselkoers in de Bulgaarse currency-boardregeling. De Kroatische kuna is opgenomen in het ERM II met een centrale wisselkoers van 7,53450 kuna per euro, wat overeenkomt met de koers geldend op het moment van de opname ervan, op 10 juli 2020.

De opname van beide valuta's tegen hun huidige wisselkoers weerspiegelt het feit dat Bulgarije en Kroatië een opmerkelijke staat van dienst hebben wat betreft wisselkoersstabiliteit, waarbij beide economieën een aanzienlijke externe aanpassing hebben ondergaan. Meer dan twee decennia heeft Българска народна банка (de Bulgaarse Nationale Bank) een currency-boardregeling toegepast waarbij zij de wisselkoers van de euro tegen een vaste wisselkoers verbindt. Hrvatska narodna banka heeft een regime van gereguleerde zwevende wisselkoersen aangehouden, waarbij de kuna binnen een relatief smalle bandbreedte schommelt rond de gemiddelde wisselkoers ten opzichte van de euro. Hoewel beide regelingen fundamenteel verschillen, zijn ze beide gunstig geweest voor hun economieën. Ze bleken met name veerkrachtig in perioden van ernstige stress op de financiële markten, onder meer tijdens de lopende coronaviruspandemie (COVID-19). Bovendien hebben beide landen na het uitbreken van de wereldwijde financiële crisis een ingrijpende externe aanpassing ondergaan. Daarbij ging het om de correctie van grote tekorten op de lopende rekening, die inmiddels in overschotten zijn veranderd. Daardoor is er een aanzienlijke vermindering van de netto externe verplichtingen geweest, waarbij beide centrale banken goede buffers hebben opgebouwd wat betreft deviezenreserves.

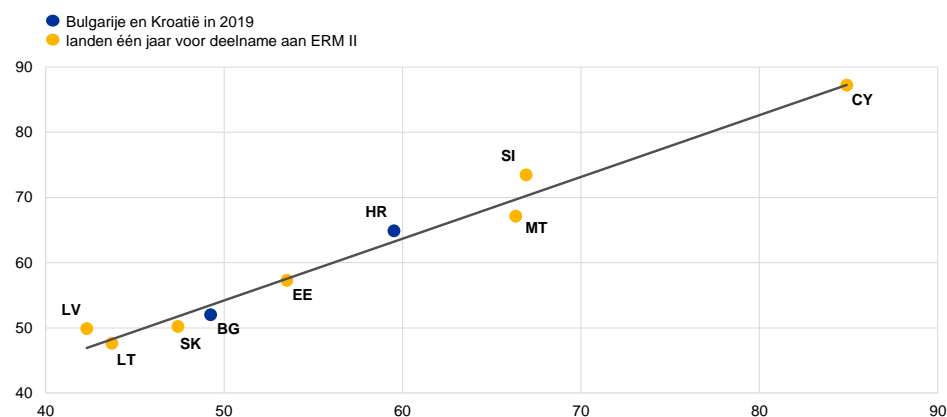
²⁰ Zie de website van de ECB voor de ERM II-communiqués, de aanvraagbrieven van de landen en een lijst met toezeggingen voor na de toetreding van [Bulgarije](#) en [Kroatië](#).

Het externe evenwichtsherstel is in beide landen gepaard gegaan met nominale aanpassing, waarbij de prijsniveaus duidelijk de stand van de convergentie van de twee economieën weerspiegelden. Beide landen boekten vóór de wereldwijde financiële crisis aanzienlijke stijgingen van prijzen en kosten. Deze waren deels een bijproduct van het daadwerkelijke convergentieproces, namelijk het feit dat beide landen een inhaalbeweging maakten in termen van inkomensniveaus ten opzichte van de rest van de Europese Unie. De wereldwijde financiële crisis heeft daarentegen in zowel Bulgarije als Kroatië geleid tot enige correctie van de prijzen- en kostenniveaus. Als gevolg daarvan zijn de prijsniveaus in deze landen ten opzichte van het eurogebied nu goed in overeenstemming met hun inkomensniveaus in verhouding tot het eurogebied. Hoewel deze niveaus nog steeds ver onder die van het eurogebied liggen, vormt dit op zich geen belemmering voor de deelname aan ERM II. In het verleden is gebleken dat landen die in vergelijkbare of zelfs minder vergevorderde stadia van convergentie toetreden tot ERM II de euro met succes hebben kunnen invoeren. Een belangrijke voorwaarde voor succesvolle deelname aan ERM II is in dit verband dat het prijsniveau in verhouding staat tot de inkomensniveaus (zie grafiek A) en, meer in het algemeen, tot de fundamentele economische parameters van het land.

Grafiek A

Bbp per hoofd van de bevolking en prijsniveaus in verhouding tot het eurogebied

(percentages; x-as: bbp per hoofd van de bevolking in verhouding tot het eurogebied; y-as: prijsniveau in verhouding tot het eurogebied)



Bron: ECB.

2 Verbeterde berekening van effectieve wisselkoersen door de ECB

Door Michael Fidora en Martin Schmitz

De effectieve wisselkoers (effective exchange rate – EER) van een valuta is een index van het gewogen gemiddelde van de bilaterale wisselkoersen ten opzichte van de valuta's van specifieke handelspartners; de reële EER wordt afgeleid door deze nominale index aan te passen voor relatieve prijzen of kosten.²¹ Het wegingsschema dat wordt gebruikt om de bilaterale koersen te aggregeren houdt rekening met het relatieve belang van elk land als handelspartner. De nominale EER op handelsbasis vormt een samenvattende maatstaf voor de externe waarde van een valuta, terwijl de reële EER op handelsbasis de meest gebruikte indicator is van het internationale concurrentievermogen van een economie in termen van prijzen en kosten.

De ECB heeft onlangs de berekening van haar EER-indices verbeterd zodat rekening kan worden gehouden met de ontwikkeling van de internationale handelsbetrekkingen en met name het toenemende belang van de internationale dienstenhandel.²² De ECB actualiseert de handelsgewichten die ten grondslag liggen aan de berekening van haar EER-indices iedere drie jaar om veranderingen in het handelspatroon in het eurogebied op de middellange termijn tijdig te kunnen verwerken. In de meest recente exercitie, die in juli 2020 werd afgerond, heeft de ECB het wegingsschema herzien om niet alleen de verwerkende industrie, maar ook de dienstenhandel hierin op te nemen.²³ Hoewel de verwerkende industrie nog steeds goed is voor het grootste deel van de handel in het eurogebied, is de dienstenhandel in de afgelopen decennia in het licht van mondialisering en digitalisering steeds belangrijker geworden en was deze eind 2019 goed voor ongeveer 30% van de handel in het eurogebied.²⁴ Daarnaast was het dankzij een betere gegevensdekking eenvoudiger geworden om de dienstenhandel op te nemen op basis van de vastgestelde methodologie van de ECB. Het aantal handelspartners

²¹ Geharmoniseerde indicatoren voor het concurrentievermogen (harmonised competitiveness indicators – HCI's), die zijn gebaseerd op dezelfde methodologie en gegevens als de EER-indices van de euro, worden voor de afzonderlijke eurolanden berekend. Deze zijn op dezelfde wijze verbeterd als de EER-indices.

²² Zie voor een overzicht van de methodologie voor het berekenen van de EER-indices Schmitz, M., De Clercq, M., Fidora, M., Lauro, B. en Pinheiro, C., "Revisiting the effective exchange rates of the euro", *Journal of Economic and Social Measurement*, vol. 38, nr. 2, 2013, blz. 127-158; en Brisson, R. en Schmitz, M. "The ECB's enhanced effective exchange rates and harmonised competitiveness indicators – an updated weighting scheme including trade in services", *Statistics Paper Series*, ECB (in voorbereiding).

²³ Bij deze exercitie zijn de gemiddelde handelsgewichten voor de driejaarsperiode van 2016 tot en met 2018 aan de reeks toegevoegd, terwijl de wegingen voor de perioden daarvoor (van 1995 tot en met 2015) zijn bijgewerkt.

²⁴ Colombia, Peru, Saoedi-Arabië, Oekraïne en de Verenigde Arabische Emiraten zijn toegevoegd aan de groep handelspartners, die nu alle EU-landen buiten het eurogebied omvat, naast de G20 en de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling, alsmede Algerije, Hongkong, Maleisië, Marokko, Peru, de Filipijnen, Taiwan, Thailand, de Verenigde Arabische Emiraten en Oekraïne. Venezuela is van de groep handelspartners uitgesloten omdat het moeilijk was om betrouwbare economische statistieken voor dit land te verkrijgen en omdat zijn rol als handelspartner voor het eurogebied minder belangrijk is geworden.

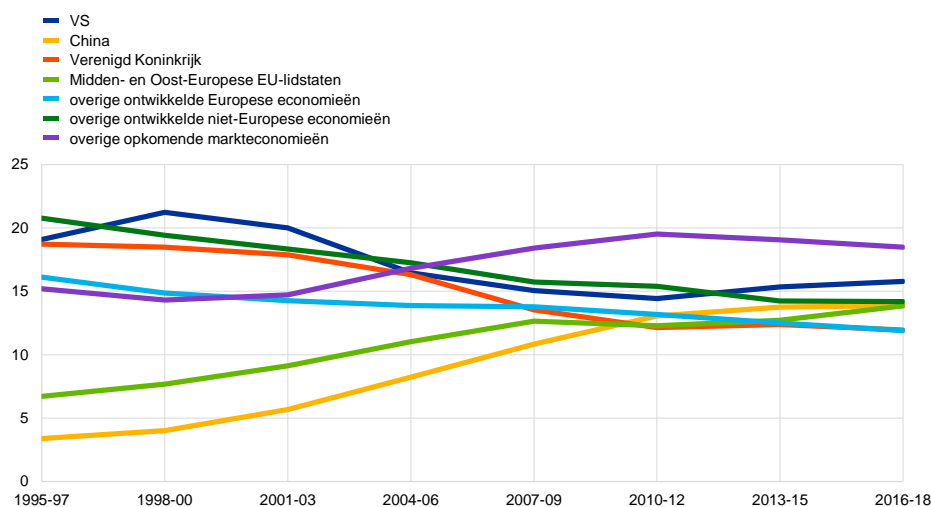
waarop de EER-indices betrekking hebben is ook verhoogd, van 38 naar 42, wat neerkomt op bijna 90% van de handel in producten en diensten in het eurogebied.²⁵

De nieuwe handelsgewichten laten zien dat opkomende markteconomieën, die in eerste decennium van de 21^{ste} eeuw steeds belangrijker werden voor de handel in het eurogebied, niet langer groeien, terwijl de Midden- en Oost-Europese EU-lidstaten aan belang winnen (zie Grafiek A). De EU-lidstaten in Midden- en Oost-Europa hebben hun gezamenlijke aandeel in de handel van het eurogebied in de periode 2016-2018 dankzij verdere integratie in de Europese waardeketens zelfs bijna gelijk aan dat van China gemaakt. Het aandeel van opkomende markteconomieën is daarentegen juist gedaald, ondanks het feit dat het aandeel van China marginaal is toegenomen. Wat de afzonderlijke landen betreft, bleven de Verenigde Staten de belangrijkste handelspartner van het eurogebied (het aandeel is zelfs licht gegroeid, voornamelijk als gevolg van het toenemende belang van de dienstenhandel), gevolgd door China en het Verenigd Koninkrijk, waarvan het aandeel echter sinds het midden van de jaren 1990 aanzienlijk is gedaald.

Grafiek A

Ontwikkeling van de totale handelsgewichten in de EER-42 van de euro

(in procenten)



Bron: ECB.

Toelichting: "Midden- en Oost-Europese EU-lidstaten" zijn Bulgarije, Hongarije, Kroatië, Polen, Roemenië en Tsjechië; "overige ontwikkelde Europese economieën" zijn Denemarken, Noorwegen, IJsland, Zweden en Zwitserland; "overige ontwikkelde niet-Europese economieën" zijn Australië, Canada, Hongkong, Israël, Japan, Nieuw-Zeeland, Singapore, Zuid-Korea en Taiwan; "overige opkomende markteconomieën" zijn Algerije, Argentinië, Brazilië, Chili, Colombia, de Filipijnen, India, Indonesië, Maleisië, Marokko, Mexico, Oekraïne, Peru, Rusland, Saoedi-Arabië, Thailand, Turkije, de Verenigde Arabische Emiraten en Zuid-Afrika.

Er zijn aanzienlijke verschillen in het relatieve belang van de productenhandel en de dienstenhandel voor de belangrijkste handelspartners van het eurogebied (zie Grafiek B). De rol van de Verenigde Staten als belangrijkste handelspartner van het eurogebied is voornamelijk te danken aan het grote aandeel van dat land in de dienstenhandel met het eurogebied, met name op het gebied van telecommunicatie, computer- en informatiediensten en andere zakelijke diensten; het aandeel van de Verenigde Staten in de productenhandel is veel kleiner dan dat van

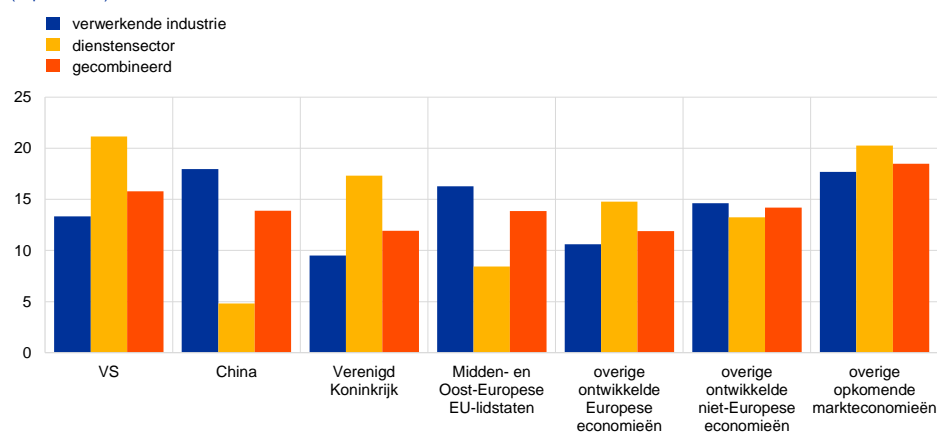
²⁵ Voor Luxemburg, Cyprus, Malta, Ierland en Griekenland (in aflopende volgorde) is de dienstenhandel groter dan de handel in producten.

China, de belangrijkste handelspartner van het eurogebied als alleen de verwerkende industrie in overweging wordt genomen. Ook voor het Verenigd Koninkrijk en de groep van “Overige ontwikkelde Europese economieën” is de dienstensector veel groter dan de productenhandel, terwijl deze veel kleiner is voor de Midden- en Oost-Europese EU-lidstaten, waarvan de handelsbetrekkingen met het eurogebied in hoge mate worden bepaald door hun integratie in de Europese waardeketens van de verwerkende industrie.

Grafiek B

Handelsgewichten in de EER-42 van de euro: verwerkende industrie, dienstensector, en gecombineerd

(in procenten)



Bron: ECB.

Toelichting: De handelsgewichten zijn gemiddelden over de periode 2016-2018. De landengroepen zijn zoals gedefinieerd in de toelichting bij Grafiek A.

De invoer- en uitvoergewichten zijn voor de meeste landen en regio's in grote lijnen gelijk, zelfs na correctie voor concurrentie op “derde markten”

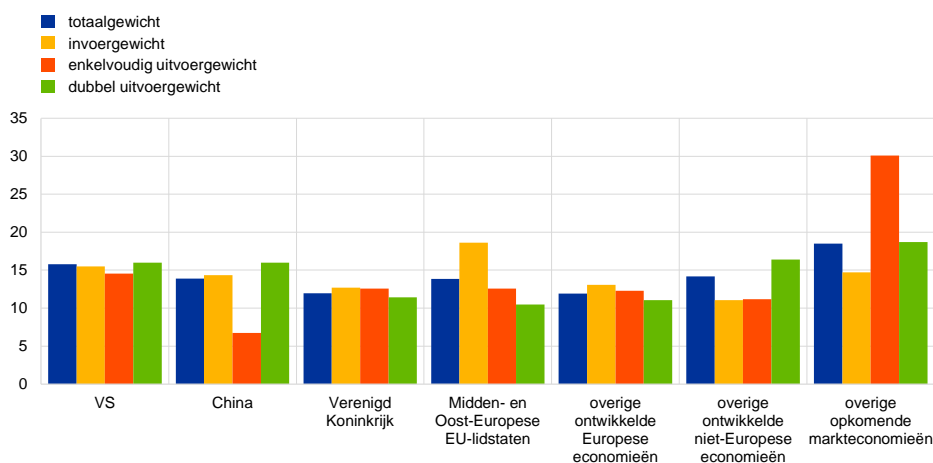
(zie Grafiek C). De totale handelsgewichten worden berekend als (gewogen) gemiddelden van de uitvoer- en invoergewichten die het aandeel van elk land in respectievelijk de in- of uitvoer van het eurogebied meten. Aan de uitvoerzijde echter concurreren bedrijven uit het eurogebied met producenten uit een bepaald land – niet alleen op hun thuismarkt, maar ook op andere buitenlandse markten, zogenaamde “derde markten”. Om hiermee rekening te houden worden “dubbele” uitvoergewichten gebruikt bij de berekening van de totale handelsgewichten. Hoewel voor de meeste landen en regio's de enkelvoudige en dubbele uitvoergewichten niet veel van elkaar verschillen, is voor China het verschil uitgesproken. Dit illustreert de rol van China als grootste mondiale exporteur van goederen, waardoor dit land een belangrijke concurrent op derde markten is. Het tegenovergestelde geldt voor de overige opkomende markteconomieën, die goed zijn voor een aanzienlijk deel van de directe uitvoer van het eurogebied, maar slechts in beperkte mate op derde markten concurreren, aangezien hun aandeel in de mondiale uitvoer relatief gering is. Voor de meeste landen zijn de invoergewichten en (dubbele) uitvoergewichten vergelijkbaar. Een noemenswaardige uitzondering op dit algemene patroon wordt gevormd door Midden- en Oost-Europese EU-lidstaten. De rol die deze regio speelt in de sterk geïntegreerde Europese waardeketens betekent dat deze voor het eurogebied

belangrijker is qua invoer dan qua uitvoer, niet alleen wat betreft directe uitvoer, maar nog sterker wat betreft concurrentie op derde markten.

Grafiek C

Handelsgewichten in de EER-42 van de euro: totaalgewichten, invoergewichten, enkelvoudige uitvoergewichten en dubbele uitvoergewichten

(in procenten)



Bron: ECB.

Toelichting: De handelsgewichten zijn gemiddelden over de periode 2016-2018. De landengroepen zijn zoals gedefinieerd in de toelichting bij Grafiek A.

Het verbeterde wegingschema wijst uit dat de nominale waardestijging van de euro sinds begin 2017 iets minder uitgesproken is geweest dan leek op basis van het eerdere wegingschema, voornamelijk als gevolg van het toegenomen gewicht van de ontwikkelde economieën.²⁶ Tussen begin 2017 en eind augustus 2020 is de geactualiseerde dagelijkse nominale EER van de euro tegenover de EER-42-groep van handelspartners met 12,3% gestegen. Op basis van de indicator gebaseerd op het oudere wegingschema voor de verwerkende industrie bedroeg dit cijfer 13,8% (zie Grafiek D).²⁷ Deze herziening is voornamelijk toe te schrijven aan het toegenomen gewicht van ontwikkelde economieën (hoofdzakelijk als gevolg van de opname van de dienstenhandel in het wegingschema), waarvan de valuta's ten opzichte van de euro gemiddeld minder sterk zijn gedeprecieerd dan de valuta's van de opkomende markteconomieën. In reële termen waren de ontwikkelingen echter zeer consistent: zowel de verbeterde reële EER-42 (gedefleerd door de consumptieprijsindex) als de eerder gepubliceerde reeksen stegen tussen januari 2017 en augustus 2020 met iets minder dan 7% (zie Grafiek E).

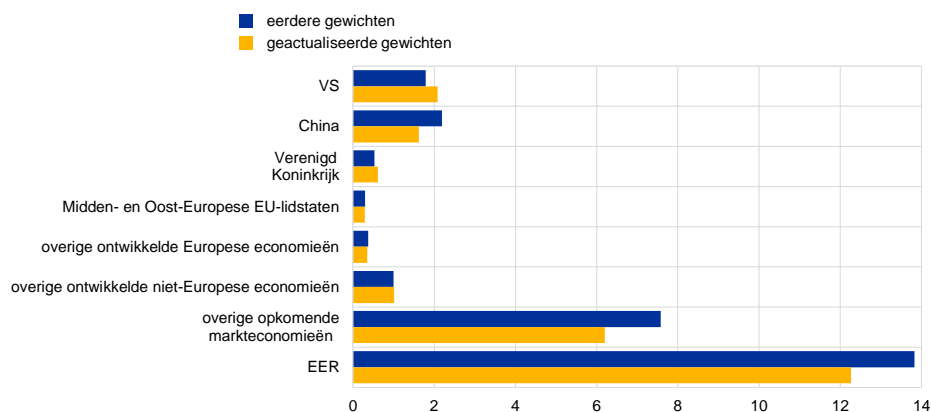
²⁶ De gewichten die de productenhandel en de dienstenhandel combineren worden gebruikt voor de nominale EER-indices en de reële EER-indices gedefleerd met de consumptieprijsindex, de bbp-deflator en de arbeidskosten per eenheid product in de totale economie, terwijl de reële EER-indices gedefleerd door de producentenprijsindex en de arbeidskosten per eenheid product in de verwerkende industrie nog steeds worden gebaseerd op gewichten die betrekking hebben op de verwerkende industrie.

²⁷ Verschillen tussen de geactualiseerde EER's en eerdere EER's vloeien ook voort uit het feit dat alle handelsgewichten – met inbegrip van die voor de verwerkende industrie – zijn geactualiseerd zodat rekening kan worden gehouden met herzieningen van gegevens en methodologische verbeteringen.

Grafiek D

De ontwikkeling van de nominale EER van de euro op basis van eerdere en geactualiseerde gewichten

(mutaties in procenten; 31 augustus 2020 ten opzichte van 2 januari 2017)



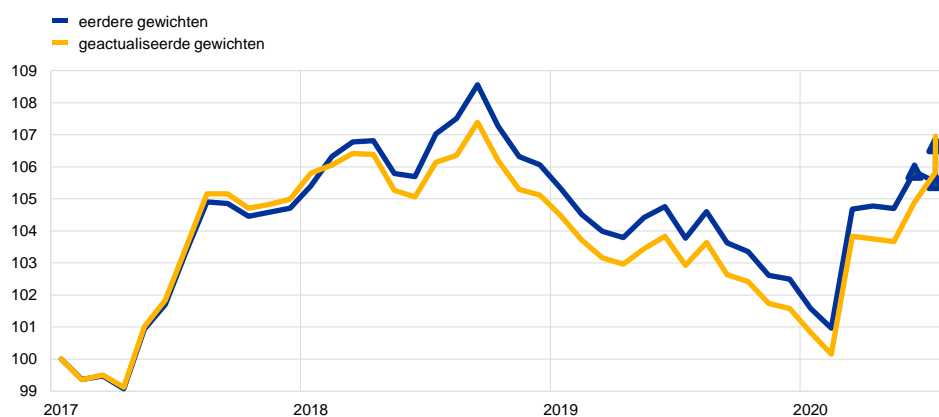
Bron: ECB.

Toelichting: De landengroepen zijn zoals gedefinieerd in de toelichting bij Grafiek A. De reeks "geactualiseerde gewichten" verwijst naar de EER-42, die betrekking heeft op 42 landen en handelsgewichten waarin de productenhandel en dienstenhandel zijn gecombineerd, terwijl de reeks "eerdere gewichten" verwijst naar de EER-38 op basis van het oude wegingsschema voor de verwerkende industrie (d.w.z. exclusief dienstenhandel en met betrekking tot slechts 38 handelspartners), die per juni 2020 is beëindigd.

Grafiek E

De ontwikkeling van de reële EER van de euro gedefleerd met de consumptieprijsindex op basis van eerdere en geactualiseerde gewichten

(index; aangepaste basis januari 2017 = 100)



Bron: ECB.

Toelichting: De reeks "geactualiseerde gewichten" verwijst naar de EER-42, die betrekking heeft op 42 landen en handelsgewichten waarin de productenhandel en dienstenhandel zijn gecombineerd, terwijl de reeks "eerdere gewichten" verwijst naar de EER-38 op basis van het oude wegingsschema voor de verwerkende industrie (d.w.z. exclusief dienstenhandel en met betrekking op slechts 38 handelspartners), die per juni 2020 is beëindigd. Waarnemingen voor de periode juni tot en met augustus 2020 (zoals aangegeven door de driehoeken) zijn mechanische actualiseringen van de beëindigde reeks.

3 Liquiditeitsverhoudingen en monetairbeleidstransacties tussen 6 mei en 21 juli 2020

Door Simon Forsyth en Christian Lizarazo

Dit Kader geeft een overzicht van de monetairbeleidstransacties van de ECB en liquiditeitsontwikkelingen in de derde en vierde reserveaanhoudingsperiode van 2020, die duurden van 6 mei tot en met 21 juli 2020. In deze periode is de marktvolatiliteit die het gevolg was van de coronacrisis (COVID-19) afgenomen. Dit werd mede mogelijk gemaakt door de uitvoering van maatregelen die waren aangekondigd door centrale banken, waaronder de Europese Centrale Bank (ECB), en door de begrotingssteun die door overheden en EU-autoriteiten is verleend.

De hoeveelheid centralebankliquiditeit in het bankwezen bleef in de derde en vierde aanhoudingsperiode van 2020 toenemen. Dit was grotendeels het gevolg van de afwikkeling van de gerichte langetermijnherfinancieringstransacties (TLTRO III) en de aankopen van activa in het kader van het programma voor de aankoop van activa (APP) en het pandemie-noodaankoopprogramma (PEPP). De Raad van Bestuur van de ECB heeft op 4 juni besloten om het bedrag voor steunaankopen in het kader van het PEPP met € 600 miljard te verhogen tot € 1.350 miljard en de looptijd voor aankopen te verlengen tot ten minste eind juni 2021. Daarnaast is besloten de aflossingen op effecten die zijn gekocht in het kader van het PEPP tot ten minste eind 2022 te herinvesteren.

Naar aanleiding van de COVID-19-crisis heeft de Raad van Bestuur ook besloten om een nieuwe repofaciliteit vanuit het Eurosysteem op te zetten voor centrale banken buiten het eurogebied (Eurosystem repo facility for non-euro area central banks – EUREP). Deze voorzorgsfaciliteit zal euro-repolijnen verstrekken aan centrale banken buiten het eurogebied, zodat wordt voorzien in eventuele behoefte aan euroliquiditeit in geval van niet-functionerende markten als gevolg van de COVID-19-schok die een negatieve invloed zou kunnen hebben op de soepele doorwerking van het monetaire beleid van de ECB. In het kader van EUREP zal het Eurosysteem aan een groot aantal centrale banken buiten het eurogebied tegen toereikend onderpand euroliquiditeit verschaffen, bestaande uit in euro luidende verhandelbare schuldbewijzen uitgegeven door centrale overheden van het eurogebied en supranationale instellingen. Daarmee vormt EUREP een aanvulling op de bilaterale swap- en repolijnen van de ECB die euroliquiditeit verschaffen aan centrale banken buiten het eurogebied. Tijdens de verslagperiode zijn nieuwe bilaterale repolijnen met Roemenië, Servië en Albanië aangekondigd.

Liquiditeitsbehoefte

Tijdens de verslagperiode bedroeg de gemiddelde dagelijkse liquiditeitsbehoefte van het bankwezen (gedefinieerd als de som van netto autonome factoren en reserveverplichtingen) € 1.934,7 miljard. Dit was € 321,3 miljard hoger dan in de vorige verslagperiode, die de eerste twee aanhoudingsperiodes van 2020 omvatte (zie het onderdeel “Overige liquiditeitsgegevens” van tabel A). De netto autonome factoren zijn met € 316,6 miljard gestegen naar € 1.794,3 miljard, terwijl de minimumreserveverplichtingen met € 4,7 miljard zijn gestegen naar € 140,4 miljard.

Overheidsdeposito’s waren veruit de belangrijkste autonome factor die tijdens de verslagperiode liquiditeit onttrok. De liquiditeitsverkrapping als gevolg van overheidsdeposito’s nam gemiddeld met € 261,5 miljard toe tot € 583 miljard. De door overheden in het eurogebied aangehouden deposito’s stonden op recordhoogte en waren tijdens de verslagperiode goed voor gemiddeld ruim 9% van de balans van het Eurosysteem, vergeleken met minder dan 6% tijdens de voorgaande verslagperiode. Deze groei van de overheidsdeposito’s, die ruim hoger was dan de trend, was waarschijnlijk het gevolg van begrotingsmaatregelen, of de voorbereiding daarop, die de regeringen van het eurogebied hebben genomen om de COVID-19-crisis aan te pakken. Naast de overheidsdeposito’s droegen bankbiljetten en andere autonome factoren respectievelijk € 58,1 miljard en € 19,5 miljard bij aan een extra totale liquiditeitsonttrekking van € 77,6 miljard ten opzichte van de voorgaande verslagperiode. Autonome factoren die liquiditeit verstrekten, voegden in vergelijking met de voorgaande verslagperiode € 22,6 miljard aan liquiditeit toe, waardoor het bovengenoemde liquiditeitsverkrappende effect slechts gedeeltelijk werd gecompenseerd. Specifiek daalden de in euro luidende nettoactiva met € 37,9 miljard, terwijl de netto buitenlandse activa met € 60,5 miljard toenamen ten opzichte van de voorgaande verslagperiode (zie het onderdeel “Activa” van Tabel A).

Over het geheel genomen overtrof de verschaffing aan totale liquiditeit via monetairbeleidstransacties in de verslagperiode ruimschoots de liquiditeitsonttrekking die het gevolg was van netto autonome factoren.

Tabel A

Liquiditeitsverhoudingen Eurostysteem

Passief

(gemiddelden; EUR miljard)

	Huidige verslagperiode: 6 mei 2020 tot en met 21 juli 2020			Vorige verslagperiode: 29 januari 2020 tot en met 5 mei 2020
	Derde en vierde aanhoudings- periode	Derde aanhoudings- periode: 6 mei tot en met 9 juni	Vierde aanhoudings- periode: 10 juni tot en met 21 juli	Eerste en tweede aanhoudings- periode
Autonome liquiditeitsfactoren	2.849,3 (+339,1)	2.741,3 (+142,5)	2.939,4 (+198,1)	2.510,3 (+130,0)
Bankbiljetten in omloop	1.357,6 (+58,1)	1.347,9 (+26,1)	1.365,7 (+17,7)	1.299,5 (+27,7)
Overheidsdeposito's	583,0 (+261,5)	477,1 (+102,7)	671,2 (+194,2)	321,5 (+101,7)
Overige autonome factoren ¹	908,8 (+19,5)	916,3 (+13,8)	902,5 (-13,8)	889,3 (+0,6)
Rekeningen-courant boven minimumreserveverplichtingen	2.033,1 (+437,5)	1.827,1 (+142,6)	2.204,7 (+377,6)	1.595,6 (+85,5)
Minimumreserveverplichtingen²	140,4 (+4,7)	139,4 (+3,7)	141,2 (+1,8)	135,7 (+1,4)
Depositofaciliteit	330,5 (+72,3)	299,9 (+28,2)	356,0 (+56,0)	258,2 (+1,8)
Liquiditeitsverkrappende 'fine-tuning'-transacties	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)

Bron: ECB.

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

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

2) De minimumreserveverplichtingen zijn een pro-memoriepost die niet in de balans van het Eurostysteem voorkomt. Deze post wordt bij de berekening van de totale verplichtingen dan ook buiten beschouwing gelaten.

Actief

(gemiddelden; EUR miljard)

	Huidige verslagperiode: 6 mei 2020 tot en met 21 juli 2020						Vorige verslagperiode: 29 januari 2020 tot en met 5 mei 2020	
	Derde en vierde aanhoudings- periode		Derde aanhoudings- periode: 6 mei tot en met 9 juni		Vierde aanhoudings- periode: 10 juni tot en met 21 juli		Eerste en tweede aanhoudings- periode	
Autonome liquiditeitsfactoren	1.055,4	(+22,6)	1.036,7	(-3,8)	1.071,0	(+34,3)	1.032,8	(+23,7)
Netto buitenlandse activa	907,3	(+60,5)	950,4	(+24,1)	871,3	(-79,1)	846,7	(+75,6)
In euro's luidende nettoactiva	148,2	(-37,9)	86,3	(-27,9)	199,7	(+113,5)	186,1	(-52,0)
Monetairbeleidsinstrumenten	4.291,9	(+824,7)	3.971,0	(+320,5)	4.559,3	(+588,3)	3.467,2	(+195,0)
Openmarkttransacties	4.291,9	(+824,7)	3.971,0	(+320,5)	4.559,3	(+588,3)	3.467,2	(+195,0)
Tendertransacties	1.206,1	(+464,3)	984,1	(+117,8)	1.391,1	(+407,0)	741,8	(+97,7)
MRO's	0,6	(-0,4)	0,3	(-0,2)	0,8	(+0,5)	1,0	(-1,3)
Driemaands LTRO's	2,2	(-0,9)	2,0	(-0,2)	2,3	(+0,3)	3,1	(-0,3)
TLTRO-II-transacties	282,8	(-188,3)	418,1	(-13,2)	170,0	(-248,2)	471,1	(-118,8)
TLTRO-III-transacties	691,9	(+541,5)	216,1	(+16,4)	1.088,4	(+872,3)	150,4	(+101,9)
LTRO-overbruggingstransacties	228,6	(+112,4)	347,5	(+115,1)	129,6	(-217,9)	116,2	(+116,2)
Rechtstreeks effectenverkeer	3.085,8	(+360,4)	2.986,9	(+202,7)	3.168,2	(+181,3)	2.725,4	(+97,3)
Eerste programma voor de aankoop van gedekte obligaties	0,6	(-0,5)	0,7	(-0,1)	0,5	(-0,2)	1,1	(-0,9)
Tweede programma voor de aankoop van gedekte obligaties	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,0)
Derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties	282,3	(+9,3)	280,7	(+4,5)	283,7	(+3,1)	273,0	(+9,2)
Programma voor de effectenmarkten	36,7	(-5,5)	38,5	(-2,0)	35,1	(-3,4)	42,2	(-5,6)
Programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa	30,8	(+0,9)	30,9	(-0,3)	30,7	(-0,2)	29,9	(+1,7)
Aankoopprogramma voor staatsobligaties	2.230,2	(+79,4)	2.212,9	(+38,0)	2.244,5	(+31,6)	2.150,7	(+50,8)
Aankoopprogramma voor bedrijfsobligaties	217,0	(+18,0)	212,4	(+8,0)	220,9	(+8,5)	199,0	(+15,6)
Pandemie-noodaankoopprogramma	285,3	(+258,7)	207,9	(+154,7)	349,8	(+141,9)	26,6	(+26,6)
Marginale beleningsfaciliteit	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Bron: ECB.

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

Overige liquiditeitsgegevens

(gemiddelden; EUR miljard)

	Huidige verslagperiode: 6 mei 2020 tot en met 21 juli 2020						Vorige verslagperiode: 29 januari 2020 tot en met 5 mei 2020	
	Derde en vierde aanhoudingsperiode		Derde aanhoudingsperiode: 6 mei tot en met 9 juni		Vierde aanhoudingsperiode: 10 juni tot en met 21 juli		Eerste en tweede aanhoudingsperiode	
Totale liquiditeitsbehoefte ¹	1.934,7	(+321,3)	1.844,4	(+150,2)	2.009,9	(+165,5)	1.613,4	(+107,7)
Netto autonome factoren ²	1.794,3	(+316,6)	1.705,0	(+146,5)	1.868,8	(+163,7)	1.477,8	(+106,3)
Overliquiditeit ³	2.363,6	(+509,8)	2.127,1	(+170,8)	2.560,7	(+433,6)	1.853,8	(+87,3)

Bron: ECB.

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

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

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

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

Renteontwikkelingen

(gemiddelden; procenten)

	Huidige verslagperiode: 6 mei 2020 tot en met 21 juli 2020						Vorige verslagperiode: 29 januari 2020 tot en met 5 mei 2020	
	Derde en vierde aanhoudingsperiode		Derde aanhoudingsperiode: 6 mei tot en met 9 juni		Vierde aanhoudingsperiode: 10 juni tot en met 21 juli		Eerste en tweede aanhoudingsperiode	
MRO	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Marginale beleningsfaciliteit	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Depositofaciliteit	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
EONIA ¹	-0,460	(-0,01)	-0,457	(-0,01)	-0,463	(-0,01)	-0,451	(+0,00)
€STR	-0,546	(-0,01)	-0,542	(+0,00)	-0,548	(-0,01)	-0,536	(+0,00)

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

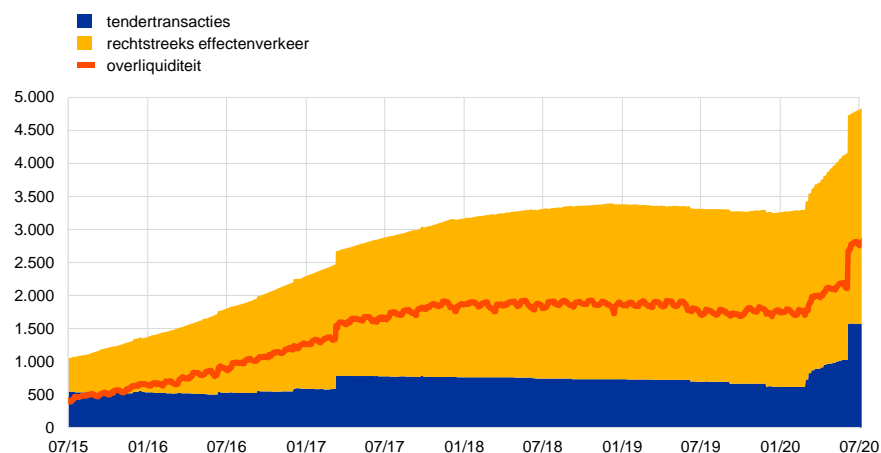
Liquiditeitsverschaffing door monetairbeleidsinstrumenten

Het gemiddelde bedrag van de liquiditeit die werd verschaft via openmarkttransacties steeg met € 824,7 miljard naar € 4.291,9 miljard (zie Grafiek A). Ruim de helft (56%) van de stijging van de liquiditeit verschaft door middel van monetairbeleidsinstrumenten werd geïnjecteerd door middel van krediettransacties; de resterende 44% werd geïnjecteerd middels rechtstreekse activa-aankopen. TLTRO III en het PEPP droegen via monetairbeleidsinstrumenten het grootste bedrag aan liquiditeit bij, respectievelijk € 541,5 miljard en € 258,7 miljard.

Grafiek A

Ontwikkeling liquiditeit die werd verschaft via openmarkttransacties en overliquiditeit

(EUR miljard)



Bron: ECB.

Toelichting: De meest recente waarneming betreft 21 juli 2020.

Het gemiddelde bedrag van de via tendertransacties verstrekte liquiditeit steeg in deze verslagperiode met € 464,3 miljard, wat grotendeels is toe te schrijven aan de afwikkeling van de vierde transactie in de TLTRO III-reeks (TLTRO III.4) in juni 2020. De gemiddelde stijging van € 541,5 miljard die via TLTRO III.4 werd

verstrekkt werd gedeeltelijk gecompenseerd door aflopen en/of vrijwillige aflossingen in het kader van het TLTRO II-programma, wat neerkomt op een verschuiving van tegenpartijen naar de economisch aantrekkelijkere TLTRO III.4. Gemiddeld bedroegen de aflopen en aflossingen in het kader van het TLTRO II-programma € -188,3 miljard. Naast de TLTRO II- en TLTRO III-programma's waren de nieuw geïntroduceerde langerlopende herfinancieringstransacties een bijkomend belangrijk instrument, dat in vergelijking met de vorige verslagperiode gemiddeld € 112,4 miljard aan liquiditeit toevoegde. Deze langerlopende herfinancieringstransacties zijn op 12 maart 2020 ingevoerd als overgangsinstrument om onmiddellijke toegang tot financiering tegen bijzonder gunstige voorwaarden te bieden en tegelijkertijd een soepeler doorrollen van middelen naar TLTRO III mogelijk te maken. De nieuw geïntroduceerde langerlopende herfinancieringstransacties liepen af vóór het einde van de verslagperiode op 24 juni 2020. Tijdens de verslagperiode heeft de ECB ook de eerste twee van zeven nieuwe langerlopende noodherfinancieringstransacties voor de pandemie (pandemic emergency longer-term refinancing operations – PELTRO's) uitgevoerd die in april 2020 waren aangekondigd. Deze transacties beogen de soepele werking van de geldmarkten te ondersteunen door te voorzien in een effectieve achtervang voor geldmarktrentes. Deze PELTRO's voegden een gemiddeld liquiditeitsbedrag van € 8,2 miljard toe. De basisherfinancieringstransactie en de driemaands langerlopende herfinancieringstransacties speelden slechts een marginale rol, met een gemiddelde geaggregeerde daling van € 1,3 miljard ten opzichte van de voorgaande verslagperiode.

Tegelijkertijd nam het rechtstreekse effectenverkeer met € 360,4 miljard toe tot € 3.085,8 miljard als gevolg van de voortzetting van de netto-aankopen in het kader van het APP en het PEPP. De gemiddelde aanhoudingen in het PEPP bedroegen € 285,3 miljard, wat neerkomt op een stijging van € 258,7 miljard ten opzichte van de voorgaande verslagperiode. De aankopen in het kader van het PEPP vertegenwoordigden veruit de grootste stijging in alle programma's voor activa-aankoop, gevolgd door het aankoopprogramma voor staatsobligaties (public sector purchase programme – PSPP) en het aankoopprogramma voor bedrijfsobligaties (corporate sector purchase programme – CSPP), die een gemiddelde stijging vertoonden van respectievelijk € 79,4 miljard (naar € 2.230,2 miljard) en € 18,0 miljard (naar € 217,0 miljard).

Overliquiditeit

De gemiddelde overliquiditeit is met € 509,8 miljard gestegen naar €2.363,6 miljard (zie Grafiek A). De deposito's van banken bij het Eurosysteem stegen met € 437,5 miljard naar € 2.033,1 miljard boven de minimumreserveverplichtingen op rekeningen-courant, en met € 72,3 miljard naar € 330,5 miljard in de depositofaciliteit. De gedeeltelijke vrijstelling van overliquiditeit van een negatieve vergoeding tegen de depositorente is alleen van toepassing op saldi in rekeningen-courant. Banken hebben daardoor een economische prikkel om reserves op de rekening-courant aan te houden in plaats van in de depositofaciliteit.

Renteontwikkelingen

De €STR daalde in de verslagperiode met 0,9 basispunten ten opzichte van de voorgaande verslagperiode, als gevolg van de toenemende overliquiditeit. De €STR stond tijdens de verslagperiode gemiddeld op -54,5 basispunten, tegenover een gemiddelde van -53,6 tijdens de vorige verslagperiode. De EONIA, die sinds oktober 2019 wordt berekend als de €STR plus een vast ecart van 8,5 basispunten, bewoog parallel aan de €STR. De beleidsrentes van de ECB, waaronder de tarieven op de depositofaciliteit, de basisherfinancieringstransactie en de marginale beleningsfaciliteit, zijn tijdens de verslagperiode ongewijzigd gelaten.

4 De impact van de recente forse toename van de onzekerheid op de economische activiteit in het eurogebied

Door Arne Gieseck en Svetlana Rujin

De COVID-19-pandemie heeft gezorgd voor een ongekende toename van de onzekerheid. Er heerst grote onzekerheid over alle aspecten van de pandemie: de besmettelijkheid en dodelijkheid van het virus; het vermogen van de gezondheidszorgstelsels om zich aan te passen aan de plotseling toenemende vraag en om een medische oplossing te ontwikkelen; de duur en de doeltreffendheid van de inperkingsmaatregelen (bijvoorbeeld lockdowns en social distancing) en de impact ervan op de economische activiteit en de werkgelegenheid; het tempo waarin de situatie zich zal herstellen zodra de inperkingsmaatregelen worden versoepeld; en de mate waarin de pandemie een blijvend effect zal hebben op de consumptie, de investeringen en het groeipotentieel.

In dit Kader wordt aangetoond hoe de onzekerheid in het eurogebied is geëvolueerd en welke impact deze vermoedelijk zal hebben op de reële economische activiteit. Omdat onzekerheid niet direct waarneembaar is, zijn er in de literatuur een aantal proxy's voorgesteld en toegepast.²⁸ Uit dit Kader blijkt op welke manier de geselecteerde onzekerheidsmaatstaven de afgelopen paar maanden zijn geëvolueerd. De in een maatstaf van macro-economische onzekerheid vervatte informatie wordt gebruikt om na te gaan wat de impact ervan is op de economische activiteit. Een en ander gebeurt op basis van een Bayesiaans vectorautoregressief model (BVAR-model) aan de hand waarvan kan worden geraamd wat het dynamisch effect is van een onzekerheidsschok op de beschouwde variabele.

De geselecteerde maatstaven bevestigen dat de onzekerheid fors toeneemt in samenhang met de verspreiding van COVID-19 in het eurogebied. Uit Grafiek A blijkt hoe vier geselecteerde onzekerheidsmaatstaven de afgelopen dertien jaar in het eurogebied zijn geëvolueerd. De analyse omvat twee maatstaven van macro-economische en financiële onzekerheid. Ze zijn gebaseerd op de moeilijkheid om toekomstige economische resultaten te voorspellen, die wordt bepaald door de toename van de projectiefouten voor een hele reeks conjuncturele en financiële variabelen.²⁹ Daarnaast bevat de analyse een algemeen gebruikte proxy voor de voorspellingsonzekerheid, gemeten op basis van de onenigheid tussen professionele voorspellers³⁰, en een maatstaf van de onzekerheid over het economisch beleid die gebaseerd is op de berichtgeving in de kranten³¹. Uit de grafiek blijkt dat de macro-economische onzekerheid, de onenigheid over de prognoses en de

²⁸ Voor een overzicht, zie het artikel "[The impact of uncertainty on activity in the euro area](#)", *Economisch Bulletin*, Nummer 8, ECB, 2016.

²⁹ Zie Jurado, K., Ludvigson, S.C. en Ng, S., "Measuring Uncertainty", *American Economic Review*, Vol. 105, nr. 3, 2015, pp. 1177-1216.

³⁰ Zie, bijvoorbeeld, Zarnowitz, V. en Lambros, L.A., "Consensus and Uncertainty in Economic Prediction", *Journal of Political Economy*, Vol. 95, nr. 3, 1987, pp. 591-621.

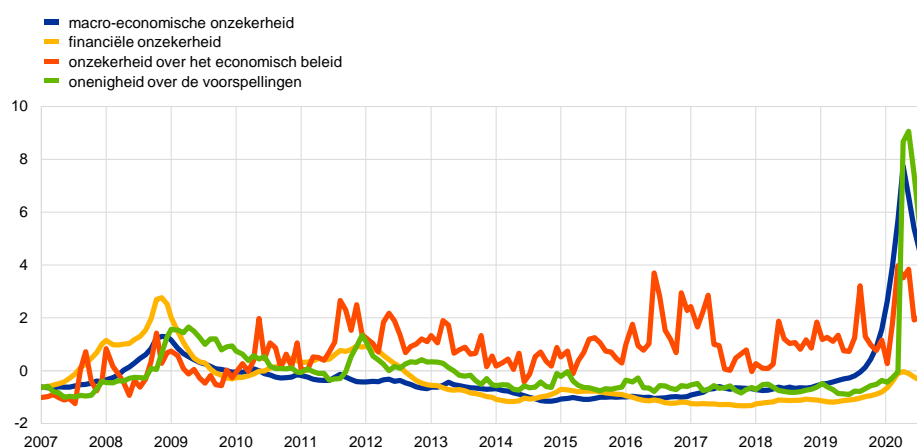
³¹ Zie Baker, S.R., Bloom, N. en Davis, S.J., "Measuring Economic Policy Uncertainty", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131, nr. 4, 2016, pp. 1593-1636; en het Kader "[Sources of economic policy uncertainty in the euro area: a machine learning approach](#)", *Economic Bulletin*, nr. 5, ECB, 2019.

onzekerheid over het economisch beleid sinds begin 2020 gestegen zijn tot historisch hoge niveaus, terwijl de financiële onzekerheid minder sterk is toegenomen. Terwijl de stijging van de financiële onzekerheid wellicht exogeen van aard is, is de veeleer forse toename van de eerder vermelde groep onzekerheidsmaatstaven vermoedelijk voor een deel een endogene reactie van die maatstaven op conjunctuurschommelingen.³² In de huidige context heeft het opleggen van lockdownmaatregelen gezorgd voor moeilijk te voorspellen wijzigingen in de macro-economische variabelen, wat ten minste voor een deel de stijging van die onzekerheidsmaatstaven verklaart. Dit alles lijkt erop te wijzen dat de vastgestelde toename van de onzekerheid grotendeels zou kunnen worden toegeschreven aan de uitbraak van COVID-19, de pandemie die in februari 2020 het eurogebied begon te treffen.

Grafiek A

Onzekerheidsmaatstaven in het eurogebied

(standaardafwijking ten opzichte van het gemiddelde)



Bronnen: Eurostat, Haver en berekeningen door medewerkers van de ECB.

Toelichting: Alle onzekerheidsmaatstaven zijn gestandaardiseerd naar een gemiddelde van 0 en een standaardafwijking van 1 over de volledige periode vanaf juni 1991. Een waarde 2 betekent dat de onzekerheidsmaatstaf twee standaardafwijkingen hoger ligt dan zijn historisch gemiddelde. De laatste waarnemingen dateren van augustus 2020.

De toegenomen onzekerheid zal de economische activiteit wellicht via een aantal kanalen temperen.³³ Het terugdraaien van investerings- en

werkgelegenheidsbeslissingen kan duur uitvallen. Dergelijke beslissingen kunnen zelfs onomkeerbaar zijn. Daarom kan een bedrijf er, om te beginnen, voor kiezen om een beslissing uit te stellen tot wanneer er meer informatie beschikbaar is of tot wanneer de economische vooruitzichten minder onzeker zijn. Ten tweede kan grote onzekerheid de activiteit drukken via stijgende risicopremies en oplopende kosten van schuldfinanciering, aangezien een verminderde voorspelbaarheid over het algemeen gepaard gaat met een grotere risicoaversie. Ten derde zou grote onzekerheid er kunnen voor zorgen dat huishoudens méér aan voorzorgssparen gaan doen, wat de huidige particuliere consumptie zou drukken en de bbp-groei verder zou afremmen. Ten vierde zouden periodes van zeer grote onzekerheid het gedrag van huishoudens en bedrijven permanent kunnen wijzigen, vooral indien ze frequent voorkomen. Ten

³² Zie Ludvigson, S.C., Ma, S. en Ng, S., "Uncertainty and Business Cycles: Exogenous Impulse or Endogenous Response?", *American Economic Journal: Macroeconomics*, verschijnt binnenkort.

³³ Voor een overzicht, zie Bloom, N., "Fluctuations in Uncertainty", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 28, nr. 2, 2014, pp. 153-176.

slotte, en rekening houdend met de hierboven vermelde kanalen, zou grote onzekerheid een economie minder gevoelig kunnen maken voor monetaire en budgettaire beleidsacties; in geval van grote onzekerheid, kan het economisch beleid terzelfder tijd bijzonder effectief blijken door de onzekerheid te doen afnemen aan de hand van verscheidene van de hierboven vermelde kanalen.

Modelgebaseerde analyse toont dat onzekerheidsschokken een grote impact hebben op de reële economische activiteit in het eurogebied. Het BVAR-model bevat een reeks monetaire, reële en nominale variabelen, de olieprijs en een vertrouwensindicator.³⁴ De hierboven besproken maatstaf van de macro-economische onzekerheid wordt gebruikt als een proxy voor de onzekerheid in het eurogebied. Het is opgenomen als de eerste – en meeste exogene – variabele in het model, wat impliceert dat de geraamde impact kan worden beschouwd als de bovenkant van het mogelijke bereik.³⁵ Het model wordt over de periode die loopt van het tweede kwartaal van 1991 tot het tweede kwartaal van 2020 geraamd op basis van kwartaalgegevens, met vier vertragingen.³⁶ Het model wordt vervolgens gebruikt om de dynamische effecten te simuleren die een onzekerheidsschok heeft op de economie van het eurogebied.³⁷

Een ongunstige macro-economische onzekerheidsschok sorteert op korte termijn een sterk negatief effect op het reëel bbp in het eurogebied (zie Grafiek B). Na een toename van de macro-economische onzekerheid met één standaardafwijking, wordt de reële bbp-groei gedurende vier kwartalen negatief beïnvloed. De zwaarste impact doet zich voor tijdens het eerste en het tweede kwartaal na de schok, wanneer de vertraging van de reële bbp-groei in ieder kwartaal 0,1 procentpunt bedraagt. De gecumuleerde impact op het niveau van het reële bbp één jaar na de schok, wordt op om en nabij 0,4% geraamd. Daarna neemt de impact af. De reële investeringen in vaste activa zullen naar verwachting veel heftiger reageren op een toename van de onzekerheid (een daling met ongeveer 0,7% zes kwartalen na de schok) dan het reële bbp, terwijl de reële particuliere consumptie minder zwaar getroffen wordt dan het bbp (een daling met 0,2% één jaar na de schok). In de context van het model veroorzaakt een onzekerheidsschok een onmiddellijke en aanzienlijke daling van het economisch sentiment en heeft deze een blijvend effect op de werkgelegenheid, die na twee jaar met ongeveer 0,2% zou dalen.³⁸

³⁴ Het BVAR-model bevat 11 variabelen in deze volgorde: (1) de proxy van de macro-economische onzekerheid, (2) de EURO STOXX 50 index, (3) de Europese indicator van het economisch sentiment, (4) de USD/EUR wisselkoers, (5) de lange rente, (6) de olieprijs in EUR/vat, (7) de bbp-deflator, (8) totale werkgelegenheid, (9) de reële particuliere consumptie, (10) de reële totale investeringen in vaste activa, en (11) het reële bbp. Deze volgorde is gebaseerd op de aanname dat de financiële markten en de monetaire variabelen snel evolueren, terwijl de reële macro-economische aggregaten verhoudingsgewijs langzamer evolueren.

³⁵ Een robuustheidsanalyse waarin de onzekerheid op de laatste plaats komt, en dus de meest endogene variabele is, bevestigt in grote lijnen de hieronder toegelichte resultaten.

³⁶ De in deze analyse toegepaste BVAR-methodologie volgt Lenza, M. en Primiceri, G.E., "How to estimate a VAR after March 2020", *Working Paper Series*, nr. 2461, ECB, augustus 2020. Op de variantie-covariantiematrix van de residuen wordt een Cholesky-decompositie toegepast om orthogonale schokken te extraheren.

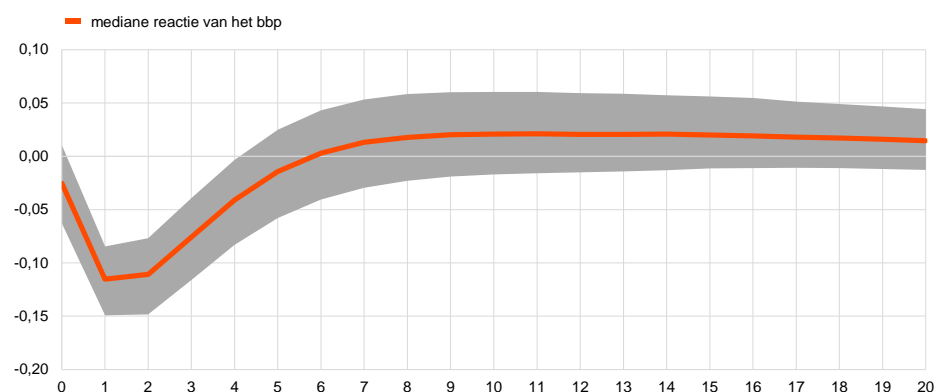
³⁷ De ongunstige macro-economische onzekerheidsschok stemt overeen met een toename van de respectieve schokreeksen van één standaardafwijking.

³⁸ De impulsreactiefuncties tonen aan dat een toename van de financiële onzekerheid (die in het BVAR-model op de eerste plaats komt) een grotendeels vergelijkbare impact heeft op de economische activiteit.

Grafiek B

Reactie van de reële bbp-groei op een macro-economische onzekerheidsschok van één standaardafwijking

(x-as: kwartalen na de onzekerheidsschok; y-as: procentpunten)



Bron: Berekeningen door medewerkers van de ECB.

Toelichting: Impulsreactie van de reële bbp-groei op een macro-economische onzekerheidsschok van één standaardafwijking afgeleid uit de raming van een BVAR met 11 variabelen op basis van kwartaalgegevens tijdens de periode die loopt van het tweede kwartaal van 1991 tot het tweede kwartaal van 2020. De vaste lijn toont de mediane reactie en de grijze band toont de 68% standaardfoutmarges.

De piek in de macro-economische onzekerheid heeft wellicht in hoge mate bijgedragen tot de daling van het reële bbp in het eurogebied tijdens de eerste helft van 2020. De meeste onzekerheidsmaatstaven zijn in die periode zeer sterk gestegen, en de geraamde impulsreactiefuncties wijzen erop dat de zwaarste impact van een onzekerheidsschok zich voordoet kort na de schok en in het eropvolgende kwartaal. Tegen die achtergrond wordt ervan uitgegaan dat de toegenomen onzekerheid ongeveer een vijfde van de activiteitsinkrimping tijdens de eerste helft van 2020 verklaart, met name in het tweede kwartaal, met een bijzonder zware impact op de investeringen in vaste activa.

De verhoogde onzekerheid zal wellicht nog enige tijd aanhouden en zou derhalve de reële bbp-groei in het eurogebied tijdens de komende kwartalen kunnen blijven afremmen. De beschouwde onzekerheidsmaatstaven bleven in juli en augustus 2020 zeer hoog en zullen op korte termijn wellicht hoog blijven, ten minste tot wanneer er een doeltreffende medische oplossing wordt gevonden voor de COVID-19-pandemie. De in Grafiek B getoonde impulsreactiefuncties wijzen er bovendien op dat de onzekerheidsschokken de reële bbp-groei vier kwartalen lang kunnen afremmen. Dit alles impliceert dat, hoewel er wordt van uitgegaan dat de economische activiteit zich de komende kwartalen zal herstellen, de onzekerheid de snelheid en de kracht van de opleving op korte termijn zou kunnen blijven afremmen.

Het voor deze oefening gebruikte BVAR-model wijst erop dat de huidige onzekerheidsschok slechts geleidelijk zal vervagen en het verwachte activiteitsherstel met, gecumuleerd, 5% zou kunnen drukken tot medio 2021.³⁹ Mocht de verhoogde onzekerheid langer duren, dan zou ze ook het groeipotentieel op langere termijn negatief kunnen beïnvloeden.

³⁹ Dit is grotendeels vergelijkbaar met de recente ramingen voor de Verenigde Staten. Zie Baker, S.R., Bloom, N., Davis, S.J. en Terry, S.J., "COVID-Induced Economic Uncertainty", *NBER Working Paper Series*, nr. 26983, National Bureau of Economic Research, 2020.

5 COVID-19 en de toename van het spaargeld van de huishoudens: uit voorzorg of gedwongen?

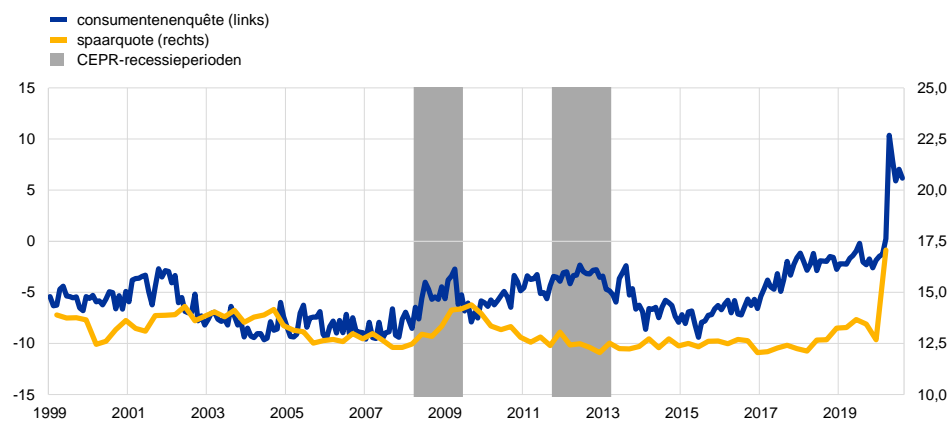
Prepared by Maarten Dossche and Stylianos Zlatanos

De spaarneiging van de huishoudens bereikte een ongekend niveau als reactie op COVID-19. De spaarquote van de huishoudens die wordt afgeleid uit de sectorrekeningen (Grafiek A) laat een sterke stijging zien in het eerste kwartaal van 2020. Aangezien sectorrekeningen op kwartaalbasis met een vertraging van ongeveer drie maanden worden vrijgegeven, is realtime informatie over de spaarquote van de huishoudens meestal schaars. Aan de hand van de consumentenenquête van de Europese Commissie kan echter een kwalitatieve, meer actuele maandelijkse indicator van de spaarneiging worden samengesteld. De indicator wordt berekend als het verschil tussen de antwoorden op de enquêtevraag over de verwachte besparingen van de huishoudens en de antwoorden op de vraag over hun verwachte financiële situatie. De indicator heeft een ongekend niveau bereikt, wat wijst op een sterke stijging van de spaarquote van de huishoudens in het tweede kwartaal van 2020. Dit blijkt ook uit de toename van de bankdeposito's van de huishoudens sinds maart 2020, zoals hierna wordt toegelicht.

Grafiek A

Spaarneiging van de huishoudens

(procentpunten en procenten)



Bronnen: DG-ECFIN, Eurostat en berekeningen van de auteurs.

Toelichting: De grijze staven geven de recessieperioden weer zoals gedefinieerd door het Centre for Economic Policy Research. De meest recente waarneming betreft het eerste kwartaal van 2020 voor de spaarquote van de huishoudens, en augustus 2020 voor de maatstaf op basis van de consumentenenquête. Alle gegevens zijn voor seizoen gecorrigeerd.

De toename van het spaargeld van de huishoudens wordt mogelijk verklaard door twee factoren in het bijzonder.

Om te beginnen hadden de lockdownmaatregelen om het virus in te perken tot gevolg dat huishoudens een groot deel van hun normale uitgavenmand niet konden consumeren, wat leidde tot gedwongen, of anders gezegd, onvrijwillige besparingen.⁴⁰ Ten tweede veroorzaakte de plotselinge uitbraak van de pandemie een forse toename van de onzekerheid over

⁴⁰ Daarbij moet worden opgemerkt dat deze factor, gezien het gevaar op besmetting met COVID-19, ook het effect van vrijwillige beperkingen van de consument op bepaalde soorten uitgaven (bijvoorbeeld restaurantbezoeken en reizen) kan omvatten, ook al waren dergelijke uitgaven niet verboden.

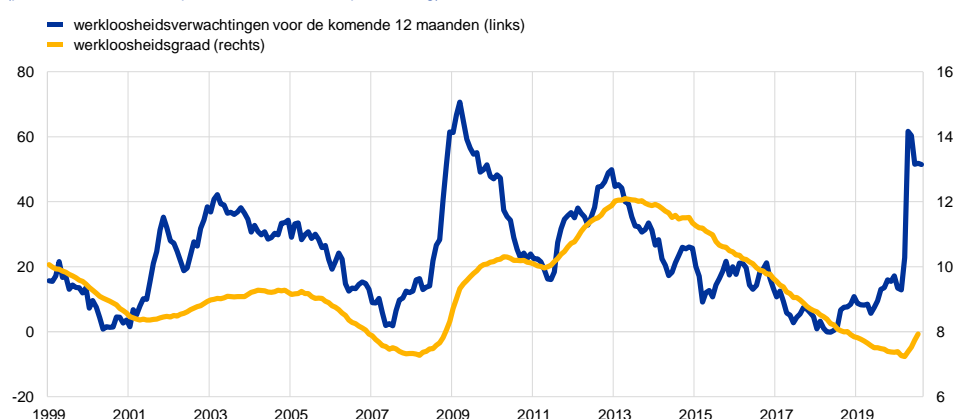
het toekomstige inkomen, en met name over het risico op toekomstige werkloosheid, wat leidde tot voorzorgssparen.⁴¹ De vraag rijst dan ook hoe de bijdrage van beide factoren aan de toename van de besparingen van de huishoudens in de eerste helft van 2020 moet worden gekwantificeerd.

In dit Kader wordt gebruikgemaakt van een eenvoudig panelmodel om de determinanten van de spaarquote te ramen. In navolging van Mody et al. kan een panelmodel voor de spaarquote worden geraamd op basis van gegevens op kwartaalbasis voor de vijf grootste landen van het eurogebied van 2003 tot 2019.⁴² Hoewel dit model de meeste standaardrijfveren van het sparen van huishoudens omvat, wordt in dit Kader gebruikgemaakt van de verwachtingen van huishoudens over toekomstige werkloosheid om het effect van voorzorgssparen in te schatten.⁴³ Dit is in overeenstemming met de bestaande literatuur waarin het werkloosheidsrisico eigen aan ieder huishouden wordt benaderd met de verwachtingen van de huishoudens over de geaggregeerde werkloosheidsgraad (bijvoorbeeld Carroll et al.). Deze keuze is vooral van belang in de huidige situatie waarin, ondanks een piek in de verwachtingen van de huishoudens over de toekomstige werkloosheid (Grafiek B), het werkelijke werkloosheidscijfer tot nu toe erg onbuigzaam is geweest.⁴⁴

Grafiek B

Werkloosheidsgraad en werkloosheidsverwachtingen

(procentueel saldo en in procenten van de beroepsbevolking)



Bronnen: DG-ECFIN en Eurostat.

Toelichting: De meest recente waarneming betreft augustus 2020 voor de werkloosheidsverwachtingen en juli voor het werkloosheidscijfer.

⁴¹ Voor bestaand bewijs van het risico op werkloosheid en voorzorgssparen, zie Campos, R. en Reggjo, I., "Consumption in the shadow of unemployment", *European Economic Review*, Vol. 78, 2015, pp. 39-54, en Ravn, M. en Sterk, V., "Job uncertainty and deep recessions", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 90, 2017, pp. 125-141.

⁴² Zie Mody, A., Ohnsorge, F. en Sandri, D., "Precautionary savings in the Great Recession", *IMF Economic Review*, Vol. 60, 2012, pp. 114-138, en Carroll, C., Slacalek, J. en Sommer, M., "Dissecting Saving Dynamics: Measuring Wealth, Precautionary, and Credit Effects", National Bureau of Economic Research Working Paper No 26131, augustus 2019.

⁴³ In het model is de spaarquote de afhankelijke variabele, met de werkloosheidsverwachtingen van de huishoudens, de verwachte inkomensgroei van de huishoudens, de vertraagde financieelvermogenratio van de huishoudens en de kredietvoorwaarden voor huishoudens als verklarende variabelen. Het verwachte inkomen van de huishoudens wordt benaderd met het gerealiseerde inkomen van het volgende kwartaal.

⁴⁴ Europese Commissie, Europese economische prognose, zomer 2020, Institutional Paper 132, juli 2020.

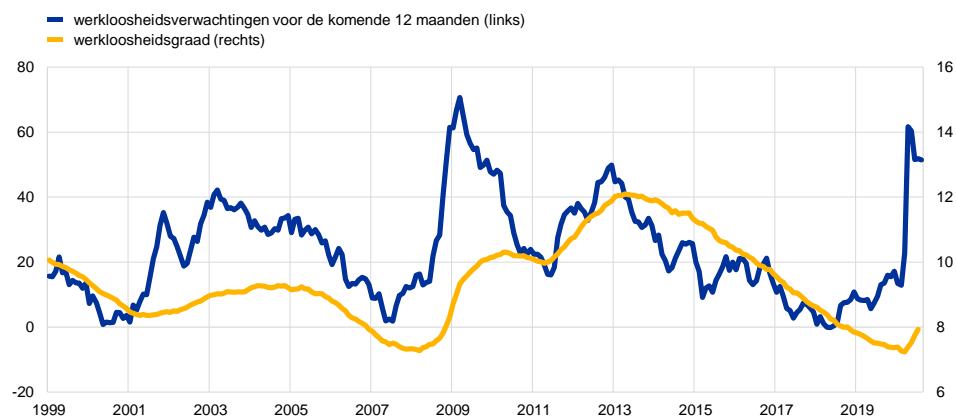
Aan de hand van het geraamde model kan de bijdrage van voorzorgssparen worden berekend. Het verwachte werkloosheidscijfer verklaart een groot deel van de historische variatie in de spaarquote. In perioden van economische neergang zijn voorzorgsmotieven meestal een belangrijke verklarende factor voor de toename van de besparingen door de huishoudens. Aangezien informatie over de verwachtingen van de huishoudens over de toekomstige werkloosheid beschikbaar is tot juni 2020, kunnen we het geschatte model gebruiken om de bijdrage van voorzorgssparen in de eerste helft van 2020 te berekenen.

Gedwongen besparingen lijken de belangrijkste verklarende factor voor de recente piek in de besparingen van de huishoudens. Grafiek C toont hoe de recente stijging van de verwachte werkloosheid heeft geleid tot een aanzienlijke bijdrage van voorzorgssparen aan de toename van de spaarquote in het tweede kwartaal. Hoewel het model de data uit de steekproef van de raming vrij goed volgt, is het niet in staat om het grootste deel van de recente stijging van de spaarquote te verklaren. De onverklaarde restcomponent lijkt grotendeels toe te schrijven aan beperkingen op de consumptie van veel goederen en diensten tijdens perioden van lockdown en geeft bijgevolg een inschatting van de gedwongen besparingen. In de grafiek lijkt de bijdrage van voorzorgssparen zeer klein in vergelijking met de raming van de gedwongen besparingen in het tweede kwartaal. Er moet echter worden opgemerkt dat die bijdrage van voorzorgssparen groot is vanuit historisch perspectief, ook al lijkt ze klein in vergelijking met die van de gedwongen besparingen.

Grafiek C

Bepalende factoren voor de toename van de spaarquote van de huishoudens

(mutatie ten opzichte van 2019-IV, in procentpunten van het besteedbaar inkomen)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de auteurs.

Toelichting: De mutatie in de spaarquote in het eerste kwartaal van 2020 is gebaseerd op officiële statistieken, terwijl de mutatie in het tweede kwartaal van 2020 een interne raming is.

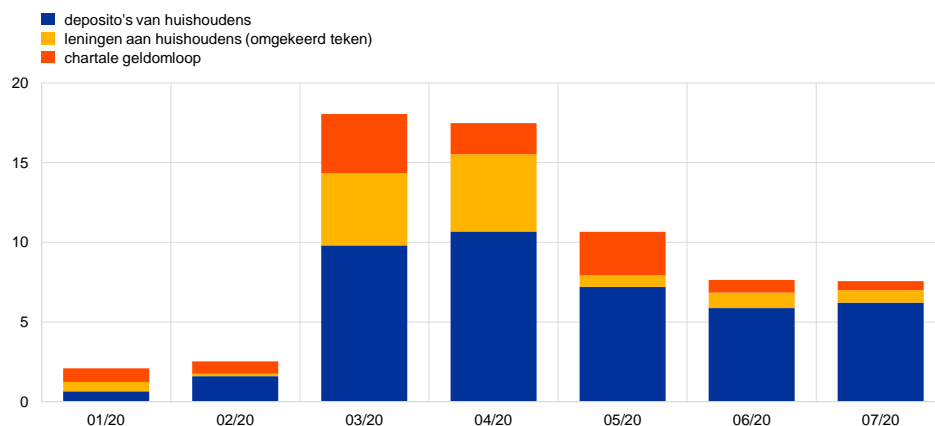
De bankdeposito's van de huishoudens stegen sterk tijdens de lockdownperioden. In overeenstemming met de grote bijdrage van de gedwongen besparingen, wordt de piek in besparingen vooral weerspiegeld in een piek in bankdeposito's, hoewel lagere kredietstromen naar huishoudens in maart en april ook een rol lijken te hebben gespeeld (Grafiek D). In dit verband moet worden opgemerkt dat de daling van de kredietverlening aan huishoudens gedurende die maanden ook kan worden verklaard door de impact van de lockdownmaatregelen.

Consumentenkrediet wordt doorgaans gedreven door consumptie, terwijl lagere hypothecaire stromen problemen bij het uitvoeren van vastgoedaankopen kunnen hebben weerspiegeld.

Grafiek D

Deposito's van huishoudens, leningen en geld in omloop

(mutatie ten opzichte van december 2019, in procentpunten van het besteedbaar inkomen)



Bronnen: Eurostat and ECB.

Toelichting: Leningen aan huishoudens zijn met een omgekeerd teken opgenomen. De bijdrage van de geldstromen moet als een bovengrens worden beschouwd, aangezien een uitsplitsing naar aanhoudende sector niet beschikbaar is. De meest recente waarneming betreft juli 2020.

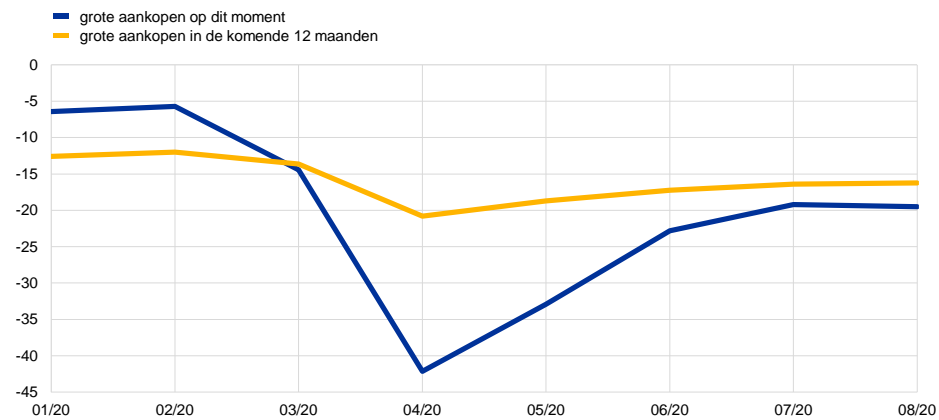
Ondanks het opgebouwde spaargeld heerst er veel onzekerheid over de inhaalvraag op korte termijn.

Inhaalvraag houdt een snelle toename van de vraag naar goederen in, die tijdelijk boven het niveau van voor de neergang uitkomt. Aangezien consumenten tijdens een recessie de neiging hebben aankopen uit te stellen, bouwen ze een uitgestelde vraag op die wordt ontketend wanneer er tekenen van economisch herstel zichtbaar worden. De COVID-19-neergang is evenwel anders, omdat de daling van de uitgaven van de huishoudens gedeeltelijk gedwongen was. Bijna de helft van de inkrimping van de particuliere consumptie weerspiegelt uitgavencomponenten die konden worden uitgesteld (bijvoorbeeld elektronica en auto's). Uit recente gegevens over de detailhandel blijkt inderdaad een sterke opleving in een aantal productcategorieën, die gedeeltelijk het gevolg kan zijn van een inhaaleffect. In dit stadium is het echter moeilijk om het effect te onderscheiden van een zichtbare verschuiving in het consumptiepakket als reactie op COVID-19 (bijvoorbeeld fietsen, kantooruitrusting). Uit de consumentenenquête van de Europese Commissie voor de periode tot augustus (Grafiek E) blijkt dat huishoudens verwachten dat ze in de komende twaalf maanden minder aan grote aankopen zullen uitgeven dan begin 2020, ondanks het spaargeld dat zij hebben opgebouwd. Om die reden zou het kunnen dat de spaarneiging van de huishoudens het komende jaar uit voorzorg op een niveau blijft dat het niveau van voor de COVID-19-crisis overstijgt.

Grafiek E

Grote aankopen

(procentueel saldo)



Bron: DG-ECFIN.

Toelichting: De laatste waarneming betreft augustus 2020.

De rol van indirecte belastingen in de inflatie van het eurogebied en de inflatievooruitzichten

Door Gerrit Koester, Ferdinand Dreher en Aurelian Vlad

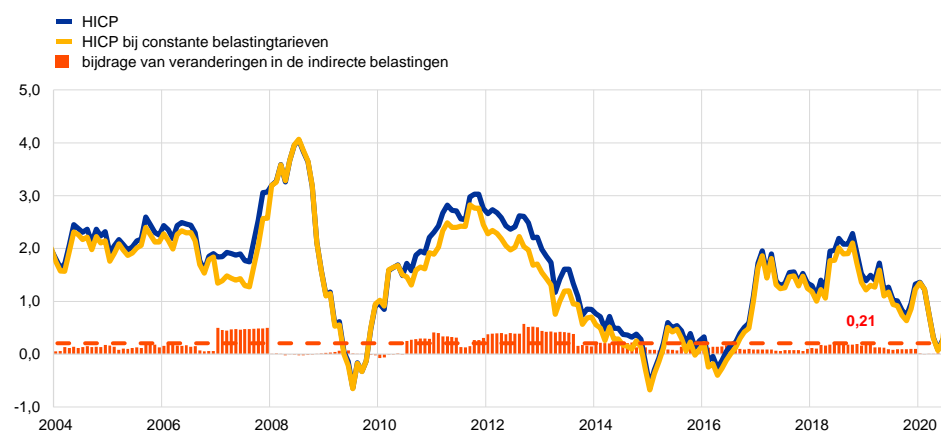
Veranderingen in de tarieven van de indirecte belastingen kunnen een zichtbaar effect hebben op de consumptieprijzen.

De precieze omvang van dit effect is onzeker, aangezien het afhangt van de mate waarin de ondernemingen de belastingverhoging aan de consument kunnen – of willen – doorberekenen. Sinds 2004 stelt Eurostat een HICP-maatstaf tegen constante belastingtarieven samen. Deze maatstaf gaat uit van een volledige en onmiddellijke doorberekening in de consumptieprijzen van veranderingen in de indirecte belastingen en neigt daardoor, over het geheel genomen, de effecten van belastingwijzigingen te overschatten.⁴⁵ Op basis van deze maatstaf bedroeg de bijdrage van veranderingen in de indirecte belastingen aan de HICP-inflatie in het eurogebied gemiddeld 0,2 procentpunt, maar deze was veel groter in perioden waarin de belastingtarieven stegen, zoals in 2007 en tussen 2011 en 2014 (zie Grafiek A).

Grafiek A

HICP en HICP tegen constante belastingtarieven

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De laatste waarneming betreft juli 2020. De stippellijn geeft het sinds 2004 berekende langetermijngemiddelde weer.

De afgelopen twee decennia zijn de indirecte belastingen meestal gestegen. Als reactie op de coronaviruspandemie (COVID-19) daarentegen hebben verschillende landen van het eurogebied hun indirectebelastingtarieven verlaagd, op een in het eurogebied ongekende schaal.

Naast tijdelijke verlagingen van de breed gespreide belasting over de toegevoegde waarde (btw) in Duitsland en Ierland, hebben veel andere landen van het eurogebied onlangs gerichte verlagingen van hun indirecte belastingen ingevoerd (zie Grafiek B).⁴⁶ In de veronderstelling dat

⁴⁵ Zie het Kader "New statistical series measuring the impact of indirect taxes on HICP inflation", *Monthly Bulletin*, ECB, Frankfurt am Main, november 2009.

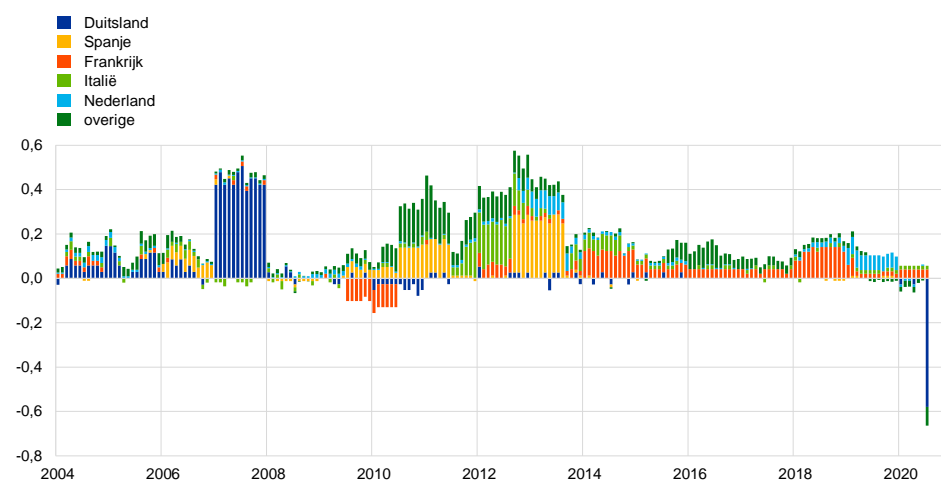
⁴⁶ Deze omvatten een aantal sectoren die bijzonder zwaar getroffen zijn door de pandemie, zoals reisgerelateerde diensten (bijvoorbeeld in België, Griekenland, Cyprus en Oostenrijk) en fitnessabonnementen/sportlessen (Nederland en Portugal), maar ook levensmiddelen en dranken (Duitsland, Italië, Oostenrijk en Slowakije) en medische benodigdheden (België, Griekenland, Frankrijk, Malta, Nederland, Oostenrijk, Portugal en Slowakije).

die volledig en onmiddellijk worden doorberekend, impliceert de HICP tegen constante belastingtarieven van Eurostat dat de btw-verlaging in Duitsland een neerwaartse impact zou hebben op de HICP-inflatie in het eurogebied van ongeveer 0,6 procentpunt in juli 2020. Aangezien de tijdelijke tariefverlaging zal worden toegepast van juli tot december 2020, zou dit kunnen neerkomen op een effect dat ongeveer half zo groot is voor het volledige jaar. De mechanisch berekende neerwaartse invloed op de HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen (HICPX) zou van vergelijkbare omvang zijn en zou met nog eens 0,1 procentpunt stijgen wanneer ook rekening wordt gehouden met het netto-effect van alle andere veranderingen in indirecte belastingen in de landen van het eurogebied.⁴⁷

Grafiek B

Impact op de HICP-inflatie van veranderingen in de indirecte belastingen

(bijdragen in procentpunten op basis van het verschil tussen de HICP en de HICP tegen constante belastingtarieven)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De laatste waarneming betreft juli 2020. De impact van veranderingen in de indirecte belastingen wordt berekend als het verschil tussen de HICP-inflatie en de HICP-inflatie tegen constante belastingtarieven, uitgaande van een volledige en onmiddellijke doorberekening van de indirecte belastingen.

De werkelijke impact van de recente verlagingen van de indirecte belastingen op de inflatie is zeer onzeker.

Ten eerste zijn er historisch weinig voorbeelden van indirectebelastingverlagingen in de landen van het eurogebied die inzicht zouden kunnen bieden in de mate waarin deze zouden worden doorberekend.⁴⁸ Ten tweede kan de abrupte en forse verslechtering van de algemene economische context als gevolg van de COVID-19-pandemie de prijszettings- en winstmargeoverwegingen van ondernemingen anders beïnvloeden dan die van een normale conjunctuurcyclus, en zo een impact hebben op de mate van doorberekening (zie het Kader “De impact van de recente forse toename van de onzekerheid op de economische activiteit in het eurogebied” in dit Economisch Bulletin). Tot slot is het leeuwendeel van de huidige verlaging van de indirecte belastingen het gevolg van de btw-verlaging in Duitsland,

⁴⁷ Wat de grote landen van het eurogebied betreft, worden de verhogingen van de indirecte belastingen op levensmiddelen en energie die Frankrijk en Italië begin 2020 hadden ingevoerd enigszins gecompenseerd door de recente verlagingen van de indirecte belastingen als gevolg van de pandemie. Andere verhogingen van indirecte belastingen waren die op tabak (Estland, Frankrijk, Litouwen, Luxemburg, Nederland en Oostenrijk) en energie (Letland, Litouwen, Luxemburg en Finland).

⁴⁸ Verlagingen van het btw-standaardtarief waren doorgaans kleine verlagingen in Nederland in 1989 en 1992, in Portugal in 1992 en 2008, in Letland in 2012, in Italië in 1980, in Frankrijk in 2000 en in Ierland in 1990, 1991, 2001 en 2010.

die slechts tijdelijk is (en zeer zeldzaam in de landen van het eurogebied), en bijgevolg ongewone anticipatie-effecten kan teweegbrengen. Dit alles wijst erop dat de sterke doorberekening die in de empirische literatuur is te vinden voor permanente verhogingen van de indirectebelastingtarieven niet zomaar kan worden doorgetrokken in vergelijkbaar hoge doorberekeningseffecten voor de huidige tijdelijke tariefverlagingen.⁴⁹ Het Verenigd Koninkrijk voerde een tijdelijke btw-verlaging in voor 13 maanden in de periode 2008-09. De doorberekening werd aanvankelijk geacht volledig te zijn maar, als gevolg van een aantal herzieningen, bleek die uiteindelijk slechts gedeeltelijk.^{50,51}

De doorberekening van de recente verlagingen van de indirecte belastingen zal waarschijnlijk per sector verschillen en over het geheel genomen onvolledig zijn. In het geval van Duitsland kan worden aangenomen dat de doorberekening aanzienlijk is in sommige sectoren, zoals de energiesector of de supermarktdetailhandel. In sectoren met grotere inkomstenverliezen als gevolg van de lockdown of hogere menukosten daarentegen is de doorberekening waarschijnlijk veel kleiner, bijvoorbeeld in de dienstensector of voor kleinhandelaars van duurzame goederen. Bovendien wordt over een aanzienlijk deel van de HICP-mand geen btw gerekend, bijvoorbeeld huur, en wordt dit deel dus niet beïnvloed door de btw-wijziging. Het is daarom waarschijnlijk dat de recente verlagingen van de indirecte belastingen een aanzienlijke impact zullen hebben op de voedingsmiddelen- en energieinflatie, terwijl de impact op de HICP ongerekend energie en voedingsmiddelen minder uitgesproken zal zijn.

De verlagingen van de indirectebelastingtarieven in de eurolanden beïnvloeden het inflatieprofiel voor 2020 en 2021 in de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2020. De HICP ongerekend energie- en voedingsmiddeleninflatie zal naar verwachting blijven stijgen van 0,8% in 2020 tot 0,9% in 2021 en 1,1% in 2022. Wordt de geraamde werkelijke impact van de veranderingen in de indirecte belastingen echter niet meegerekend, dan wordt verwacht dat de HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen zal dalen van 0,9% in 2020 tot 0,8% in 2021⁵² en stijgen tot 1,1% in 2022 (zie Grafiek C).

⁴⁹ In de paper van Benzarti, Y., Carloni, D., Harju, J. en Kosonen, T., "What Goes Up May Not Come Down: Asymmetric Incidence of Value-Added Taxes", *Journal of Political Economy*, te verschijnen, 2020, wordt aangetoond dat de doorberekening van btw-aanpassingen groter is voor btw-verhogingen dan voor btw-verlagingen.

⁵⁰ Empirische bevindingen suggereren dat ondernemingen aanvankelijk het lagere btw-tarief doorberekenen (volledig), maar vervolgens ten minste een deel van de verlaging na ongeveer twee maanden terugdraaien (zie Crossley, T.F., Low, H.W. en Sleeman, C. "Using a Temporary Indirect Tax Cut as a Fiscal Stimulus: evidence from the UK", *IFS Working Paper*, Nr. W14/16, 2014).

⁵¹ Of ondernemingen de verandering van het indirectebelastingtarief doorberekenen door de prijzen voor elk afzonderlijk product op het schap aan te passen of door het aan de kassa door te berekenen, zou geen invloed mogen hebben op het inflatiecijfer wanneer bij de verzameling van de prijsgegevens ook rekening wordt gehouden met de belastingwijzigingen die aan de kassa worden doorberekend, zoals ze bijvoorbeeld in Duitsland doen.

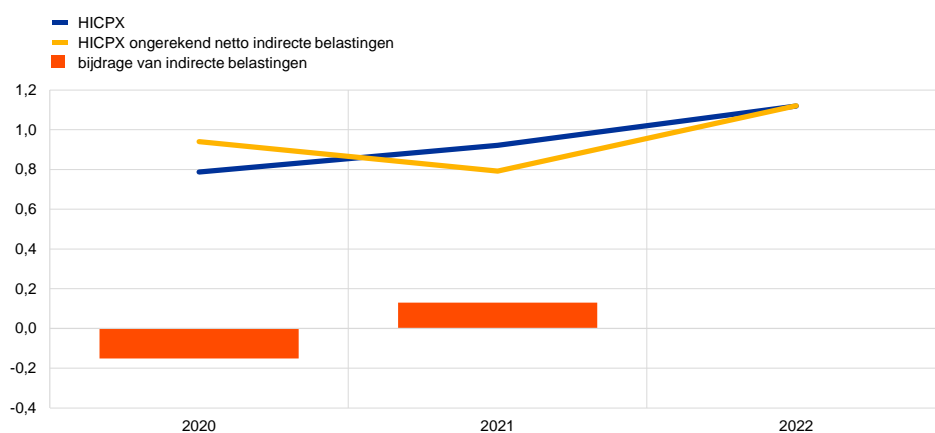
⁵² Het tijdelijke karakter van de btw-verlaging in Duitsland, die zal worden teruggedraaid in 2021, impliceert een opwaartse impact op de HICPX in de tweede helft van 2021, wat het positieve verschil verklaart tussen de HICPX-inflatie en de HICPX ongerekend netto indirecte belastingen.

Hoewel deze prognoses uitgaan van een vrij beperkte doorberekening van de verlagingen van de indirecte belastingen in de inflatie (slechts ongeveer 50%), zijn de effecten groot genoeg om de aanhoudende inflatiestijging tussen 2020-22 om te buigen in een licht V-vormig patroon voor de onderliggende inflatie. Een goed begrip van de impact van indirecte belastingen op het inflatiepatroon en op de inflatieverwachtingen is belangrijk voor de communicatie van het monetair beleid.

Grafiek C

Impact op de HICPX-inflatievooruitzichten van veranderingen in de indirecte belastingen

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat, berekeningen van de ECB, September 2020 Macroeconomic Projection Exercise.

Toelichting: De berekening van de bijdrage van veranderingen in de indirecte belastingen is gebaseerd op ramingen van de werkelijke doorberekening.

Overheidsgaranties voor leningen en bankkrediet in de COVID-19-periode

Door Matteo Falagiarda, Algirdas Prapiestis en Elena Rancoita

Om de toegang tot bankkrediet voor ondernemingen te vrijwaren, hebben de meeste overheden in het eurogebied omvangrijke programma's inzake overheidsgaranties voor leningen opgezet. Sinds maart 2020 is de vraag van ondernemingen naar bankleningen tot een recordniveau gestegen, doordat de bedrijven hebben getracht om de door de schok van de coronapandemie (COVID-19) veroorzaakte liquiditeitstekorten aan te vullen. De vraag naar bankleningen is toegenomen doordat de ondernemingen minder goed in staat waren hun lopende kosten te financieren via operationele kasstromen, als gevolg van een scherpe daling van hun inkomsten tijdens de lockdownperiode. Deze situatie resulteerde in een acute behoefte aan liquiditeit om werkkapitaal en noodzakelijke investeringen te financieren. Bovendien zochten ondernemingen, tegen de achtergrond van grote onzekerheid, naar leningen om uit voorzorg liquiditeitsbuffers op te bouwen of hun bedrijfsactiviteiten aan te passen aan de nieuwe omgeving. Om de banken te helpen de sterk gestegen vraag naar leningen tegen gunstige voorwaarden op te vangen, hebben de meeste overheden in het eurogebied regelingen ingevoerd om overheidsgaranties voor bankleningen te verstrekken. Door deze regelingen worden het kredietrisico en mogelijke kredietverliezen gedeeltelijk overgeheveld van banken naar overheden, zodat de kosten voor banken worden beperkt. In dit Kader wordt allereerst besproken wat de kenmerken van deze overheidsgarantieregelingen voor leningen zijn en in welke mate er in de grote landen van het eurogebied gebruik van wordt gemaakt. Vervolgens wordt onderzocht hoe de opname van gegarandeerde leningen door ondernemingen wordt weerspiegeld in de cijfers voor de totale kredietverlening.

De kenmerken van de kredietgarantieregelingen verschillen van land tot land, maar alle regelingen moeten voldoen aan de richtsnoeren van de Europese Commissie.⁵³ Garantieregelingen zijn bedoeld ter ondersteuning van ondernemingen en zelfstandigen die zijn getroffen door de COVID-19-crisis, maar die eind 2019 nog niet in financiële moeilijkheden verkeerden. De regelingen zijn doorgaans van toepassing op nieuwe leningen met een middellange tot lange looptijd (gemiddeld vijf jaar).⁵⁴ In de meeste gevallen moeten door garantieregelingen gedekte leningen uiterlijk eind 2020 worden aangevraagd. Het maximumbedrag per kredietnemer is doorgaans 25% van de omzet van de begunstigde in 2019 of tweemaal de loonsom in 2019. Het gedeelte dat wordt gegarandeerd varieert van 70% tot 90% van de hoofdsom van de lening, hoewel er in enkele landen, waaronder Italië en Duitsland, ook 100%-garantieregelingen beschikbaar zijn, met name voor kleinere

⁵³ Zie punt 3.2 van de mededeling van de Europese Commissie over de “[Tijdelijke kaderregeling inzake staatssteun ter ondersteuning van de economie vanwege de huidige COVID-19-uitbraak](#)”. In sommige landen hebben overheden eenvoudigweg de bestaande garantieregelingen uitgebreid. Hoewel de focus in dit Kader ligt op garantieprogramma's van nationale overheden, zijn er zowel op regionaal als op supranationaal niveau soortgelijke regelingen ingevoerd, zoals het [pan-Europees garantiefonds](#), dat wordt beheerd door de Europese Investeringsbank.

⁵⁴ In sommige landen zijn de garanties ook van toepassing op herfinanciering en op leningen die in de maanden onmiddellijk voorafgaand aan COVID-19-uitbraak zijn verstrekt.

leningen aan en midden- en kleinbedrijf (mkb) en zelfstandigen. In sommige andere landen van het eurogebied wordt een kleiner gedeelte gegarandeerd. In enkele landen zijn ondernemingen die gebruikmaken van dergelijke programma's onderworpen aan voorwaarden, zoals een verbod op het uitkeren van dividenden, beperkingen op de beloning van managers of een toezegging dat er geen werknemers worden ontslagen.⁵⁵ Het ogenschijnlijk complexe ontwerp van dergelijke programma's moest het mogelijk maken om snel te reageren op de crisis en tegelijk voldoende prudentie aan de dag te blijven leggen om ongewenst gedrag te beperken. Banken zouden bijvoorbeeld buitensporige risico's kunnen nemen of ondernemingen zouden werknemers kunnen ontslaan terwijl ze kredietondersteuning van de overheid ontvangen.⁵⁶

Het gebruik van overheidsgaranties voor leningen verschilt van land tot land. Zo wordt er in Spanje en Frankrijk op grotere schaal gebruik van gemaakt dan in Italië en Duitsland. Sinds de invoering van de programma's in april hebben ondernemingen in Frankrijk ongeveer € 120 miljard aan gegarandeerde leningen opgenomen, tegen ongeveer € 100 miljard in Spanje (zie Grafiek A, venster a). In verhouding tot de brutoschuldpositie van niet-financiële ondernemingen was de opname het hoogst in Spanje (circa 11% van de brutoschuldpositie), gevolgd door Frankrijk (circa 5% van de brutoschuldpositie). De opname in Italië (circa € 55 miljard, d.w.z. ongeveer 4% van de brutoschuldpositie) en in Duitsland (circa € 45 miljard, d.w.z. ongeveer 2% van de brutoschuldpositie) was daarentegen gematigder. In Spanje kan het grotere beroep op gegarandeerde leningen deels worden toegeschreven aan de geringere beschikbaarheid van alternatieve budgettaire steunmaatregelen voor ondernemingen (bijv. schuldmoratoria en rechtstreekse toekenning van staatssteun). In Frankrijk is de hogere opname van gegarandeerde leningen toe te schrijven aan de zeer gunstige prijsstelling, vooral tijdens het eerste jaar van de lening. In Duitsland is het relatief beperkte gebruik van dergelijke leningen voornamelijk het gevolg van: (i) geringere financieringsbehoeften van ondernemingen in vergelijking met andere landen als gevolg van een minder strenge lockdown en doordat ondernemingen vaker gebruik maken van een combinatie van andere beleidsmaatregelen, waaronder directe subsidies, belastinguitstel en regelingen voor arbeidstijdverkorting; (ii) de minder gunstige voorwaarden van de regelingen (bijv. met betrekking tot de prijsstelling van leningen, een verbod op uitkering van dividenden en grenzen aan de beloning van managers); en (iii) enkele knelpunten aan de aanbodzijde in verband met de risicobeoordeling die vereist is voor grote leningen. In Italië is de tot dusver geringe opname van leningen voornamelijk het gevolg van operationele knelpunten die er aanvankelijk waren aan de aanbodzijde. Deze knelpunten zijn geleidelijk verdwenen, en in juli en augustus was de maandelijkse verstrekking van dit soort leningen in Italië hoger dan in de andere landen (zie Grafiek A, venster b).

⁵⁵ De voorwaarden voor gegarandeerde leningen aan grote ondernemingen zijn doorgaans strenger en kunnen betrekking hebben op bedrijfsinvesteringsplannen, governance, concurrentie en transparantie. De reden hiervoor is dat de garanties vaak deel uitmaken van omvangrijke steunplannen die ook herkapitalisatie door de staat kunnen omvatten.

⁵⁶ Voor meer informatie over de belangrijkste kenmerken van de regelingen en de kanalen waarlangs ze worden toegepast, zie het kader met de titel '[Potential impact of government loan guarantee schemes on bank losses](#)', *Financial Stability Review*, ECB, mei 2020.

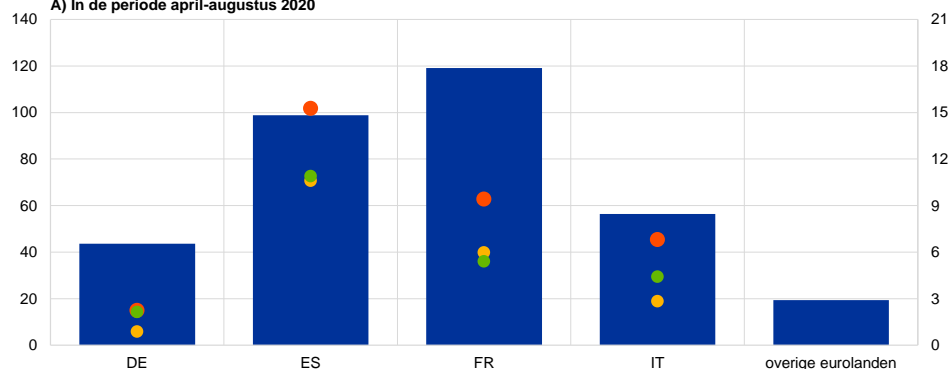
Grafiek A

Opname van leningen die vallen onder overheidsgarantieregelingen

(links: EUR miljard; procenten; rechts; procenten)

- opname, absolute bedragen
- opname als percentage van de omvang van de regeling
- opname als percentage van de bruto toegevoegde waarde in 2019 (rechts)
- opname als percentage van de bruto schuldpositie in 2019 (rechts)

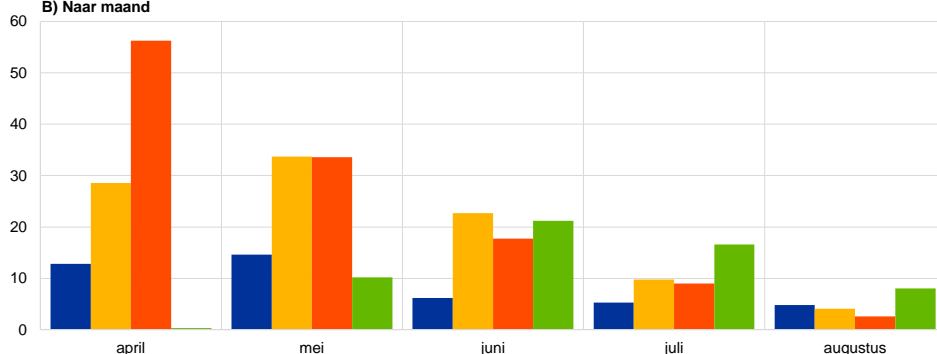
A) In de periode april-augustus 2020



(EUR miljard)

- Duitsland
- Spanje
- Frankrijk
- Italië

B) Naar maand



Bronnen: Kreditanstalt für Wiederaufbau voor Duitsland, Instituto de Crédito Oficial voor Spanje, Ministère de l'Économie et des Finances voor Frankrijk, Ministero dell'Economia e delle Finanze en Banca d'Italia voor Italië, diverse nationale instanties voor andere landen van het eurogebied, nieuwsbronnen, Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De opnamecijfers hebben betrekking op goedgekeurde bedragen van gegarandeerde leningen. Aangezien gegarandeerde leningen ook kunnen worden verstrekt in de vorm van een doorlopende kredietfaciliteit, is het goedgekeurde bedrag hoger dan het feitelijk uitgekeerde bedrag. De totale omvang van de regelingen bedraagt € 757 miljard voor Duitsland, € 140 miljard voor Spanje, € 300 miljard voor Frankrijk en € 300 miljard voor Italië.

Middelgrote en kleine bedrijven in de sectoren die het zwaarst door de crisis zijn getroffen (bijv. handel, toerisme en vervoer) lijken het meest te hebben geprofiteerd van overheidsgarantieregelingen voor leningen.

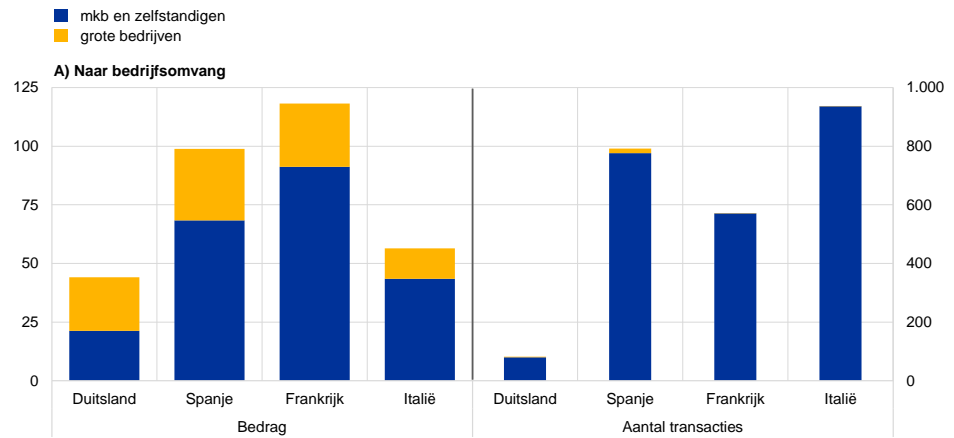
Bedrijven in het mkb en zelfstandigen hebben substantieel meer gegarandeerde leningen opgenomen dan grote ondernemingen, behalve in Duitsland (zie Grafiek B, venster a). De grotere opname door het mkb is het gevolg van de relatief grotere behoefte aan noodliquiditeit, hun grotere afhankelijkheid van banken voor financiering en het feit dat er in de banksector minder knelpunten zijn die invloed hebben op het verstrekken van kleinere gegarandeerde leningen. Hoewel het bedrag aan opgenomen leningen relatief laag is in Italië, is in dit land wel het hoogste aantal gegarandeerde leningen verstrekt, wat erop wijst dat er voornamelijk zeer kleine leningen worden verstrekt. Per sector beschouwd was de opname van gegarandeerde leningen het hoogst in de

sectoren die het zwaarst werden getroffen door zorgen rond fysiek contact in verband met COVID-19 en het daarmee samenhangende lockdownbeleid, wat resulteerde in een sterke daling van hun bruto toegevoegde waarde in de eerste de helft van 2020. In de sectoren handel, vervoer en horeca werd de hoogste opname opgetekend, gevolgd door de verwerkende industrie (zie Grafiek B, venster b).

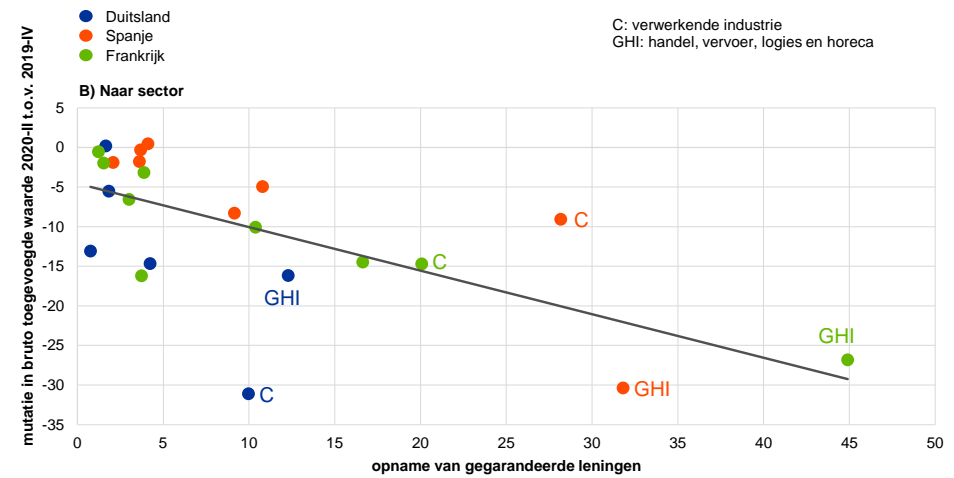
Grafiek B

Opname van leningen die vallen onder overheidsgarantieregelingen

(links: EUR miljard; rechts; duizenden)



(EUR miljard)



Bronnen: Kreditanstalt für Wiederaufbau voor Duitsland, Instituto de Crédito Oficial voor Spanje, Ministère de l'Économie et des Finances voor Frankrijk, Ministero dell'Economia e delle Finanze en Banca d'Italia voor Italië, Eurostat en berekeningen van de ECB. Toelichting: De cijfers over de opname van gegarandeerde leningen hebben betrekking op de periode april-augustus 2020. Voor Italië is geen uitsplitsing naar bedrijfsgrootte beschikbaar, maar aangenomen wordt dat de gegarandeerde leningen aan het mkb de leningen zijn die via de Fondo di Garanzia worden verstrekt, terwijl de gegarandeerde leningen aan grote ondernemingen leningen zijn die worden verstrekt via SACE (het Italiaanse agentschap voor exportkredieten). In venster b) zijn de sectoren geïdentificeerd volgens de NACE Rev. 2.

Overheidsgarantieregelingen voor leningen hebben sinds april een cruciale rol gespeeld bij het ondersteunen van de kredietverlening aan ondernemingen, vooral in Spanje en Frankrijk.

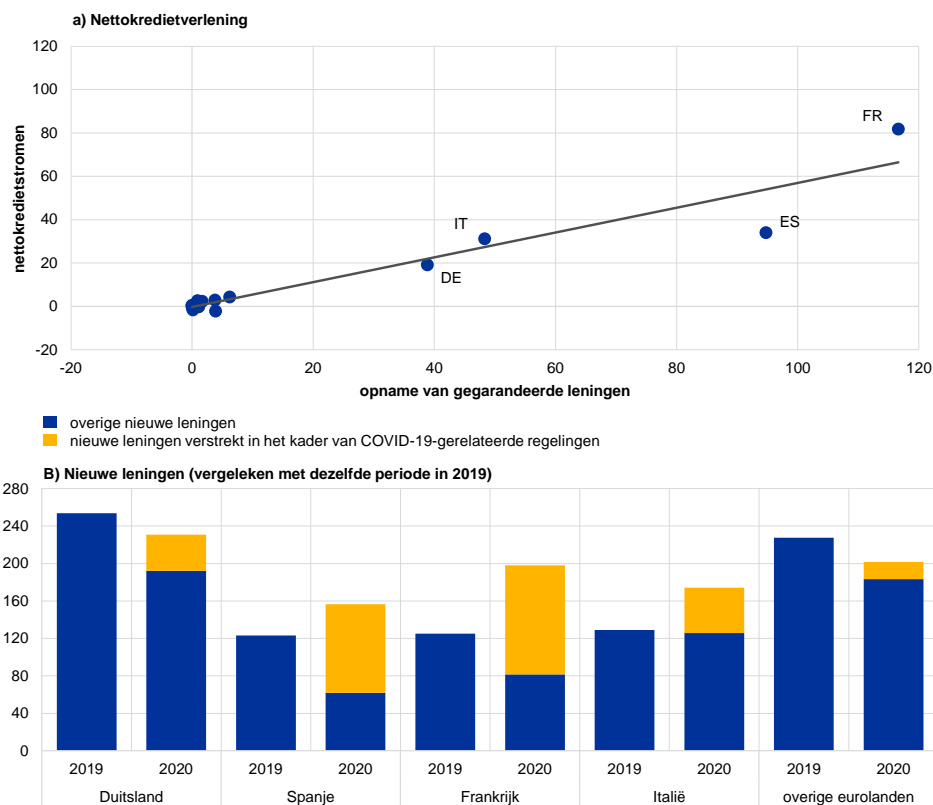
De bancaire kredietverlening aan ondernemingen in het eurogebied is sinds het uitbreken van de COVID-19-pandemie in Europa enorm toegenomen als gevolg van een acute behoefte aan noodliquiditeit gedurende de lockdownperiode. In maart 2020 werd deze stijging in de hand gewerkt door opnames op eerder overeengekomen kredietlijnen, maar in de daaropvolgende maanden was de aanzienlijke kredietverlening grotendeels het gevolg van de opname van door overheidsgaranties gedekte leningen. In de periode april-juli was de brutoverstrekking van gegarandeerde leningen in alle grote landen van het eurogebied groter dan de totale nettokredietverlening, wat duidt op een verschuiving van niet-gegarandeerde leningen naar gegarandeerde leningen (zie Grafiek C, venster a). Bovendien groeide de kredietverlening verhoudingsgewijs krachtiger in landen met een hogere opname van gegarandeerde leningen.⁵⁷ In Spanje en Frankrijk, waar de begrotingssteun voor ondernemingen voornamelijk werd verleend via garantieregelingen, bestond respectievelijk circa 65% en 70% van de brutoverstrekking van nieuwe leningen in de periode april-juli uit gegarandeerde leningen (zie Grafiek C, venster b). In Duitsland en Italië maakten gegarandeerde leningen in deze periode circa 20% van de nieuwe kredieten uit, terwijl ze in andere landen van het eurogebied een verwaarloosbaar deel van de nieuwe leningen vertegenwoordigden.

⁵⁷ Voor recente ontwikkelingen in de groei van leningen aan niet-financiële ondernemingen, zie Grafiek 22 in deze uitgave van het Economisch Bulletin.

Grafiek C

Opname van gegarandeerde leningen en leningen aan niet-financiële ondernemingen en zelfstandigen in de periode april-juli 2020

(EUR miljard)



Bronnen: Kreditanstalt für Wiederaufbau voor Duitsland, Instituto de Crédito Oficial voor Spanje, Ministère de l'Économie et des Finances voor Frankrijk, Ministero dell'Economia e delle Finanze en Banca d'Italia voor Italië, diverse nationale instanties voor andere landen van het eurogebied, nieuwsbronnen, Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Nettokredietverlening heeft betrekking op leningen na aftrek van terugbetalingen, zoals vermeld in de MFI-balansstatistieken. Nieuwe leningen zijn uitsluitend nieuwe leningen zoals vermeld in de MFI-rentestatistieken. De nettokredietverlening en de nieuwe leningen zijn niet gecorrigeerd voor seizoensinvloeden. De nettokredietstromen zijn gecorrigeerd voor verkopen, securitisatie en overdrachten van leningen.

Het effect van de garantieregelingen voor leningen is ook af te lezen aan de looptijd en omvang van leningen in de recente bancaire kredietverlening, het positieve verloop van onbenutte kredietfaciliteiten en de nog altijd gunstige kredietvoorwaarden. In de eerste plaats zijn de stromen van leningen met een middellange tot lange looptijd – die doorgaans door garanties worden gedekt – aanmerkelijk toegenomen (zie Grafiek D), terwijl de stromen van kortlopende leningen tijdens de COVID-19-periode over het algemeen negatief waren. Dit strookt niet met historische patronen, waarbij acute liquiditeitsbehoeften voor werkkapitaal doorgaans gepaard gaan met een grotere vraag naar kortlopende leningen, terwijl langlopende leningen worden gebruikt om investeringen in vaste activa te financieren.⁵⁸ In de tweede plaats zijn er sterke nieuwe kredietstromen voor kleine leningen (minder dan € 1 miljoen) opgetekend, vooral in Spanje, Frankrijk en Italië, wat in overeenstemming is met de grotere opname van gegarandeerde leningen door het mkb in deze landen.

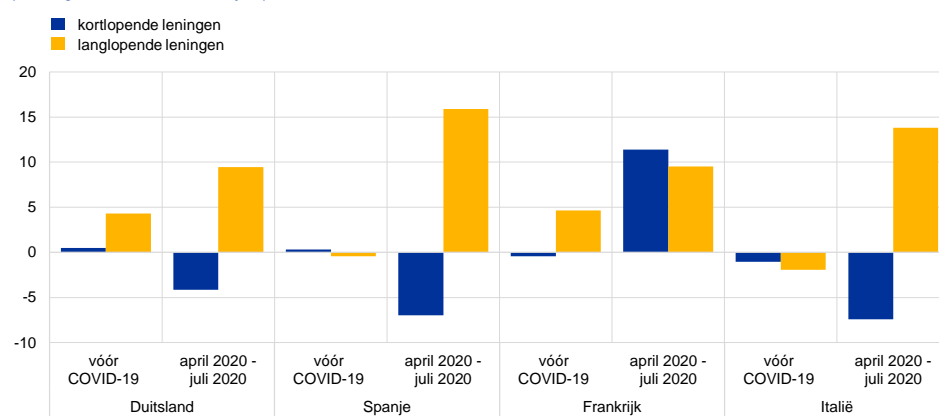
⁵⁸ Voor nadere details over de verklarende factoren voor de vraag naar leningen tijdens de COVID-19-pandemie, zie het kader getiteld 'Drivers of firms' loan demand in the euro area – what has changed during the COVID-19 pandemic?', *Economic Bulletin*, nummer 5, ECB, 2020.

In de derde plaats duiden de grotere volumes van onbenutte kredietfaciliteiten in het tweede kwartaal van het jaar erop dat slechts een deel van de goedgekeurde gegarandeerde leningen daadwerkelijk is uitgekeerd. Dat geeft aan dat de ondernemingen waarschijnlijk uit voorzorg liquiditeitsbuffers hebben aangelegd en dat ze nog over voldoende middelen beschikken om te voorzien in hun financieringsbehoeften op korte termijn. In de vierde plaats hebben de overheidsgaranties voor leningen ook bijgedragen tot het behoud van gunstige financieringsvoorwaarden, zoals blijkt uit het feit dat de rentetarieven nog steeds historisch laag zijn (met name voor leningen die doorgaans door garanties worden gedekt),⁵⁹ en grotendeels ongewijzigde kredietnormen, zoals kan worden opgemaakt uit de enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied voor het tweede kwartaal van 2020.

Grafiek D

Leningen aan niet-financiële ondernemingen en zelfstandigen, uitgesplitst naar looptijd

(maandgemiddelden in EUR miljard)



Bronnen: ECB en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Niet voor seizoen gecorrigeerde stromen (niet gecorrigeerd voor verkopen en securitisatie). Kortlopende leningen zijn leningen met een looptijd tot en met één jaar. Langlopende leningen zijn leningen met een looptijd van langer dan één jaar. De periode vóór COVID-19 heeft betrekking op de periode maart 2019-februari 2020.

De geleidelijke afbouw van de overheidsgarantieregelingen voor leningen moet in de komende maanden zorgvuldig worden beoordeeld aan de hand van de financieringsbehoefte van ondernemingen, terwijl de mogelijke neveneffecten ervan nauwlettend moeten worden gevolgd. De garantieregelingen voor leningen waren essentieel voor het opvangen van de financieringsbehoeften van ondernemingen in de vroege COVID-19-periode. Samen met andere doortastende beleidsmaatregelen hebben ze voorkomen dat levensvatbare ondernemingen illiquide werden. Het voortijdig en te plotseling stopzetten van deze regelingen kan tot ernstige liquiditeitskrapte bij ondernemingen en tot faillissementen leiden, wat op zijn beurt het bankkapitaal zou uithollen. Dit zou mogelijk resulteren in een plotse afname van de kredietstromen en een aanscherping van de kredietvoorwaarden, met een stijgend aantal faillissementen tot gevolg. Ondernemingen die de crisis overleven, zouden het

⁵⁹ Zie Grafiek 24 in deze uitgave van het Economisch Bulletin. Zo zijn de bancaire rentetarieven in Frankrijk sinds april aanzienlijk gedaald. Deze daling was toe te schrijven aan kleine leningen en wijst op de zeer grote vraag van het mkb naar leningen met overheidsgaranties, die door banken in Frankrijk worden verstrekt tegen rentetarieven die dicht bij nul liggen.

ook moeilijker krijgen om financiering te vinden voor de aanpassingen die nodig zijn om in het “nieuwe normaal” te functioneren. Indien echter de beleidsondersteuning die in de huidige crisis wordt geboden, zou leiden tot een permanente grootschalige uitbreiding van de rol van de overheid bij het bepalen van economische uitkomsten, zou dat een belemmering kunnen vormen voor de efficiënte allocatie van middelen en op langere termijn de productiecapaciteit van de economie van het eurogebied kunnen verminderen door het kunstmatig overeind houden van niet-levensvatbare of onvoldoende winstgevende ondernemingen. Bovendien kunnen de specifieke opzet en uitwerking van garantieregelingen neveneffecten met zich meebrengen, bijvoorbeeld in de vorm van prikkels voor het aangaan van een te grote schuldenlast en onvoorzichtige risicoallocatie. Deze neveneffecten zullen de komende maanden nauwlettend moeten worden gevolgd, en zodra de economische en financiële gevolgen van de COVID-19-crisis afnemen is een zorgvuldige en goed getimede afbouwstrategie vereist.

8 De gevolgen van het herstellpakket van de EU voor de overheidsfinanciën

Door Alessandro Giovannini, Sebastian Hauptmeier, Nadine Leiner-Killinger en Vilém Valenta

Het herstellpakket van de EU is een belangrijke mijlpaal in de integratie van het Europese economische beleid. Op 21 juli 2020 heeft de Europese Raad overeenstemming bereikt over een uitzonderlijk tijdelijk herstelinstrument genaamd Next Generation EU (NGEU). In combinatie met het reguliere meerjarig financieel kader zorgt NGEU voor een gecoördineerde Europese begrotingsrespons op de economische gevolgen van de coronaviruspandemie (COVID-19). Waar het Europees Economisch Herstelplan van 2008⁶⁰ slechts was bedoeld om de door elke lidstaat te financieren nationale budgettaire stimuleringspakketten te coördineren, voorziet NGEU in een gezamenlijk financieringsmodel om de overheidsuitgaven en -hervormingen in de EU te ondersteunen.

Voor NGEU is de Europese Commissie gemachtigd om namens de Europese Unie tot € 750 miljard aan te trekken op de kapitaalmarkten. De middelen kunnen worden gebruikt voor het verstrekken van leningen tot € 360 miljard en subsidies tot € 390 miljard. Deze zullen tot eind 2026 worden verstrekt en tot uiterlijk 31 december 2058 worden terugbetaald. Door de NGEU-verstrekingen zal de uitstaande schuld van de Unie ongeveer vijftienvoudigen, waarmee dit de grootste uitgifte in euro's op supranationaal niveau ooit is. Terwijl de leningen door de begunstigde lidstaten zullen worden afgelost, is de Europese Raad overeengekomen het stelsel van eigen middelen te hervormen en te waarborgen dat de terugbetalingen van subsidies worden gedekt door op het bruto nationaal inkomen gebaseerde bijdragen en nieuwe eigen middelen van de EU.

De faciliteit voor herstel en veerkracht (Recovery and Resilience Facility – RRF) vormt de kern van NGEU. De volledige leningenportefeuille en 80% van de subsidies zullen worden toegewezen aan het RRF, dat tot doel heeft investeringen en hervormingen in de lidstaten te ondersteunen om de weg vrij te maken voor een duurzaam, veerkrachtig herstel en tegelijkertijd de vergroenings- en digitaliseringsprioriteiten van de Unie te bevorderen. Het resterende deel van NGEU zal hoofdzakelijk worden gebruikt om EU-brede uitgavenprogramma's in het kader van het meerjarig financieel kader te versterken.

Om in het kader van het RRF financiële steun te ontvangen, moeten de EU-lidstaten nationale plannen voor herstel en veerkracht opstellen waarin hun hervormings- en investeringsagenda voor de jaren 2021-2023 wordt uiteengezet. Van de lidstaten wordt verwacht dat deze plannen coherente pakketten aan hervormingen en openbare investeringsprojecten omvatten en een antwoord zullen bieden op de uitdagingen die in het kader van het Europees semester zijn vastgesteld. Ze moeten daarnaast het groeipotentieel, de werkgelegenheidscreatie en de economische en sociale veerkracht van de lidstaat versterken. De financiële steun

⁶⁰ Zie [Een Europees economisch herstelplan](#) COM(2008) 800 definitief, 26 november 2008

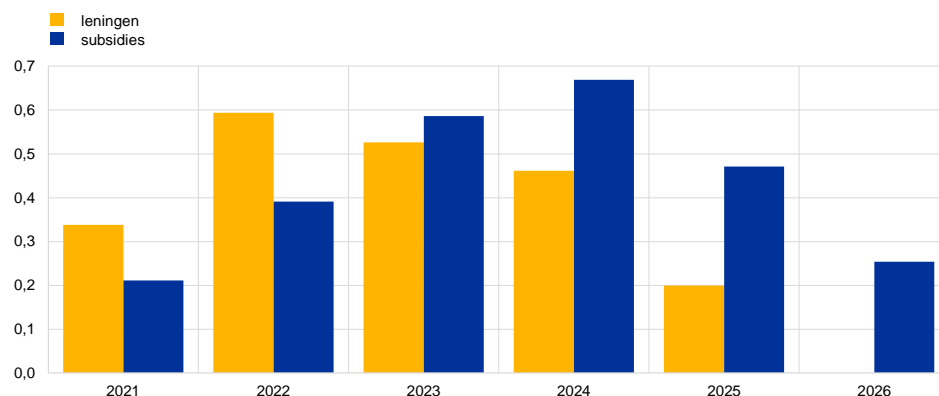
zal in termijnen worden verstrekt wanneer de in deze plannen vastgestelde mijlpalen en doelstellingen zijn bereikt.

De in het kader van NGEU te verlenen financiële steun moet een macro-economisch betekenisvol volume hebben van in totaal bijna 5% van het bbp van het eurogebied. Het streven is dat de financiële steun in het kader van NGEU eind 2023 volledig is toegezegd en in de periode 2021-2024 grotendeels wordt uitbetaald (zie Grafiek A).⁶¹ De momenteel beschikbare informatie duidt erop dat bij de subsidies het zwaartepunt meer op de latere jaren zal liggen dan bij de leningen. Hoewel er nog steeds onzekerheid bestaat over de gevolgen voor de nationale begrotingen, zou NGEU in de periode 2021-2024 een budgettaire verruiming op basis van schulden in het eurogebied van gemiddeld ongeveer 1% van het bbp met zich meebrengen, ervan uitgaande dat de steun op nationaal niveau wordt gebruikt om extra uitgaven te financieren. Op voorwaarde dat deze wordt ingezet voor productieve uitgaven en gepaard gaat met groeibevorderende hervormingen, zou NGEU niet alleen het herstel ondersteunen, maar op termijn tevens de veerkracht en het groeipotentieel van de economieën van de lidstaten vergroten.

Grafiek A

NGEU: verwachte uitbetalingen van middelen aan landen van het eurogebied

(in procenten bbp)



Bronnen: Conclusies van de Europese Raad van 21 juli 2020, Europese Commissie en berekeningen van de ECB.
Toelichting: Bij de toewijzing van subsidies aan landen van het eurogebied wordt ervan uitgegaan dat de overeengekomen verdeelsleutels worden gehanteerd. Alleen landen waarvan de kredietkosten hoger liggen dan de verwachte rente op NGEU-leningen worden verondersteld leningen op te nemen tot aan het plafond van 6,8% van het bruto nationaal inkomen. Het tijdsprofiel is gebaseerd op de ramingen in het voorstel van de Europese Commissie voor de oprichting van NGEU.

De verdeelsleutel voor de toewijzingen in het kader van RRF zorgt voor een krachtigere macro-economische steun voor kwetsbaardere landen. In

2021-2022 zullen middelen worden verdeeld op basis van inkomen per hoofd van de bevolking en historische werkloosheidsontwikkelingen; voor 2023 worden de historische werkloosheidsontwikkelingen vervangen door de in 2020-2021 waargenomen daling van het reële bbp. De overeengekomen verdeling van de

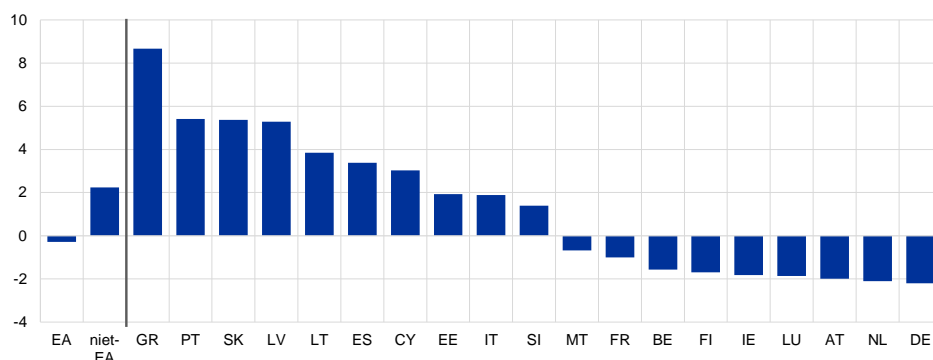
⁶¹ De Europese Raad is overeengekomen dat 70% van de door het RRF verstrekte subsidies in 2021 en 2022 zal worden toegezegd. De resterende 30% zou dan eind 2023 volledig zijn toegezegd. Hierbij moet worden opgemerkt dat een belangrijk kenmerk van de EU-begroting is dat besluiten over toezeggingen losstaan van besluiten over uitbetalingen. Deze hebben derhalve verschillende tijdschema's. Het gerapporteerde tijdschema van de betalingen is gebaseerd op de schattingen in het [Voorstel van de Europese Commissie voor een verordening tot instelling van een faciliteit voor herstel en veerkracht](#), waarin de conclusies van de Europese Raad van 21 juli 2020 zijn verwerkt.

middelen houdt een aanzienlijke netto financiële steun in voor de landen van het eurogebied (euro area – EA) die na de pandemie met de grootste economische en budgettaire uitdagingen worden geconfronteerd (zie Grafiek B)⁶². Griekenland zal de grootste netto-ontvanger van steun uit de RRF ten opzichte van het bbp zijn, maar Spanje en Italië, die naar verwachting wat betreft sterfgevallen en economische gevolgen tot de zwaarst getroffen landen zullen behoren, zullen eveneens aanzienlijke begrotingssteun ontvangen.

Grafiek B

RRF: toewijzing van subsidies, na aftrek van verwachte terugbetalingen

(in procenten bbp in 2019)



Bronnen: Conclusies van de Europese Raad van 21 juli 2020, Europese Commissie en berekeningen van de ECB.
 NB: Naar verwachting wordt 70% van de subsidies in 2021-2022 toegewezen op basis van de door de Europese Commissie voorgestelde verdeelsleutel (met inachtneming van het bevolkingsaantal, de inverse van het bbp per hoofd van de bevolking en de gemiddelde werkloosheidsgraad in 2015-2019). Voor de 30% van de subsidies die in 2023 wordt toegewezen, wordt de gemiddelde werkloosheid vervangen door bbp-verliezen in 2020 (15%) en in 2020-2021 op cumulatieve basis (15%), zoals momenteel door de Europese Commissie geraamd. Aangenomen wordt dat de terugbetalingen overeenstemmen met het aandeel van de landen in het bruto nationaal inkomen van de EU.

Een gecoördineerde Europese beleidsrespons in reactie op COVID-19 is van essentieel belang om een ongelijkmatig herstel en economische versnippering te voorkomen en tegelijkertijd de economische veerkracht in de lidstaten te bevorderen. NGEU komt bovenop het reguliere meerjarig financieel kader van circa € 1 biljoen voor de komende zeven jaar en de drie Europese “vangnetten” ter waarde van € 540 miljard die in april 2020 zijn overeengekomen.⁶³ De Europese reactie op de crisis is daarmee ambitieus en passend in verhouding tot de uitdaging waarmee het continent wordt geconfronteerd. Bovendien is het belangrijk dat monetair beleid en begrotingsbeleid, hoewel deze in het eurogebied onafhankelijk worden uitgevoerd, elkaar momenteel wederzijds versterken.

⁶² Volgens Tabel 1 in het werkdokument “Identifying Europe’s recovery needs” van medewerkers van de Europese Commissie ontvangen de landen met een benedengemiddeld bbp per hoofd van de bevolking en een hoge schuldengraad (met name Cyprus, Griekenland, Spanje, Italië en Portugal) 50% van de steun (op basis van de verdeelsleutel van de Commissie die in 2021 en 2022 zal worden gehanteerd), terwijl hun aandeel in het bbp van de EU (gebruikt als benadering voor de bijdragen aan de EU-begroting) op ongeveer 25% wordt gesteld.

⁶³ Zie het Kader “De COVID-19-crisis en de gevolgen voor het begrotingsbeleid”, *Economisch Bulletin*, Nummer 4, ECB, 2020.

Het is van essentieel belang om ervoor te zorgen dat de in het kader van NGEU verleende begrotingssteun niet wordt tenietgedaan door voortijdige intrekking van op nationaal niveau gefinancierde begrotingssteun. Gezien de ernst van de door de pandemie veroorzaakte schok en de daarmee gepaard gaande onzekerheid is in maart 2020 de algemene ontsnappingsclausule van het stabiliteits- en groeipact geactiveerd, waarvan verlenging tot 2021 waarschijnlijk wordt geacht. Dit geeft regeringen de mogelijkheid om de maatregelen te nemen die nodig zijn om de pandemie te bestrijden en af te wijken van de aanpassingsvereisten die normaal in het kader van het pact zouden gelden, zonder de houdbaarheid van de overheidsfinanciën in gevaar te brengen.

Hoewel macro-economische stabilisatie een prioriteit blijft, is het belangrijk om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën gedurende de gehele herstelperiode te behouden. De huidige crisis heeft duidelijk gemaakt hoe zeer hoge overheidsschulden kwetsbaarheden en budgettaire beperkingen kunnen veroorzaken wanneer een land door een grote economische schok wordt getroffen. Daarom is het van essentieel belang dat begrotingssteun doeltreffend wordt ingezet om het groeipotentieel en de veerkracht te vergroten, wat op zijn beurt de houdbaarheid van de overheidsfinanciën zal verbeteren. EU-financiering moet worden besteed in overeenstemming met de landspecifieke behoeften en hervormingsprioriteiten die op Europees niveau zijn overeengekomen.

De reactie van de EU op de crisis heeft ook gevolgen voor de toekomstige opzet en uitvoering van het Europese governancekader. Ten eerste zal het, hoewel expansief begrotingsbeleid noodzakelijk is om het herstel te ondersteunen, in de toekomst van belang zijn dat de begrotingsregels de verlaging van hoge overheidsschulden in goede economische tijden effectief ondersteunen. Ten tweede vormt NGEU een nieuw en innovatief element van het Europese begrotingskader. Het zal de komende jaren voorzien in de uitgifte van aanzienlijke supranationale schuld, en de invoering ervan geeft blijk van politieke bereidheid om een gemeenschappelijk begrotingsinstrument te ontwerpen wanneer dat noodzakelijk is. Deze innovatie kan weliswaar eenmalig zijn, maar zou ook een les kunnen zijn voor de Economische en Monetaire Unie, die nog steeds geen permanente begrotingscapaciteit op supranationaal niveau heeft voor macro-economische stabilisatie bij ernstige crises. De herziening van het kader voor economische governance,⁶⁴ die in februari 2020 door de Commissie is gestart en vanwege de pandemie is uitgesteld, biedt een goede gelegenheid om deze belangrijke overwegingen mee te nemen.

⁶⁴ Zie de [Economic governance review](#) van de Europese Commissie voor meer informatie.

Artikelen

1 China's path to normalisation in the aftermath of the COVID-19 pandemic

Prepared by Alexander Al-Haschimi, Apostolos Apostolou and Martino Ricci

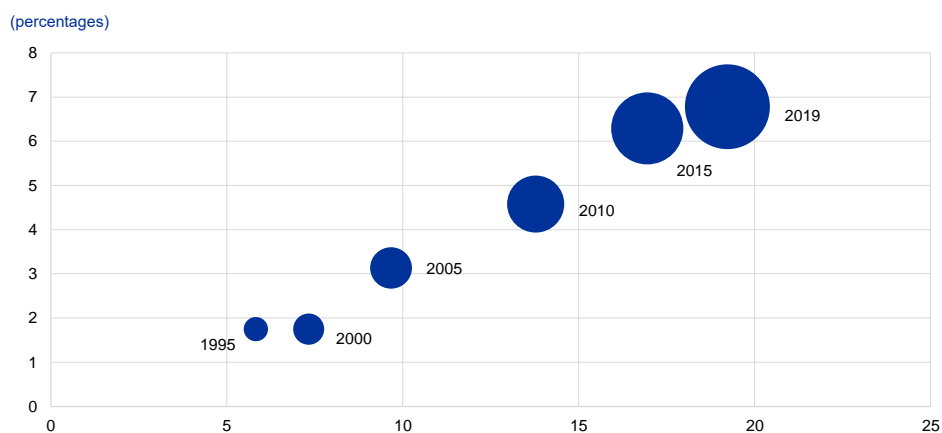
This article will trace the decline and subsequent recovery of China's economy following the outbreak of the coronavirus (COVID-19). It employs high-frequency data to assess the speed at which activity in different sectors of the economy is normalising after businesses were allowed to resume operations. One particular focus will be on differentiating between the industrial and services sectors, which are subject to different health and safety measures. The article finds that China's economic activity rose from a trough of around 20% of normal levels in February 2020 to 90% in the span of just three months. While production capacity recovered swiftly, activity normalised more gradually in the services sector, where COVID-19 containment measures had continued to weigh heavily. The recovery was driven primarily by private domestic demand and the authorities' policy response, as the normalisation in China coincided with the implementation of lockdown measures by many of its trading partners and hence also with a fall in external demand. Looking ahead, uncertainty and risks surrounding the recovery path remain exceptionally high, owing in large part to the uncertainty regarding how the COVID-19 pandemic will develop and if and when a medical solution to the virus can be found.

1 Introduction

Since the mid-1990s, China's economy has experienced a period of rapid growth resulting in greater interconnectedness with the global economy. In conjunction with a gradual process of reform and opening-up, this has turned China into one of the largest economies in the world and a trading powerhouse. Over the past five years, the country's economy has grown at an average rate of 6.7%, accounting for around one-third of global growth. At the same time, China's demand for foreign goods and services from many economies, including the euro area, has increased considerably. From 1995 to 2019, its share in euro area foreign demand increased from 2% to around 7% (see Chart 1). This trend highlights that the extent to which China recovers from the COVID-19 pandemic is critical outside as well as inside its borders.

Chart 1

China's share in world GDP and euro area foreign demand



Sources: International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2020 (for GDP figures) and ECB (for China's share in euro area foreign demand).

Notes: The x-axis shows China's GDP as a percentage share of total world GDP and the y-axis shows China's percentage share in euro area foreign demand. The size of each bubble represents China's GDP based on purchasing power parity in nominal international dollars.

The COVID-19 pandemic affected China earlier than it affected other

economies. According to official statistics, the number of confirmed COVID-19 cases rose from under 1,000 at the end of January 2020 to over 80,000 by early March. Strict lockdown measures were put in place to bring the epidemic quickly under control. These containment measures necessitated the powering down of the economy for an extended period of time, leading to a significant short-term decline in economic activity. While the outbreak was brought largely under control in China, COVID-19 spread rapidly across the globe, with the number of confirmed cases in other countries surpassing those in China by mid-March. As of early August, worldwide cases had climbed to over 19 million.

The nature of the downturn during the COVID-19 pandemic is very different from other cyclical downturns.

In the current episode, both supply and demand have been suppressed through business closures and mobility restrictions. As such, there is a higher than usual degree of overall uncertainty surrounding the economic recovery path, not least because of fears that a flare-up in new cases could derail the recovery. Furthermore, the length of time it will take to develop and implement a medical solution remains uncertain, as does the medium-term impact of continued containment measures on the labour market. In this regard, the recovery in China, which commenced earlier than in the rest of the world, can be instructive for other economies that are in the process of easing their containment measures.

2 The COVID-19 outbreak in China and its economic impact

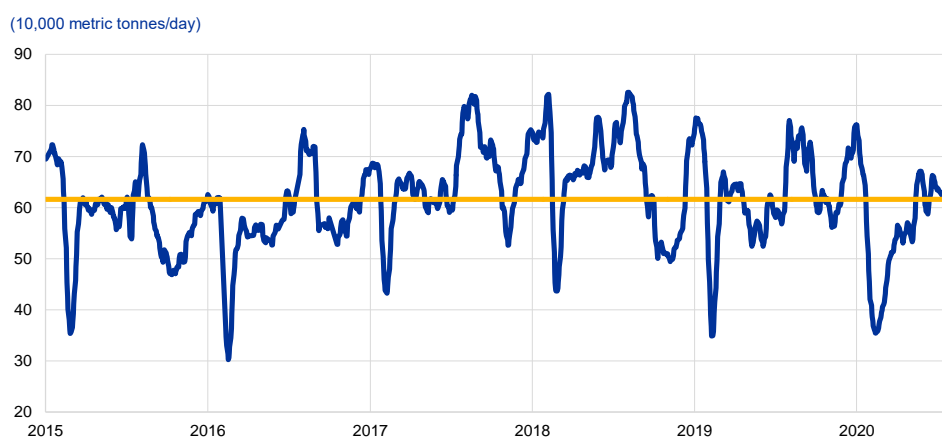
The rapid intensification of the COVID-19 outbreak in China broadly coincided with the start of the Lunar New Year holiday.

The Lunar New Year is a seven-day national public holiday which starts between late January and mid-February and for which virtually all factories close down for a prolonged period of time. During this period, migrant workers traditionally return home, giving rise to a peak travel season

which involves several hundred million passengers travelling across China every year. Towards the end of January 2020, the Chinese economy powered down, as can be seen, for instance, by the coal consumption of major electricity producers (see Chart 2). The extent of the decline in coal consumption in January 2020 was not unusual compared with that of previous Lunar New Year holidays. However, owing to the COVID-19 outbreak, the public holiday was extended and the resumption of business activity was considerably delayed. A comparison of a number of high-frequency indicators of economic activity with their corresponding levels the previous year shows that it took more than three months for several of these indicators, such as coal consumption, real estate sales and traffic density, to return to their 2019 levels (see Chart 3).

Chart 2

Coal consumption of major electricity-generating power plants



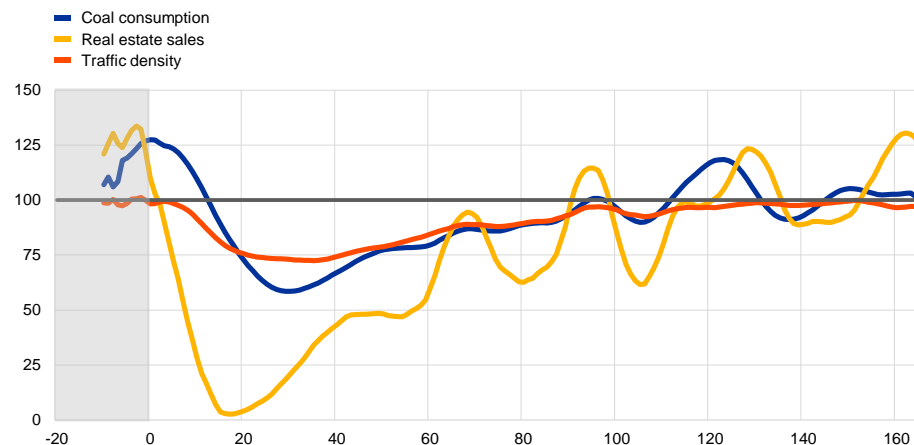
Sources: Beijing China Coal Times Technology Development Co., Ltd via Haver Analytics.

Notes: The chart shows the daily coal consumption of six major electricity-generating power plants in China (seven-day moving average). The yellow line shows the five-year average. The latest observation is for 27 July. The series was discontinued thereafter.

Chart 3

High-frequency indicators of economic activity

(percentages of level at same point in 2019)



Sources: Wind Economic Database and ECB staff calculations.

Notes: "Coal consumption" shows the use of coal by major energy producers; "Real estate sales" shows the volume of real estate transactions for 30 major cities; "Traffic density" shows the average traffic density across 100 Chinese cities. Data show seven-day average deviations from levels at the same point following the start of the 2019 Lunar New Year. The x-axis shows days since the start of the Lunar New Year. The shaded area shows the days in 2020 preceding the beginning of the 2020 Lunar New Year holiday. The latest observation is for 8 July 2020.

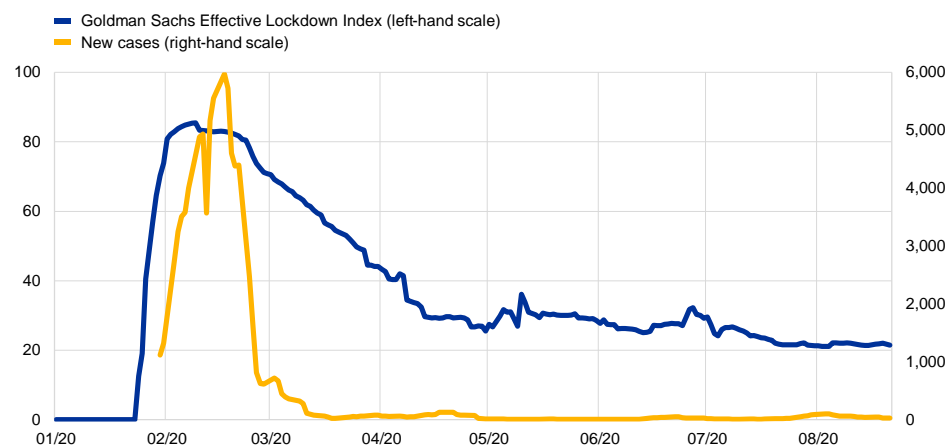
The COVID-19 outbreak led the authorities to implement strict and comprehensive containment measures. The city of Wuhan, which was at the centre of the outbreak, was placed under lockdown just ahead of the Lunar New Year holiday. Transport into and out of the city was shut down and businesses were closed, with few exceptions. Within days, residents were prohibited from leaving their homes except to make essential purchases, and the quarantine measures were strictly enforced. The containment measures were extended to the province of Hubei (in which Wuhan is located) and to the rest of the country, while the public health response level was escalated to its highest state of emergency nationwide. The holiday was officially extended and both national and international travel restrictions were put in place. In the course of February and March, decisions on reopening non-essential businesses were taken at the province level, depending on local developments in COVID-19.

The containment measures limited the spread of COVID-19. Daily new cases increased exponentially for a period of roughly three weeks, before rapidly falling from around mid-February. The lockdown measures introduced swiftly at the end of January, as reflected in the Goldman Sachs Effective Lockdown Index (see Chart 4), were gradually relaxed again with the decline in the growth rate of new COVID-19 cases. The overall official number of COVID-19 cases stabilised at approximately 85,000. National data suggest that the strict lockdown measures greatly limited the spread of the virus throughout China. According to official data, about 80% of all COVID-19 cases and over 95% of COVID-19 deaths in China were registered in Hubei province (see Charts 5 and 6). As Hubei only accounts for 4% of China's population, this would imply that cases in the rest of China were exceptionally sparse.

Chart 4

Containment measures and daily new COVID-19 cases

(left-hand scale: index; right-hand scale: daily new COVID-19 cases)



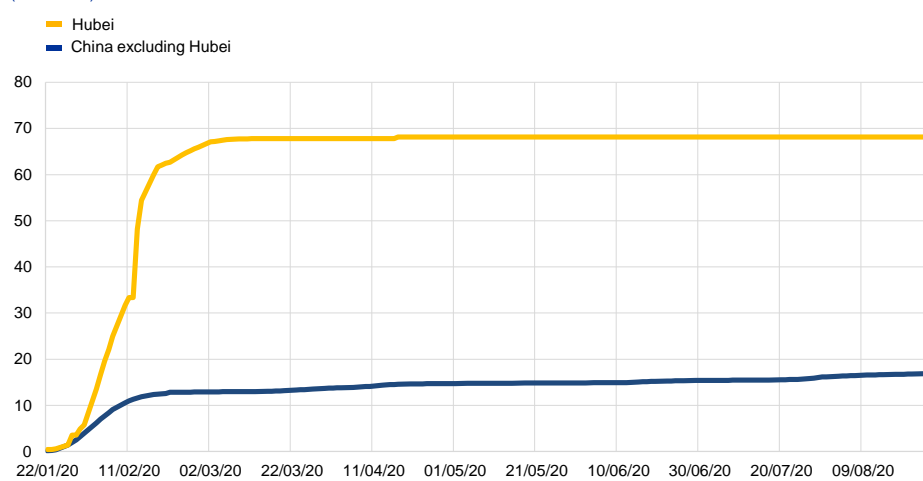
Sources: Johns Hopkins University, Goldman Sachs and ECB staff calculations.

Notes: The Goldman Sachs Effective Lockdown Index combines official restrictions with mobility data. The latest observations are for 21 August 2020.

Chart 5

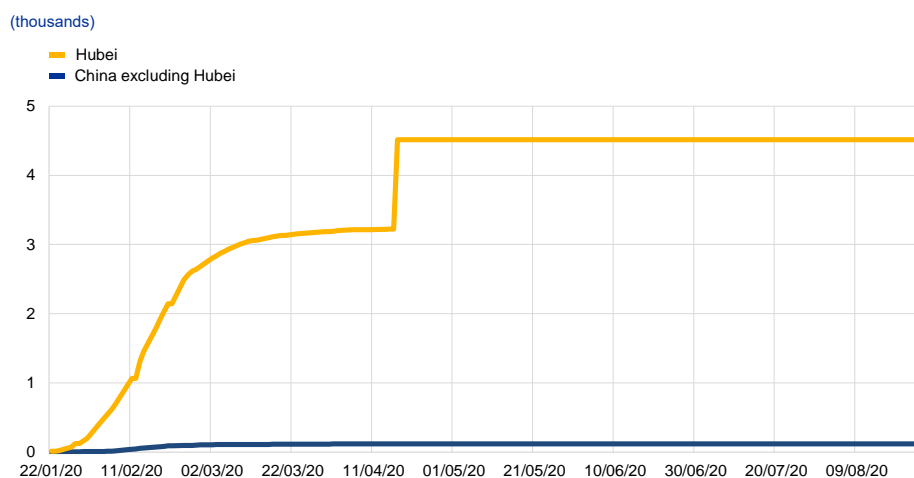
Confirmed COVID-19 cases

(thousands)



Sources: Johns Hopkins University and ECB staff calculations. The latest observations are for 25 August 2020.

Chart 6
Confirmed COVID-19 deaths



Sources: Johns Hopkins University and ECB staff calculations.

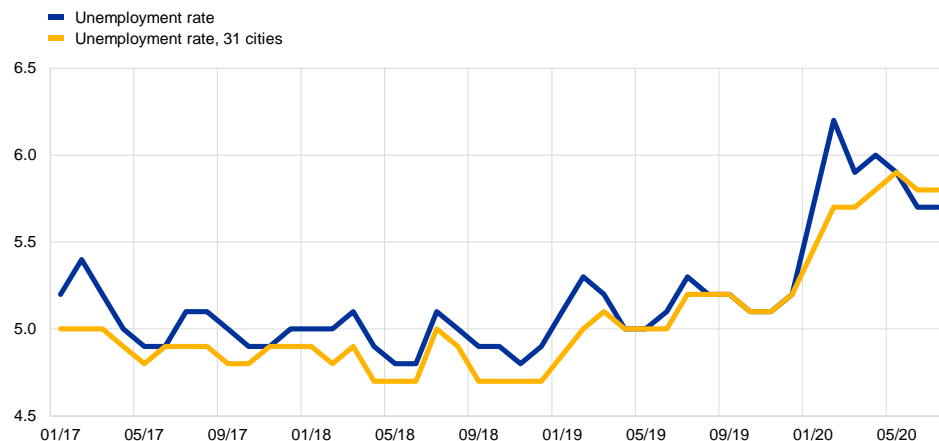
Note: On 17 April, China revised its official figures for COVID-19 deaths up by 1,290, all in the city of Wuhan. The latest observations are for 25 August.

The containment measures were successful in curbing the spread of the virus but weighed heavily on China's economy. In the first quarter of 2020, real GDP contracted by 10.0% quarter on quarter and by 6.8% year on year. Weak consumption made the largest negative year-on-year contribution to GDP, at -4.4%, while investment contributed -1.5% and net trade -1%. The decline in economic activity was sharp and swift and GDP decreased for the first time in decades. The Caixin China General Manufacturing Output Purchasing Managers' Index (PMI) fell in February to 28.6 points, far below the level observed during the global financial crisis. The Caixin China General Services Business Activity PMI also fell substantially, from 51.8 in January to 26.5 in February. These PMI declines proved to be short-lived, however, because in March the manufacturing PMI rebounded to above 50, implying that the trough in business activity had occurred in February. Nevertheless, overall PMI readings signalled sharp contractions across China's economy amid prolonged production cuts. The marked fall in economic activity in January and February was also reflected in the large year-on-year contractions in industrial production (-13.5%), fixed asset investment (-24.4%) and retail sales (-20.5%). For the first quarter as a whole, year-on-year industrial production declined by 9.3%, while retail sales contracted by around 19%.

Labour market conditions have deteriorated since the outbreak of the pandemic. Official measures show a relatively modest increase in unemployment since the outbreak, from 5% to just below 6% (see Chart 7). This might be due to the authorities' efforts to persuade many businesses to keep their employees. However, unemployment might be higher when non-urban workers are included and could be a drag on future economic recovery. Indeed, employment surveys point to a mixed picture regarding expected employment rates, with businesses foreseeing a quick rebound, while consumers remain more pessimistic about employment prospects (see Chart 8).

Chart 7 Unemployment rate

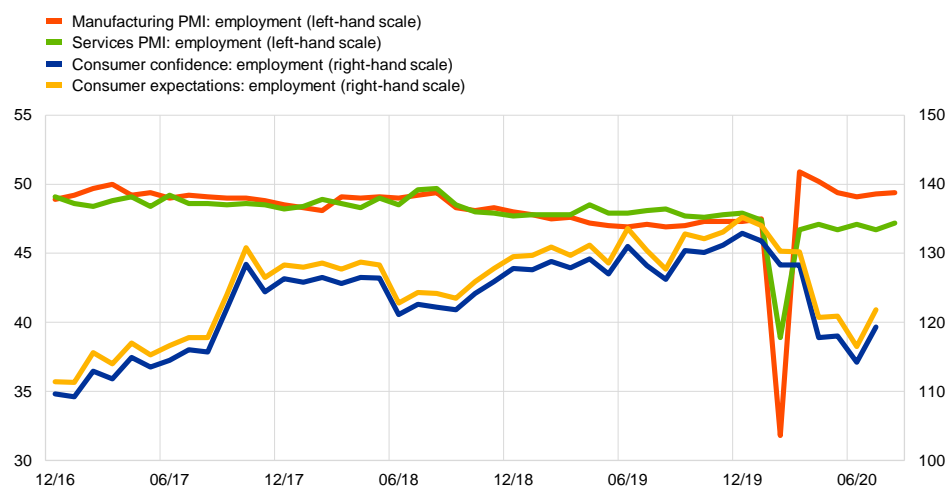
(percentages)



Sources: National Bureau of Statistics of China via Haver Analytics.
Notes: "Unemployment rate" refers to the urban unemployment rate; "Unemployment rate, 31 cities" refers to the urban unemployment rate for 31 major cities. The latest observations are for July 2020.

Chart 8 Employment expectations surveys

(left-hand scale: diffusion index; right-hand scale: index)



Sources: National Bureau of Statistics of China, CEIC Data, Caixin and IHS Markit.
Note: The latest observations are for August 2020 for the PMIs and July 2020 for the consumer surveys.

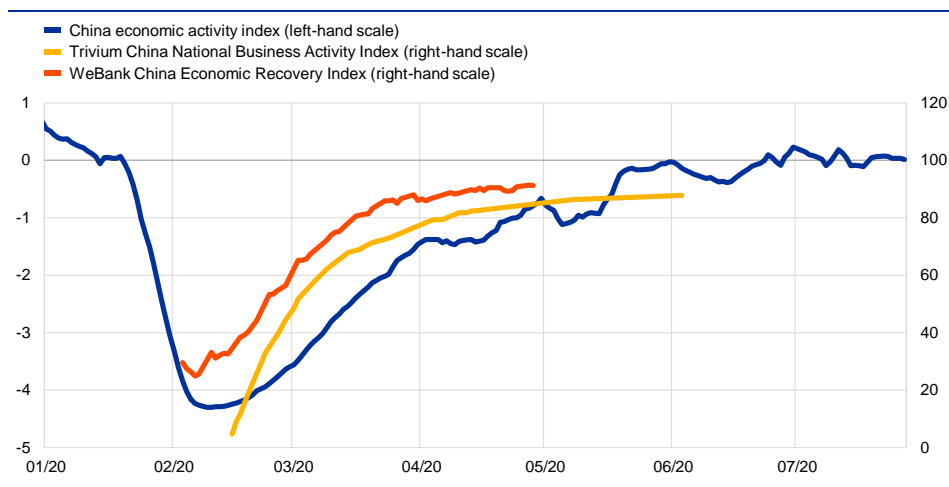
3 The gradual normalisation of the economy after the containment of the outbreak

Following the containment of new COVID-19 cases, the Chinese authorities gradually lifted the protective measures. The easing of restrictions was contingent on local developments in the growth rate of COVID-19. In most provinces, the Lunar New Year holiday had been extended by a week or more into February 2020, while in Hubei province the holiday was extended to 10 March. In terms of the order in which these restrictions were lifted, businesses were allowed to resume operations first,

while travel restrictions initially remained in place. The reopening of businesses presented a logistical challenge, as in some instances supply chains had been disrupted and travel constraints meant that workers were still dispersed across the country.

Following the sharp contraction in economic activity in China during the first quarter, the economy made a relatively swift recovery. In the second quarter, China's GDP increased by 11.5% quarter on quarter and 3.2% year on year, driven primarily by investment, while consumption growth remained negative in year-on-year terms. A broad number of indicators suggest that, within three months, China's economic activity rose from its trough to around 90% of normal levels. A newly developed daily activity indicator⁶⁵ that summarises information from electricity plant coal consumption, real estate market activity, traffic density data and changes in pollution levels shows that economic activity bottomed out in the first half of February and had already recovered to close to its long-term average level by mid-May. Other indicators, such as the [Trivium China National Business Activity Index](#), which estimated China's economic capacity utilisation, and the [WeBank China Economic Recovery Index](#), which tracked the number of businesses reopening, also show resumption rates of around 90% by the beginning of May (see Chart 9).

Chart 9
Economic activity indices



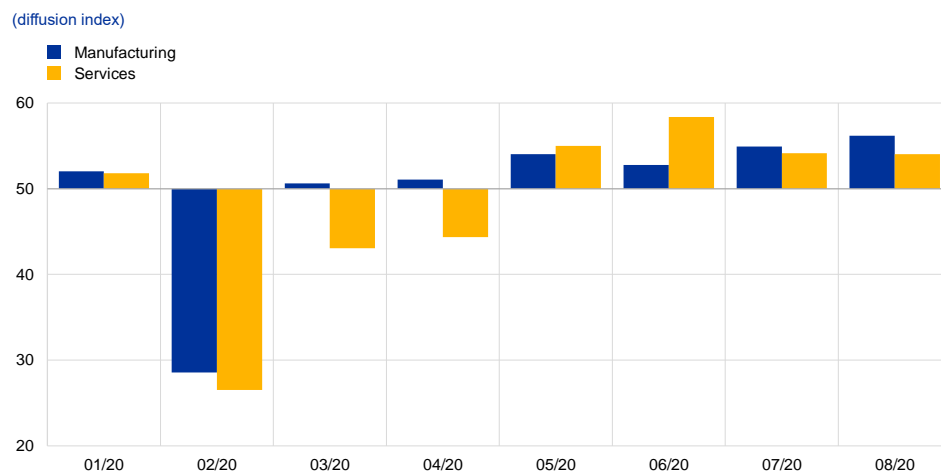
Sources: Trivium China, WeBank and ECB staff calculations.
Notes: 100 denotes the normal level of activity. The latest observations are for 27 July for the China economic activity index, which is measured in standard deviations, 3 June for the Trivium China National Business Activity Index and 28 April for the WeBank China Economic Recovery Index (the latter two indices were discontinued when resumption exceeded 90%).

Survey data point to an uneven recovery, with manufacturing rebounding earlier than the services sector. While the elevated uncertainty necessitates some caution in interpreting PMIs, the manufacturing PMI returned to expansionary territory as early as March, whereas the services PMI continued to signal a softening of activity until May, when it rose above the neutral threshold (see Chart 10). Although the services PMI reached 58.4 in July, its levels in the period from February to April imply that the contraction in the services sector was larger than in manufacturing. Overall,

⁶⁵ The high-frequency China economic activity index is an ECB internal measure which uses principal component analysis to combine data for the above-mentioned indicators.

the manufacturing and construction sectors returned to almost full capacity in the course of May. On the other hand, services sectors, in particular those associated with close physical interaction such as tourism, business travel, and cultural and sporting events, have tended to remain well below pre-outbreak capacity, with activity ranging between 20% and 80% of normal levels.

Chart 10
PMI: manufacturing and services



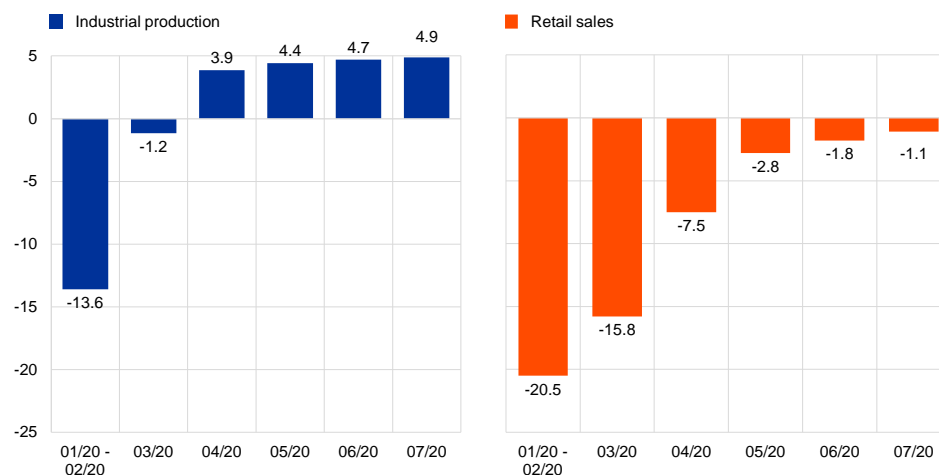
Sources: Caixin and IHS Markit.
Note: "Manufacturing" refers to the Caixin China General Manufacturing Output PMI and "Services" to the Caixin China General Services Business Activity PMI.

The differential speed of recovery is also apparent in production and sales data.

After a weak first quarter, industrial production growth in year-on-year terms returned to positive rates in April and rose further in May. Retail sales, on the other hand, continued to contract in year-on-year terms in the first two months of the second quarter; sales growth improved markedly after the trough in January and February but has not yet returned to positive rates (see Chart 11). The slower rate of recovery in services is due to several factors. Ongoing mandatory social distancing measures are limiting the capacity of businesses in a number of sectors, including catering, entertainment, tourism and cultural services. Uncertainty regarding the renewed rise in COVID-19 cases, particularly in the absence of a medical solution, is further weighing on the demand for services where social distancing remains challenging, such as transportation. Finally, increased unemployment and economic uncertainty are lowering domestic demand for non-essential purchases, which disproportionately affects the services sector. The slow recovery in services is significant for the Chinese economy, as the services sector now contributes more than 50% of China's real GDP growth.

Chart 11**Industrial production and retail sales**

(year-on-year percentage change)



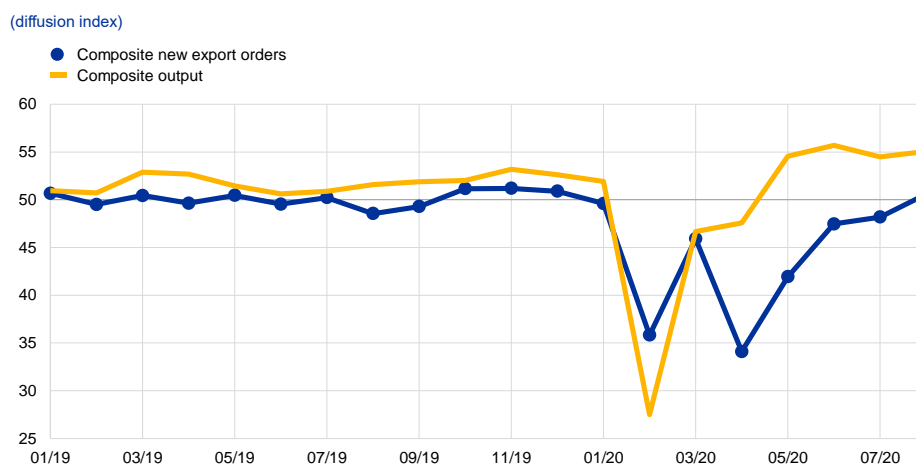
Sources: National Bureau of Statistics of China via Haver Analytics and ECB staff calculations.

Notes: "Retail sales" data are not seasonally adjusted. January and February data are not individually available, so the sum of data for these months is compared with the sum of the previous year's data for January and February.

At the same time, weak foreign demand is impeding China's recovery. Since China was the first country to experience the COVID-19 outbreak, its recovery has coincided with the implementation of strict containment measures among its trading partners as the COVID-19 pandemic took hold across the globe. The lockdown measures in Europe, the United States and the rest of Asia gave rise to a strong decline in demand for China's exports, as can be seen in the Caixin China Composite New Export Orders PMI. In February, a supply shock reduced exports as producers and shipping ports operated at a fraction of their capacity. Following a nascent recovery in March, new export orders declined significantly again in April as external demand plummeted during lockdowns of trading partners. Data for May to August show that foreign demand for China's goods is once again recovering, but also that the spread of the COVID-19 pandemic has led to a decoupling of broader economic growth, as reflected in the Caixin China Composite Output PMI, from its new export orders component (see Chart 12). With export orders passing the neutral threshold of 50 only in August, China's recovery thus far has been driven primarily by domestic factors.

Chart 12

PMI: composite output and new export orders



Sources: Caixin and IHS Markit.

Note: "Composite output" shows the Caixin China Composite Output PMI; "Composite new export orders" shows the Caixin China Composite New Export Orders PMI. The latest observation is for August 2020.

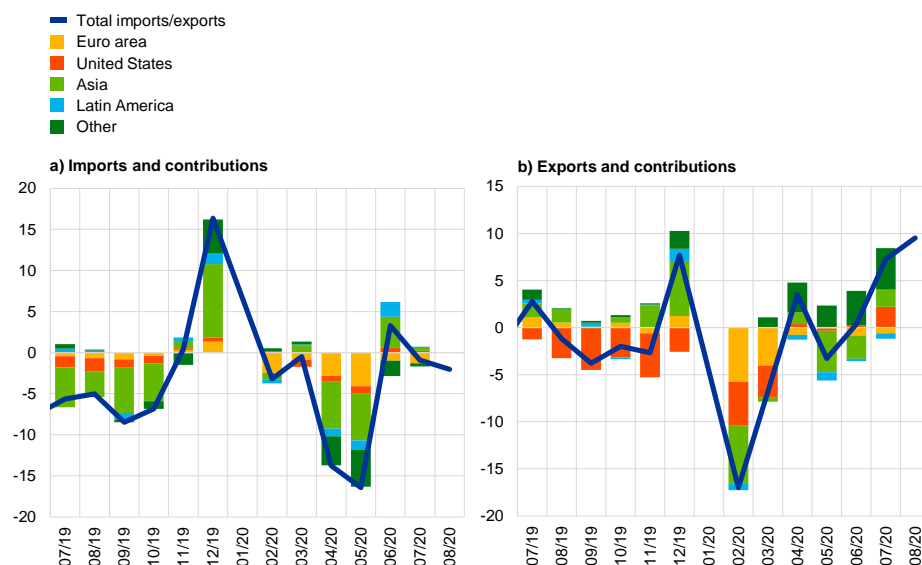
Looking ahead, global developments outside China will also be important for the economy's near-term outlook.

As China emerged from the lockdown, lifting restrictions on businesses and citizens, important trading partners, such as Europe and the United States, enforced containment measures. This has affected China's foreign demand at a time when its domestic recovery also remains relatively fragile. Trade collapsed in the first few months of the year and the sharp decline in exports implied a negative contribution of net trade to growth (see Chart 13). In April, growth in goods exports returned to positive territory, only to contract again the following month as China's main trading partners implemented containment measures. However, since June year-on-year growth in exports has been increasing. Imports have remained very subdued owing to weaker domestic demand and lower oil prices. In addition, the dynamics of exports and imports are intertwined – a considerable share of China's imports ultimately feeds into its exports given its prominent position in global value chains. Recent debates in a number of countries about access to medical equipment and medications may also have longer-term implications for global supply chains. For a number of sectors, such as those considered critical to health or national security, countries may choose to repatriate certain production stages to assume greater domestic control over their production, effectively delinking supply chains. This could weigh on the economic growth of countries that are strongly interlinked with the relevant global value chains.

Chart 13

Imports and exports by trading partner

(year-on-year percentage changes)

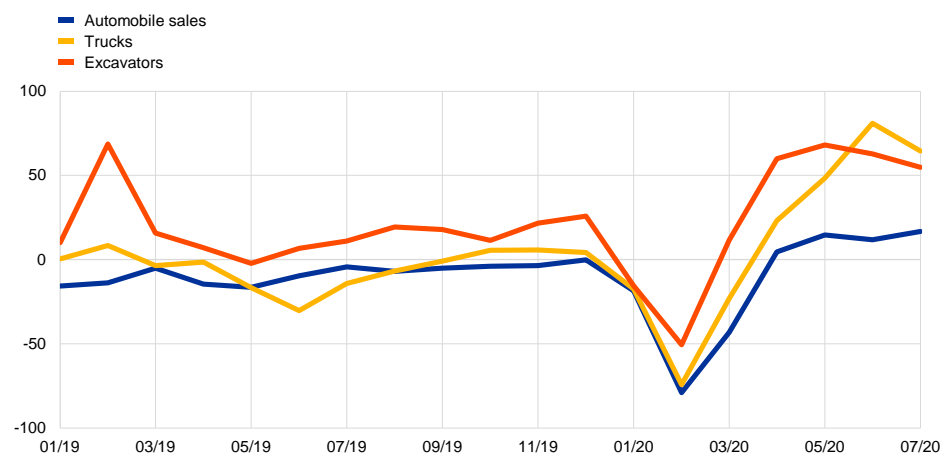


Sources: China's General Administration of Customs, CEIC Data and ECB staff calculations.
Note: Figures for January and February 2020 are aggregated, as monthly contributions are not available.

Meanwhile, some domestic demand components are showing signs of strengthening. For instance, automobile sales turned positive in April for the first time since mid-2018 (see Chart 14). This reflects in part pent-up domestic demand, following a period of very low car sales. It also potentially reflects a shift away from public transport. Moreover, increasing infrastructure spending has led to particularly strong growth in sales of commercial vehicles such as trucks and construction vehicles. Real estate sales have also recovered to reach their 2019 levels, which points to a broader recovery in domestic demand. Revenue from restaurants, on the other hand, was still down in mid-June, at around 34% of the previous year's level.

Chart 14
Vehicle sales in China

(year-on-year percentage changes)



Sources: China Association of Automobile Manufacturers and ECB staff calculations.
 Note: The latest observation is for August 2020.

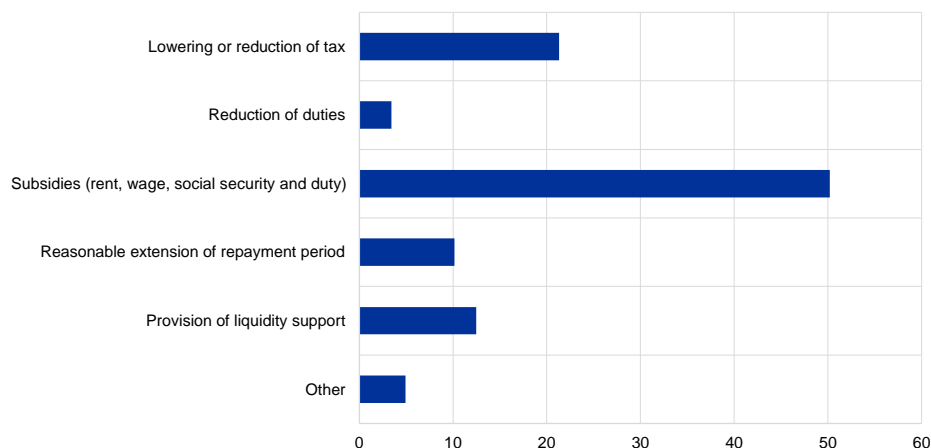
The Chinese authorities have been implementing substantial fiscal and monetary stimuli to cushion the economic shock. With regard to fiscal policy, they are aiming to stabilise employment and economic growth by expanding unemployment insurance, investment and tax relief. Discretionary fiscal measures amounting to around 4% of GDP have been announced, but the total fiscal package is expected to be bigger (see Chart 15). In particular, small and medium-sized enterprises (SMEs) seem to expect substantial additional government support, including tax relief and subsidies, according to a survey conducted by Tsinghua University and Peking University.⁶⁶ The authorities are planning to bring forward infrastructure spending, reduce the tax burden on exporting industries and subsidise durable goods purchases.

⁶⁶ See Huang, Y. et al., “Saving China from the coronavirus and economic meltdown: Experiences and lessons”, *VoxEU*, March 2020, based on Zhu, W. et al., “COVID-19 and Impacts on SMEs: Survey Evidences”, *CEIBS Business Review*, 2020.

Chart 15

Expectations of government support in the light of COVID-19 shocks

(percentages)



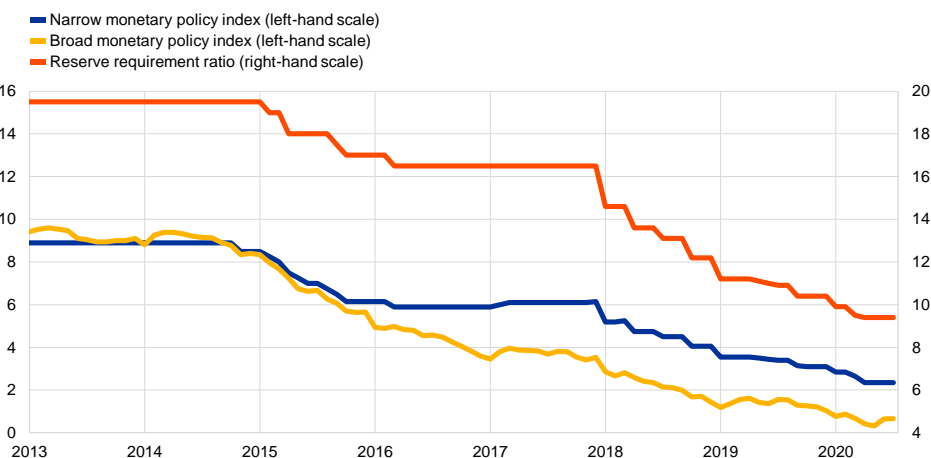
Source: Huang, Y. et al., "Saving China from the coronavirus and economic meltdown: Experiences and lessons", *VoxEU*, March 2020, based on Zhu, W. et al., "COVID-19 and Impacts on SMEs: Survey Evidences", *CEIBS Business Review*, 2020.
Note: The x-axis shows the percentage of respondents expecting the given support measures to materialise.

Monetary policy measures are complementing fiscal policy by ensuring sufficient liquidity in the banking system. The People's Bank of China has cut key policy rates and reserve requirements. Monetary policy has been further loosened since the beginning of 2020 in order to support economic activity, according to summary measures of monetary policy conditions (see Chart 16). Furthermore, the People's Bank of China has directed banks to accommodate delayed loan repayments by businesses, and the banking regulators have provided regulatory relief to banks. These policies have prevented larger increases in bankruptcies and unemployment.

Chart 16

Monetary policy index and reserve requirement ratio

(percentages)



Sources: Lodge, D. and Soudan, M., "Credit, financial conditions and the business cycle in China", *Working Paper Series*, No 2244, ECB, Frankfurt am Main and ECB staff calculations.
Note: The monetary policy index is an ECB summary measure of different monetary policy instruments of the People's Bank of China, including interest rates and quantity-based instruments, adjusting for their relative importance over time.

4 Outlook and risks to the recovery

China's economic outlook remains highly uncertain despite the gradual recovery.

In the near term, China's prospects will depend on the resilience of domestic demand in the presence of increased uncertainty and on developments in the external environment. In addition, the outlook is partially shaped by the extent to which the impact of COVID-19 leads to entrenched changes in the structural and behavioural patterns of the economy. At the last National People's Congress in May 2020, the authorities did not announce an official growth target for the year for the first time in 20 years. This underscores the current uncertainty surrounding China's economic performance, while also pointing to the difficulties of achieving a rate of growth even close to that expected before the current crisis. Furthermore, pandemics can have long-lasting effects through increased precautionary saving and fewer investment opportunities. These potential effects pose additional risks to China's medium-term outlook and reduce the possibility of a quick convergence towards the income levels expected prior to the initial COVID-19 outbreak.

In the absence of a medical solution to COVID-19, social distancing measures will continue to compress economic growth.

Until a medical solution has been developed and is widely available, social distancing measures are likely to remain in place. Distancing measures, while essential to control the pandemic, will continue to affect the economy in a number of ways. In some industries, distancing requirements directly reduce capacity, for instance in restaurants and other venues which host large numbers of customers. More broadly, health risks discourage demand for services which are associated with denser customer and staff attendance. Furthermore, some industries may experience permanent demand losses. For instance, increased experience with remote working arrangements may permanently reduce the demand for business travel and associated services. It will require time for workers in these sectors who have been made redundant to be relocated to other sectors of the economy. In turn, the loss of jobs reduces disposable income and can further weigh on consumption.

China's recovery is subject to a number of risks and could be jeopardised if the country experiences a second wave of infections later this year.

As there is still high uncertainty regarding the availability of a medical solution to COVID-19, it cannot be excluded that – as containment measures are relaxed and social distancing is reduced – a second wave of infections might force the government to reimpose restrictions. Protracted subdued external demand as a result of the pandemic's development in the rest of the world might also weigh on China's recovery. For example, longer-lasting effects on China's trading partners, delays in containing the pandemic across the globe or the emergence of second waves could all affect China's export sector. Further risks to the recovery stem from a potential reescalation of the trade dispute between China and the United States. Although these trade tensions have been attenuated by the "Phase one" trade deal agreed earlier this year, the pandemic and its economic implications have increased the risk that agreed targets will not be met. A further escalation of trade tensions between the two economies and the resultant negative spillovers could further impinge on China's recovery. Ongoing high levels of leverage and other financial imbalances continue to indicate risks to

financial stability. While the Chinese authorities have successfully clamped down on credit growth in recent years, the stock of debt is still relatively high, both at the household and at the corporate level. In addition, although macroprudential policies have curbed the growth of the shadow banking sector, its level remains elevated. In particular, the short-term funding structure in large parts of the shadow banking system could be susceptible to sudden changes in investors' risk appetite, and thus subject to liquidity and rollover risks.

5 Conclusion

This article reviews both traditional data and non-conventional high-frequency indicators to assess the pace of the economic recovery in China. Following a downturn that materialised with unprecedented speed in early 2020, the economy rebounded to activity levels close to those seen prior to the COVID-19 outbreak in a matter of three months. This relatively swift pace of recovery is due to the supply shock nature of the downturn, which meant that production capacity was able to resume in a relatively short period of time. However, the contraction of demand will take longer to fully normalise as the ongoing need for social distancing weighs on activities that involve denser congregations of people.

The outlook for China's economy hinges on several uncertain factors. The first and most significant factor is the time required to develop and implement a medical solution to the pandemic. The second is the potential for flare-ups and second waves of COVID-19 prior to the availability of a medical solution. The third factor is the pace of the recovery of China's trading partners. Finally, a number of structural and geopolitical factors also affect the future growth path of China, including the extent of a potential decoupling from global value chains, as well as future trade relations with major trading partners, particularly the United States. While a normalisation of economic activity in the course of 2021 appears the most likely scenario, the above factors could lead to considerable deviations from this baseline. In view of China's increasing role in determining global growth, the uncertain factors surrounding China's recovery are of utmost importance for the world's economic outlook.

2 The viral effects of foreign trade and supply networks in the euro area

Prepared by Virginia Di Nino and Bruno Veltri

Adverse shocks induced by containment measures introduced in response to the coronavirus (COVID-19) are not limited to the originating country; while not the sole propagation mechanism, foreign trade transmits these shocks across economies. In the euro area, the deep integration of firms within regional supply chains – as well as strong demand ties – acts as a magnifying mechanism. This article quantifies the propagation and impact of adverse shocks originating in the euro area on euro area GDP, foreign trade and trade balances. It concludes that the transmission to the rest of the euro area of a shock originating in one of the five largest Member States ranges between 15% and 28% of the original shock's size. The negative spillover effects are most severe for open countries and those most intertwined in regional production networks.

1 Introduction

In their attempts to limit the spread of the COVID-19 pandemic, all euro area governments introduced lockdowns and containment measures, spurring a blend of supply and demand shocks which adversely affected their economies in addition to the economic consequences of the disease itself. As the pandemic unfolded across the globe, many other countries adopted similar measures, thus putting the euro area under further strain, as commercial and business activities were closed, movement permitted only for necessities, and travel limited to essential business or where *force majeure* made it necessary. The severe repercussions at national level on the spending capability, consumption and investment preferences of economic agents have spread across the globe, with their intensity depending on the degree of economic and industrial interconnectedness.

This article employs multi-regional input-output tables to evaluate the transmission via foreign trade of adverse shocks generated by lockdowns and containment measures across the euro area.⁶⁷ This methodology offers several benefits. Opting for a full representation of country-sector production and demand linkages allows us to evaluate the spillover and the spillback effects of any idiosyncratic shock on output, value added, and domestic and foreign trade of any

⁶⁷ The literature on the macroeconomic effects of COVID-19 has been rapidly expanding, touching also upon the effects of lockdowns and containment measures on GDP and trade of partner economies. See Barrot, J.-N., Grassi, B. and Sauvagnat, J., "[Sectoral Effects of Social Distancing](#)", HEC Paris Research Paper No FIN-2020-1371, 2 April 2020, Navaretti, G.B., Calzolari, G., Dossena, A., Lanza, A. and Pozzolo, A.F., "In and out of lockdowns: Identifying the centrality of economic activities", Covid Economics, Vetted and Real-Time Papers, No 17, Centre for Economic Policy Research, 13 May 2020, Bonadio, B., Huo, Z., Levchenko, A.A. and Pandalai-Nayar, N., "[Global Supply Chains in the Pandemic](#)", Working Paper, No 27224, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, May 2020, Bodenstein, M., Corsetti, G. and Guerrieri, L., "[Social Distancing and Supply Disruptions in a Pandemic](#)", *Finance and Economics Discussion Series 2020-031*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 16 April 2020, and Baqaee, D. and Farhi, E., "[Nonlinear Production Networks with an Application to the Covid-19 Crisis](#)", Working Paper, No 27281, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, May 2020.

other country and sector within a single overarching framework. The methodology enables us to obtain a breakdown of the full shock-transmission mechanism into direct effects on trading partners and spillover effects on third countries via trading partners and on industries. The latter are only indirectly affected as a result of effects on the inputs of the sector directly affected by suppression measures. Our methodology accommodates the analysis of a variety of shocks, in particular, single country, multi-country, sector specific and foreign trade specific shocks. The abovementioned properties are particularly relevant given the strong interdependence of euro area economies and this article's focus on shocks originating in the euro area. In this context, analyses based on methodologies that fail to consider euro area interconnectedness are likely to underestimate the effective impact of the COVID-19 shock.

The remainder of this article is structured as follows. The methodological framework, scenarios and related assumptions are described in Section 2. Section 3 describes the channels of transmission and Section 4 discusses the effects on the euro area economy of lockdowns and containment measures implemented in its five largest economies. It also delves into the mitigation effects expected to result from the policies designed by governments to support citizens' income and business activity in times of pandemic. Section 5 concludes by reviewing the main takeaways from our analysis and discusses the potential structural economic changes triggered by COVID-19.

2 Data and methodology

The article takes data from the Multi-Regional Input-Output (MRIO) database of the Asian Development Bank (ADB) that reconstructs national and international flows between country-sector pairs and sectoral final demand. The database encompasses all euro area economies and a broad set of other countries. Compared with alternative sources, it also provides more recent information up to 2018 (see Box 1 for a detailed description of the database and our methodology).⁶⁸

The analysis uses a static representation of the economic linkages across sectors and countries to evaluate the economic effects on individual industries of virus-suppression policies. Different sectors are affected to varying degrees by supply disruptions and lockdown measures. The entire manufacturing industry, except for food, beverages, tobacco and pharmaceuticals, has been significantly affected by COVID-19 containment measures. Repercussions on agriculture and aquaculture have been less severe, as is the case for certain services that can be provided remotely, such as telecommunications (which may even have received a boost as a

⁶⁸ The conclusions of our empirical assessments have been cross-checked using the world input-output tables (WIOT) in the World Input-Output Database (WIOD), an alternative source of inter-country sector linkages that includes 45 countries and spans 56 sectors, but contains outdated information (the latest data are from 2014). The WIOD is a project covering the years 2000-2014 financed by the European Commission and developed by a consortium of universities and research institutes. The MRIO database expands on the WIOD along two main dimensions – it extends the tables to include more recent data (the latest are from 2018) and several additional Asian economies. However, it features a more limited number of sectors (35 versus 56 in the WIOD) as service activities are less finely defined. The MRIO database has been extensively used in the literature.

result of the changing behaviour of economic agents during the pandemic). We account for this through the careful differentiation of production shocks in Section 4. Conversely, other areas, namely transport, tourism and accommodation, are assumed to have experienced the severest adverse hits.

Box 1

A working tool: the inter-country input-output tables

This box describes the structure of the inter-country input-output tables (ICIOTs) and how different types of shocks can be applied to them. An ICIOT (see Table A) is structured around two main matrices: the international market for intermediates, Z, and the international market for final goods, Y. The rows of Z are producing country-sectors and the columns are consuming country-sectors. The columns of Y are pairs of countries and final demand sectors (such as private consumption and investment), only one of which is depicted in the simplified illustration below. Both Y and Z consist of G times G submatrices that contain the bilateral sectoral supply linkages between all country pairs.

Table A

Structure of inter-country input-output table with G countries and N sectors

		Outputs				Final demand				Total output
		1	2	...	G	1	2	...	G	
Inputs	1	Z11	Z12	...	Z1G	Y11	Y12	...	Y1G	X1
	2	Z21		...	Z2G	Y21		...	Y2G	X2

	G	ZG1	ZG2	...	ZGG	YG1	YG2	...	YGG	XG
Value added		VA1	VA2	...	VAG					
Total output		(X1)	(X2)	...	(XG)					

Note: Z_{ij} is the $N \times N$ matrix of intermediate inputs produced in country $i \in \{1, \dots, G\}$ and consumed in country $j \in \{1, \dots, G\}$. VA_i is the $1 \times N$ vector of value generated in country $i \in \{1, \dots, G\}$. X_i is the $N \times 1$ vector of gross output produced in country $i \in \{1, \dots, G\}$ and Y_{ij} is the $N \times 1$ vector of final goods and services completed in country i and absorbed in country $j \in \{1, \dots, G\}$.

A number of aggregate and more granular descriptive statistics can be obtained from the ICIOTs. This is illustrated below by some examples. Let $z_{ijst}, y_{ijs}, x_{is}, va_{is}$ denote the elements of the respective matrices, where $s, t \in \{1, \dots, N\}$ denote the exporting and the importing sector respectively. The sectoral value added for country 1 is then calculated for each sector as total output minus intermediate input,

$$(1) \quad va_{1\sigma} = x_{1\sigma} - \sum_{i=1}^G \sum_{s=1}^N z_{i1s\sigma} = \sum_{j=1}^G \sum_{t=1}^N z_{1j\sigma t} + \sum_{j=1}^G y_{1j\sigma} - \sum_{i=1}^G \sum_{s=1}^N z_{i1s\sigma} \quad \forall \sigma \in \{1, \dots, N\}.$$

Sectoral exports of country 1 equal total sectoral output minus sectoral output consumed on the domestic intermediate and final market,

$$(2) \quad exp_{1\sigma} = \sum_{j=1}^G \sum_{t=1}^N z_{1j\sigma t} + \sum_{j=1}^G y_{1j\sigma} - \sum_{t=1}^N z_{11\sigma t} - y_{11\sigma} \quad \forall \sigma \in \{1, \dots, N\} \quad \forall \sigma \in \{1, \dots, N\},$$

while sectoral imports equal total intermediate inputs plus final demand produced by the sector minus intermediate and final consumption originating from domestic sectoral production,

$$(3) \quad imp_{1\sigma} = \sum_{i=1}^G \sum_{t=1}^N z_{i1\sigma t} + \sum_{i=1}^G y_{i1\sigma} - \sum_{t=1}^N z_{11\sigma t} - y_{11\sigma} \quad \forall \sigma \in \{1, \dots, N\}.$$

The sum across sectors of (1), (2) and (3) yields, respectively, the GDP, total export values and total import values of country 1.

We apply sectoral supply shocks to rows and demand shocks to columns. Shocks are calibrated based on internal and external analyses of the repercussions of countries' containment measures.⁶⁹ In Table A, the matrices affected by a single-country production shock are represented by a red solid line, an intermediate demand shock by a green dashed line and a final demand shock by a blue dotted line. Depending on the scenario, a shock (s) can be single-country or multi-country and model production disruptions or final demand shocks. The ICIOT ($Z^* Y^*$) including the production shock is obtained by multiplying the rows of the affected matrices by the $N \times 1$ shock vector \mathbf{s} ($Z_{ij}^* = Z_{ij} \otimes s1'$, where \otimes is the Hadamard product) and the ICIOT including the demand shock by multiplying the columns of the affected matrices by the transposed shock vector ($Z_{ij}^* = Z_{ij} \otimes 1s'$). The impact of each shock on euro area activity and foreign trade is the difference between the values obtained from the pre-shock ICIOT and the post-shock ICIOT.⁷⁰ In a second stage, indirect shocks are applied to model the supply chain adjustment to the shock in the first stage. Their calibration is a function of the initial shock, the WIOT structure and the assumption on the elasticity of output with respect to intermediates, which is discussed below. The economic mechanism is explained in Section 3.

There is, however, a caveat to this approach, which concerns the treatment of shock vector intersections. Take, for instance, a single-country shock to economy c affecting all sectors differently. The linkage $Z_{cc}(1,2)$, i.e. the intermediate inputs of country c sector 1 to country c sector 2, could be reduced either by the production shock in sector 1 or by the intermediate demand shock of sector 2. In these situations, we assume that equilibrium is determined by supply, which means that the production shocks are the initial triggers and do not account for further fallout on the activity of sector 1 due to lower intermediate demand from sector 2.⁷¹

An important simplifying assumption made in our approach is that a production shock in one country-sector pair triggers an equivalent intermediate demand shock and vice versa. Our strict proportionality assumption is akin to assuming that the base reproduction number (r_0) is equal to unity and constant over time, hence each additional shock will always have a similar effect on the economy.⁷² This is nevertheless a simplification since, in this rapidly changing reality, the dynamics of propagation of a shock through foreign trade are similar to those of the spread of a virus and the contagion rate in the economic “epidemic” process rises rapidly in the early stages when few sectors and economies are infected. In the very short run, key components and crucial services that suddenly cannot be delivered anymore can paralyse entire production chains, but contagion progressively flattens and abates as more and more economies are hit.

⁶⁹ These assessments consider the effects of fiscal and monetary measures on sectors' activity and countries' GDP. Therefore, while we do not explicitly evaluate the effects of policy measures, we indirectly take their effects into account in the shock calibration.

⁷⁰ Pre- and post-shock values of economic statistics were obtained through ICIO, a built-in tool in Stata; see Belotti, F., Borin, A. and Mancini, M., “[icio: Economic Analysis with Inter-Country Input-Output Tables in Stata](#)”, Policy Research Working Paper No 9156, World Bank, Washington DC, February 2020.

⁷¹ As a result, the production shock is not exactly equal to the value-added shock; according to our computations, such discrepancies are of a two-decimal order of magnitude. Moreover, this concerns sector spillover effects in the domestic market whereas the article focuses on the international transmission of idiosyncratic shocks, which is not affected.

⁷² In the extreme scenario, when no substitution across inputs, sources or final destinations is possible in the production process, the entire supply network is already disrupted by the first shock; in a situation of this kind, r_0 goes to infinite but then falls rapidly to zero for any subsequent shock.

In our framework, as long as the relative magnitude of sectoral innovations is preserved, the final effects of a given shock are proportional to the original shock. Because of the linearity of our model, shock effects on macroeconomic variables can be scaled up or down if the sectoral distribution (in a single-country shock) or inter-country relative distribution (in a multi-country shock) remains the same. In this way, our assessments can be adapted to analyse the effects of milder or more severe trajectories that the pandemic might take. Sectoral shocks are reported as percentages of the largest shock. Thus, the industry experiencing the sharpest contraction in production takes the value of 100 and shocks in other sectors are indexed to it. We calibrate the shocks based on sectoral information available on the effects of suppression measures and on analyses from internal experts as well as external sources. For example, the shock to weighted aggregate activity in each country is set equal to the GDP contraction projected in the June 2020 Broad Macroeconomic Projection Exercise (BMPE).

The analyses rest on some key assumptions and have certain limitations, such as:

- they strip out the price effects of implemented policies;
- they provide no information on the implications of and interaction with significant monetary policy measures, although the effects of implemented fiscal and monetary policies indirectly influence the exercises to the extent that they modify the forecasts of aggregate output developments in 2020;
- moreover, since they are static, the assessments ignore potential permanent changes in the structure of economies that may ensue from reshoring or the diversification of essential production processes and changes in lifestyle, time allocation across activities, consumption preferences and daily needs.

Possible trade diversion effects are ignored as their appearance may be delayed and our analysis focuses on 2020. The assumption of non-substitutability of supply and demand (lower exports by a country will not be replaced by other countries' exports) across origins and destinations is strong,⁷³ drawing on the idea that, as with viruses, immunisation from shocks disrupting global value chains (GVCs) requires time. It may entail, for instance, starting new lines of production or diverting demand to other suppliers, which may prove to be imperfect substitutes as a result of limited supply capacity or other factors.

3 Transmission channels

There are several contributions in the literature on GVCs showing that production networks propagate idiosyncratic shocks and can be a source of

⁷³ This is a reasonable assumption in the short to medium run for some highly specialised services and manufacturing, where alternative suppliers for specific parts and components are difficult to find, especially during global shocks.

aggregate fluctuations.⁷⁴ In this section, we discuss the various channels that are at play when this occurs and how shocks originate in country-sectors and spill over to the rest of the world, amplified by foreign trade.

Domestic production shocks applied to the ICIOT are transmitted to upstream and downstream trading partners and further up and down the chain to partners of trading partners via export and import channels. Intuitively, by halting domestic production, lockdown measures are conducive to shortages of intermediate goods produced domestically that enter foreign production processes via trading partners (known as the export channel). These shortages generate negative supply shocks for companies located downstream in the chain. At the same time, they reduce the demand for foreign intermediates entering domestic production processes (known as the import channel). The closure of businesses also results in a negative demand shock for companies located upstream in the production process relative to the original locked-down businesses. To the extent that intermediates cannot be substituted, the entire foreign production line is hampered and, consequently, purchases of intermediates from any other country are reduced proportionately. The operation of the export channel propagates initial supply shocks further down the chain. Likewise, lower import demand for foreign intermediates has a negative effect not only on their production in partner economies, but also in other countries that supply inputs for the same processes. The import channel hence has an indirect impact on all companies upstream. Besides intermediate-production linkages, lockdown measures also reduce exports of final products, hence constraining consumption possibilities and potentially generating unintended and temporary extra savings.

Final demand shocks in the ICIOT are only transmitted up the value chain and therefore have a more limited direct impact on foreign countries. Negative demand shocks have a direct negative impact on imports, leading to a reduction in the production in other countries, unless firms replace them with exports to other destinations; this in turn leads to a decrease in their demand for intermediates. This process could be reiterated several times up the value chain. We, however, only model the first two steps, the reduction in imports and foreign production and the foreign intermediates demand shock. This is to account for the time lag that production adjustment needs, but also because the magnitude of indirect effects shrinks with each iteration.

To illustrate the transmission mechanism, let us consider shop closures and, more specifically, look at the case of a bar forced to lock down. Intuitively, if hypothetically the output of food and entertainment services goes down by 10% and these services account for 10% of GDP; such measures will have a direct negative effect on GDP of 1%. However, the bar will reduce its purchases of beer, which will have an impact on the revenues of beer producers which is equal to their share of the

⁷⁴ See Acemoglu, D., Akcigit, U. and Kerr, W., “[Networks and the Macroeconomy: An Empirical Exploration](#)”, NBER Macroeconomics Annual 2015, Vol. 30, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, June 2016, pp. 273-335, Acemoglu, D., Carvalho, V.M., Ozdaglar, A. and Tahbaz-Salehi, A., “The Network Origins of Aggregate Fluctuations”, *Econometrica*, Vol. 80, No 5, September 2012, pp. 1977-2016 and Gabaix, X., “The Granular Origins of Aggregate Fluctuations”, *Econometrica*, Vol. 79, No 3, May 2011, pp. 733-772.

total costs of bars. If we assume this to be 20%, then an additional contraction of 0.2% in GDP will ensue. Looking further upstream in the beer production process, when beer sales wane, producers order and purchase fewer hops by an amount proportional to the share of hops in total costs. If this ingredient accounts for 25% of beer production costs, a further 0.05% is shaved off the GDP. The overall effect on the country GDP will be equal to -1.25% if the production chain is entirely domestic, while the negative impact is shared internationally if foreign companies are part of the supply chain. Our analysis of spillover effects stops at hops although it encompasses all the economic ties that the bar and the beer producers maintain with other sectors and economies.

4 Euro area-wide repercussions of containment measures in the five largest economies

COVID-19 migrated from China across the euro area before spreading to the rest of the western hemisphere, hence containment measures outside of China were first enforced in Europe.⁷⁵ Using the transmission channels explained above, we assess spillovers from the lockdowns, temporary closures, restrictions on movement and other containment measures adopted by the five largest euro area economies (Germany, France, Italy, Spain and the Netherlands) since early March 2020.

The sectoral distribution of production shocks reflects the expected differential impact of containment measures across industries. The distribution by major NACE⁷⁶ category is presented in Table 1. As expected, trade, transport, accommodation and food services are among the hardest hit in all countries, while for other sectors, particularly manufacturing, there are significant differences. The initial aggregate GDP shocks to the five largest euro area economies in 2020 correspond to the projections for euro area economies in the June 2020 BMPE.⁷⁷ However, as mentioned above, the overall magnitude of the shock does not matter for the computation of shock transmission in this framework, since the results can be scaled up.

⁷⁵ COVID-19 initially concerned China before migrating to Europe and spreading globally to become a true pandemic. This article studies its effects in the euro area, i.e. focusing on the period in which contagion spread mainly across Europe. However, since suppression measures were adopted around the globe, additional analyses have been conducted to quantify their impact on the euro area economy. We find that the euro area would experience a 2% GDP contraction % when the GDP weighted aggregate demand in the rest of the world falls by 9.7%. The direct effects on euro area economies are a result of lower exports of final products to the rest of the world. Output in the euro area adjusts to lower exports and the demand for intermediates by euro area producers, both from within and outside the region, also contracts. Therefore, the proper supply chain transmission mechanism is triggered in a second stage and contributes about a quarter to the propagation of the foreign demand shock within the euro area (0.5 percentage points).

⁷⁶ The “Statistical classification of economic activities in the European Community” (derived from the French *Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne*).

⁷⁷ See the box entitled “[Alternative scenarios for the impact of the COVID-19 pandemic on economic activity in the euro area](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2020.

Table 1

Shock calibration: indices of sectoral output shocks due to containment measures by main sector of activity

Sector	Germany	France	Italy	Spain	The Netherlands
Agriculture	25.0	6.2	25.0	15.0	25.0
Industry (excluding manufacturing and construction)	75.0	9.9	75.0	15.0	75.0
Manufacturing	75.0	35.8	75.0	31.3	75.0
Construction	75.0	100.0	75.0	73.1	75.0
Retail trade, transport, accommodation and food service activities	100.0	64.2	100.0	98.5	100.0
Private services	47.5	22.1	25.0	41.5	51.6
Public administration	25.0	18.5	25.0	-3.0	25.0
Arts, entertainment, recreation and other activities	75.0	70.4	75.0	100.0	75.0

Source: ECB staff calculations.

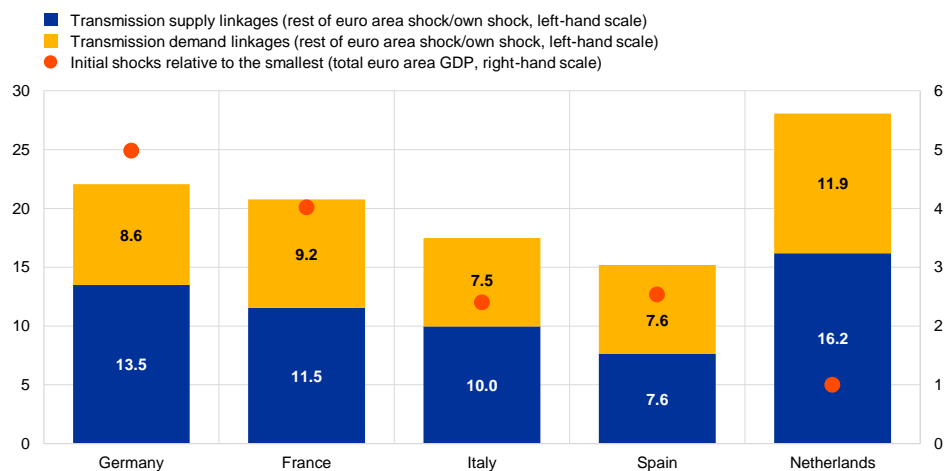
Note: The shock in the most severely hit sector resulting from containment measures is indexed to 100, shocks in the other sectors are a percentage of this. Private services include several activities: information and communication, financial and insurance activities, real estate activities and professional, scientific, administrative and technical activities

There is very substantial transmission of domestic shocks in the five largest euro area economies to aggregate activity in the rest of the area. Aggregate results are reported in Chart 1. Based on the current structure of euro area countries and their interdependencies, our assumptions and the sectoral calibration above, the impact of a shock similar to the COVID-19 suppression measures applied to the five largest euro area economies would be amplified by 15-28%. This happens in two steps. First, in this scenario, a GDP loss of €100 in Germany causes a loss of €13.50 in the rest of the euro area through supply linkages (see blue bars in Chart 1). Lost output results in a reduction in income if the original shock is not countered through policy measures. The income shock then triggers an identical demand shock that is distributed homogeneously across expenditure components, domestic and foreign production, leading to a contraction in euro area GDP of a further €8.60 (see yellow bars in Chart 1). The main finding of this exercise is that the degree of interconnectedness influences the amplification of the initial shocks.

Chart 1

Transmission of single-country shocks to the five largest euro area economies through supply and demand linkages

(left-hand scale: percentage; right-hand scale: multiples)



Source: WIOD, MRIO database of the ADB, ECB staff calculations

Notes: Shocks are indexed to the smallest shock in terms of euro area GDP (the Netherlands), which is set to 1; the other aggregate shocks are multiples of it. For instance, the initial shock to Germany takes on the value of five because it has five times more weighting in euro area GDP.

Euro area foreign trade contracts by more than aggregate activity and lockdown measures lead to GVC retrenchments. The box entitled “The fall in manufacturing and services activity in the euro area: foreign versus domestic shocks” in the April edition of the Economic Bulletin discusses the euro area regional production network, focusing on how it has changed since the global financial crisis (GFC).

COVID-19-induced shocks have caused a deterioration in the net trade positions of euro area Member States. Net trade has contracted in all of the five largest euro area economies, substantially contributing to the transmission of the initial domestic shock to GDP. We find that the deterioration is greatest for the most open countries, those running large trade surpluses and for economies (the Netherlands and Germany) that are most intertwined with those experiencing the shocks. Based on monthly trade data for April and May, partial indications on changes to the euro area trade balance in the second quarter of 2020 support our conclusion of a deterioration in the euro area’s external position.

Table 2**Most affected countries and sectors in the euro area**

Shocked country	Production shock: most affected countries and effects relative to average effect in the rest of the euro area	Final demand shock: most affected countries and effects relative to average effect in the rest of the euro area	Production shock: most affected sectors and effects relative to average euro area effect	Final demand shock: most affected sectors and effects relative to average euro area effect
Germany	NL (5.5), LU (4.1), BE (3.3)	LU (4.7), NL (3.6), SK (3.2)	Coke, Petroleum, Fuel (2.8), Transport equipment manufacturing (2.4), Electrical and optical equipment (2.2)	Coke, Petroleum, Fuel (2.4), Wood products (1.0), Non-metallic minerals (1.0)
France	BE (3.4), LU (3.3), NL (1.9)	LU (2.9), BE (2.8), NL (1.7)	Construction (3.5), Air transport (2.8), Retail trade (2.0)	Coke, Petroleum, Fuel (1.5), Construction (1.1), Food & Bev, Tobacco (1.1)
Italy	SI (5.0), LU (4.0), MT (3.9)	LU (4.8), MT (3.7), SI (3.0)	Leather & Footwear (4.3), Textiles (3.7), Activities of households as employers (3.4)	Activities of households as employers (2.7), Coke, Petroleum, Fuel (1.8), Mining & Quarrying (1.3)
Spain	PT (4.9), FR (1.8), NL (1.1)	PT (3.4), LU (1.6), IE (1.3)	Hotels and restaurants (5.2), Activities of households as employers (4.0), Air transport (3.1)	Coke, Petroleum, Fuel (2.4), Activities of households as employers (2.0), Hotels and restaurants (1.9)
Netherlands	BE (7.3), IE (6.7), LU (6.5)	BE (3.9), LU (3.5), IE (2.5)	Mining & Quarrying (4.6), Coke, Petroleum, Fuel (3.7), Wholesale trade (2.8)	Health and social work (1.0), Coke, Petroleum, Fuel (1.0), Financial intermediation (0.8)

Source: ECB staff calculations.

Note: The numbers in brackets denote multiples of average effect, i.e. how much bigger the effect on the respective country or sector is compared to the average effect on the euro area excluding the shocked country (countries) or compared to the average effect on the euro area (sectors).

Box 2**The euro area regional production network**

The euro area is a unique example of a regional production network. GVC linkages in the region reflect an intricate supply web with more than one hub, comprising production, shipping and financial centres. Intermediates travelling across several borders in such networks form the majority of euro area trade, while disruptions are transmitted across the region either because inputs from another euro area country become unavailable (forward linkages) or because as firms in the rest of the euro area reduce their output, foreign demand for domestic intermediates wanes (backward linkages). In this context, demand and supply shocks blend and reinforce each other as they propagate among member states.

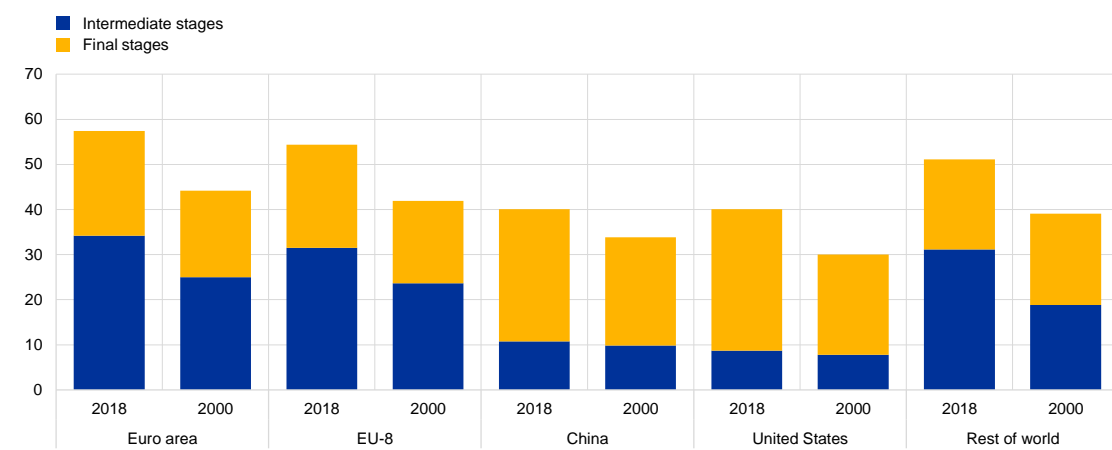
This box describes the euro area production network and discusses how it has changed, focusing in particular on the period after the GFC. Intra-euro area GVC trade is compared with trade with other main trading partners/regions (the eight non-euro area economies in the European Union, China, the United States and the rest of the world). The analysis uses a refined definition of GVC trade that distinguishes between shallow and deep GVC linkages. In particular, GVC trade is defined in the literature as the share of exports and imports that crosses at least two borders (concerning three

economies) before reaching the final destination.⁷⁸ We further separate it into deep and shallow GVC trade. The former is the share of exported and imported intermediates entering intermediate stages of production in the importing-exporting country (blue bars in Chart A) while shallow GVC trade occurs when the goods and services produced in a global network are traded directly with the final absorbing partner (yellow bars in Chart A). This distinction is key when disentangling trade within a production network from GVC trade with other production networks.

Chart A

GVC exports by main euro area trading partner/region

(as a percentage of total bilateral exports)



Source: WIOD, MRIO database of the ADB, ECB staff calculations.

Notes: The sum of blue and yellow bars represents GVC exports, i.e. the share of total exports that crosses at least two borders before reaching the final destination. The chart breaks down total GVC trade into shallow GVC linkages, that is the share reaching the final transforming economy (yellow bars), and deep GVC exports, that is intermediates processed and then re-exported for further processing (blue bars).

The European production network remains the engine behind aggregate activity in the euro area. In 2018, three-quarters of the intermediates exported by euro area countries within the European Union were destined for further processing and re-exporting; two-thirds reached another euro area member. The share of GVC trade in intermediates exported at intermediate stages of production (of total intra-euro area trade) is three times as large as that with China (33% versus 11%, see blue bars in Chart A) and four times as great as that with the United States (8%). Indeed, the bulk of GVC trade with other regions occurs at the final stages of production, i.e. it concerns intermediates directly embedded in finished goods (see yellow bars in Chart A).

Supply chains in the euro area continued to develop amid a decline in GVCs' share of total global exports since before the GFC. While the global trade slowdown did not spare euro area trade, the euro area actually strengthened its position as a leader in GVCs relative to other regions after the GFC. More than half of total exports consist of production that is processed across several borders, a share far greater than in China or the United States (both around 30%).

Since the GFC, the euro area has reorganised its internal production network, further deepening its regional core and expanding its influence on the rest of the EU.⁷⁹ Chart B breaks down the change in GVC exports that occurred between 2008 and 2018 within the euro area and with its main foreign trading partners (the United States, China and non-euro area economies in the EU), highlighting

⁷⁸ Borin A. and Mancini, M., "Measuring What Matters in Global Value Chains and Value-Added Trade", World Bank Policy Research Working Paper No 8804, World Development Report 2020, 4 April 2019.

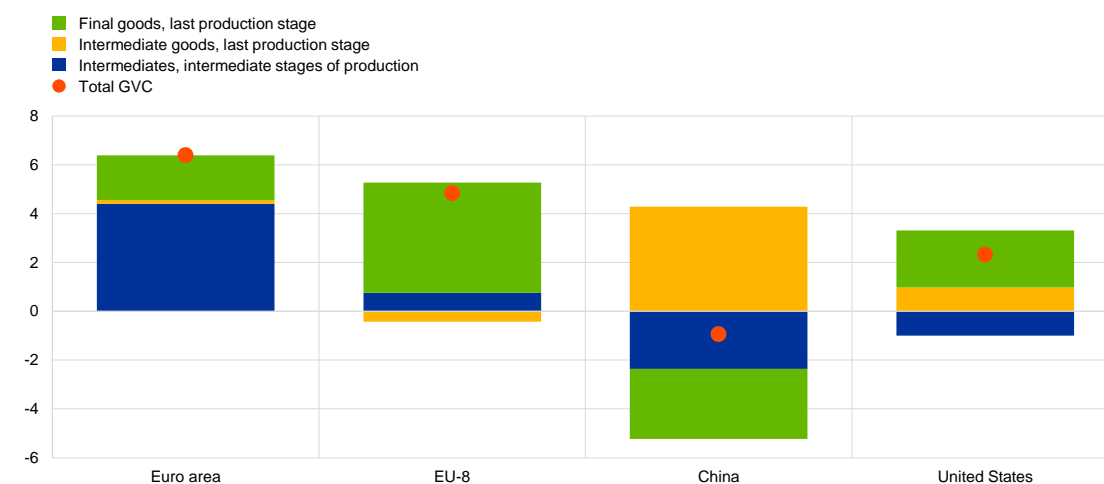
⁷⁹ The rest of the EU is composed of Bulgaria, Czech Republic, Denmark, Croatia, Hungary, Poland, Romania, and Sweden.

shallow GVC exports (green and yellow bars) and deep GVC exports (blue bars). From a euro area perspective, the global shortening of value chains was counterbalanced by further integration within the regional network in the euro area and with the rest of the EU (6 percentage points and almost 5 percentage points respectively, see red dots in Chart B). Such progress is in contrast to the decline with China and the significant slowdown with the United States. Moreover, the core of euro area supply chains deepened further (blue bars in Chart B) whereas GVC trade with other regions mainly concerned shallow linkages (green or yellow).

Chart B

Change in euro area GVC exports, shallow and deep linkages (2018-2008)

(as a percentage of total bilateral exports)



Source: WIOD, MRIO database of the ADB, ECB staff calculations.

Notes: The chart breaks down the total change in GVC exports (the share of trade that crosses at least two borders before reaching the final destination, red dots) between 2008 and 2018 into three main components: the share that consists of intermediates embedded in finished production (yellow), the share of exports in final goods that were produced in a supply chain (green) and the share of intermediates that are processed by the importer and then re-exported for further processing (blue).

Integration within the euro area is clustered around a few economies (Germany and the Netherlands in particular). Based on the bilateral flows in intermediates crossing at least two borders, the five largest euro area economies are primarily integrated with the Netherlands, which acts as the euro area delivery and arrival point for exports and imports from the rest of the world. Germany is the manufacturing hub but Italy also appears to have a more central position compared with France and Spain. Other members of the European Union share a dense matrix of bilateral GVC trade with the euro area, especially with Germany, Austria and Italy.

Eastern enlargement of the euro area and improvements in stressed countries explain the success of its regional supply chains after the GFC. Our analysis indicates that, despite less favourable global conditions, rising protectionist measures and a globalisation reset in other regions, supply networks in the euro area were boosted by the greater integration of new members (Lithuania, Slovakia and Estonia) with the core.⁸⁰ These countries not only strengthened their position in the regional network as both an origin and destination for parts and components, but some of them attracted a growing share of production from other regions (the United States and China) that they embedded in their

⁸⁰ For Latvia, empirical evidence is less strong; the country's importance as a producer of intermediates has grown but it has not attracted more GVC exports into its borders.

processes.⁸¹ A significant contribution also comes from countries like Spain, Portugal and Greece that improved their participation in regional GVCs relative to their pre-GFC values.⁸²

Since 2008, imports of intermediates from the rest of the world that are further processed in the euro area have expanded substantially as other emerging economies have gained traction in terms of participation in GVCs.⁸³ While too early to draw a conclusion, the role of the heterogeneous group of countries composing the “Rest of the World”, which encompasses commodities exporters as well as Vietnam, Turkey and the Philippines, is growing steadily in terms of GVC participation. A benign interpretation of this evidence from a global perspective is that GVCs may not be falling apart but rather changing to accommodate a diversified set of players, leading to a less concentrated global production network.

5 Conclusion

This article analyses how domestic adverse shocks generated by containment measures are transmitted and magnified within the euro area. International country-sector interconnectedness and openness determine the strength of the propagation of shocks via foreign trade, but our analysis has shown that the amplification effects and the transmission channels vary depending on the type of shock.

Shocks propagate strongly in the euro area because the region is a typical example of a regional production network in which final demand linkages are also very important. Transmission to the rest of the euro area of a shock originating in one of the five largest Member States ranges from 15% to 28% when supply and demand channels are taken into account. A common or coordinated response through targeted fiscal measures can help forestall such amplification effects. In addition, these effects need to be taken into account when assessing the impact on real GDP and inflation and when deciding on the appropriate monetary policy response.

⁸¹ Euro area integration with the United States was broadly stable after the GFC. However, the aggregate data conceals Germany's decline as a destination, which was offset by an increase in the trade of parts and components from the United States to new Member States.

⁸² Euro area GVC integration with other regions remains shallow. 60% of exports to China and the United States consist of domestic production for direct final absorption; this compares with just 40% of domestic production exported by one Member State directly to another euro area absorbing Member State. Similarly, almost 50% of the intermediates exported to Asia and America are directly delivered to the final destination which deals only with the transformation into final goods and absorbs them domestically. When intermediates originating in the euro area are further traded by Asian and American firms, they are mostly re-exported within the region. See also Li, X., Meng, B. and Wang, Z., “Recent patterns of global production and GVC participation”, Global Value Chain Development Report 2019: Technological Innovation, Supply Chain Trade, and Workers in a Globalized World, World Trade Organization, 13 April 2017, pp. 9-43.

⁸³ The expansion of intra-euro area supply chains did not entail a retrenchment of its trade integration with the rest of the world. Although they were initially set back, exports and imports from the rest of the world progressed at a pace comparable to global activity in the aftermath of the GFC. Trade integration with China has taken a new path as demand for euro area production has grown steadily, making China a top destination for European firms' output. Indeed, the domestic production content of euro area exports to China expanded after the GFC; intermediates, parts and components delivered elsewhere, however, experienced a decline. A possible interpretation of this evidence is that euro area companies moved gradually to local production, i.e. trade has been replaced with foreign direct investments. Nonetheless, the Chinese production content of euro area imports did not decline but remained stable.

The complex chain structure of the production model can be improved.

International cooperation could be strengthened with a view to avoiding shortages of essential products, such as medicines or medical appliances, by reducing the excessive concentration of the production of key components in single factories and allowing for greater geographical diversification. While economies of scale will continue to work in favour of the concentration of production, the balance of costs and benefits goes beyond the purely short-term outlook and economic convenience. As highlighted by COVID-19, non-economic considerations regarding critical situations are also factors to be taken into account.

At the same time, production networks can represent a safety net for participating companies in times of crisis.

During a crisis, the weakest links in the network may be rescued, merged or acquired and the financial holdings of large groups can provide liquidity to avoid credit crunches. Financing difficulties can also be eased by temporarily relying on more favourable payment conditions from suppliers in the network. Lastly, in cases of production curtailments, firms inside the network will receive preferential treatment over those outside it and will be the last to experience shortages of intermediate supplies. However, the safety net mainly helps overcome temporary setbacks but will not protect companies under strain in the medium term; it therefore remains the duty of governments to avoid long-term scarring effects from the pandemic.

The analysis presented abstracts from new trends in the way people and economies will interact in the future.

COVID-19 accelerated transformations that were already underway. Remote working, teleconferencing, fewer meetings held in public or at the workplace, a reduction in the use of public transport, more controlled tourism and a reduction in movement and travel – all are likely to remain prominent for a considerable time. At the same time, significant changes are occurring in our lifestyles and how we spend our work and leisure time. This is likely to have lasting implications for how economies and their production systems are structured.

3 Automatic fiscal stabilisers in the euro area and the COVID-19 crisis

Prepared by Othman Bouabdallah, Cristina Checherita-Westphal, Maximilian Freier, Carolin Nerlich and Kamila Sławińska

1 Introduction

Authorities in the euro area have taken exceptional policy action to stem the economic fallout from the coronavirus (COVID-19) pandemic. The ECB committed to using the full potential of the monetary policy tools at its disposal within its mandate. At the same time, euro area governments implemented sizeable packages of fiscal measures, consisting, in particular, of discretionary fiscal stimulus measures. As of end-May 2020, the discretionary fiscal measures by themselves amounted to about 3.25% of GDP at the aggregate euro area level.⁸⁴ Furthermore, leaders at the European level have agreed on a major recovery plan embedded in the EU budget. When implemented, the EU budget will temporarily almost double in size to around 2% of GDP.⁸⁵

In addition to these discretionary measures, automatic fiscal stabilisers in the euro area countries play an important role in cushioning the economic shock caused by the pandemic. Automatic fiscal stabilisers refer to elements, built into government revenues and expenditures, that reduce fluctuations in economic activity without the need for discretionary government actions. Together with discretionary fiscal policy measures, these are especially important in a currency union such as Economic and Monetary Union (EMU), where – alongside the common monetary policy – instruments are needed that address idiosyncratic, country-specific shocks. In principle, automatic stabilisers have the advantage of being timely, targeted and temporary in smoothing the economic cycle. Furthermore, these do not suffer some of the same drawbacks as discretionary fiscal measures, such as the need for measurement of the economic cycle or implementation lags.

This article examines automatic fiscal stabilisers in the euro area and their ability to provide economic stabilisation during the COVID-19 crisis.⁸⁶ While the concept is well-established in macroeconomics, the term “automatic fiscal stabilisers” is not used entirely consistently in the literature and may refer to somewhat different concepts, which are presented in Section 2. Estimates made by the European System of Central Banks (ESCB), as presented in Section 3, suggest that automatic fiscal stabilisers are generally sizeable but vary significantly across euro area countries. Box 1 shows that this assessment is also broadly confirmed by other comparable estimates. Even though they are related, the size of automatic fiscal stabilisers should be distinguished from their effectiveness in terms of their impact on reducing

⁸⁴ See the box entitled “[The COVID-19 crisis and its implications for fiscal policies](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2020.

⁸⁵ See [Conclusions of the special meeting of the European Council](#), Brussels, 17-21 July 2020.

⁸⁶ This article also draws on the work of national central banks and the European Central Bank (ECB) in the Working Group on Public Finance, a sub-committee of the Monetary Policy Committee.

fluctuations in economic activity. During the COVID-19 crisis a number of factors may have limited the effectiveness of automatic stabilisers in contributing to macroeconomic stabilisation (Section 4). In this respect, Box 2 provides a model-based quantification of the effectiveness of automatic stabilisers at the euro area level under normal conditions and under conditions akin to the lockdown phase of the COVID-19 crisis. Overall, both the depth and the nature of the COVID-19 crisis provide a strong rationale for additional fiscal measures, as decided and implemented at the national and European level. In this context, the article discusses policy proposals to establish quasi-automatic fiscal instruments that could provide additional timely, targeted and temporary macroeconomic stabilisation for the euro area. The article also reflects on important efficiency considerations over the cycle, and the need to build fiscal buffers in good economic times (Section 5). An overall conclusion can be found in Section 6.

2 Elements of automatic stabilisation in the government budget balance

Faced with a recessionary shock, governments can provide support to the economy in different ways. Most noticeably, governments can decide to take discretionary fiscal policy measures. Typical discretionary measures include policies to boost household and firm confidence, and consumption and investment opportunities. They may also include, among many other things, tax rate cuts, higher tax allowances, car scrapping schemes and support for private investment programmes. Governments can also decide to provide guarantees (or other forms of implicit and explicit contingent liabilities), e.g. to provide liquidity support to the economy, preventing severe supply side disruptions or contagion through financial channels. Less noticeably, most government revenues, and part of government expenditures, also adjust automatically with the economy cycle and without any specific action from the government. Even less obviously, the government contributes implicitly to mitigating the repercussions of a negative macroeconomic shock by keeping a large part of its expenditure at the budgeted level, and not cutting it in a recession.

Automatic fiscal stabilisers refer to those elements built into the government budget that reduce fluctuations in economic activity without the need for discretionary actions. The first source of automatic stabilisation is found in those elements of the government budget that react to the economic cycle. We will refer to these components of the budget balance as cyclical elements of the automatic fiscal stabilisers. The second source is found in non-cyclical components of the budget balance (mainly in the form of public spending) which are characterised by relatively high inertia and can also be considered to provide automatic stabilisation. We will refer to these components of the budget balance as the non-cyclical, implicit elements of the automatic fiscal stabilisers.⁸⁷ While this article will focus on recessionary shocks – such as the one presented by the COVID-19 crisis – in principle automatic fiscal stabilisers operate in both directions. They cushion the macroeconomic impact of a

⁸⁷ These are often referred to the size of government or expenditure inertia in the literature.

downward (e.g. recessionary) as well as an upward (e.g., overheating) shock. These two sources of automatic stabilisation are examined in more detail below.

- **First, elements of automatic fiscal stabilisation in the government budget balance are cyclically-sensitive budgetary items.** These are the items that closely follow their macroeconomic bases – the macroeconomic variable that determines government revenue and spending; for example, the number of unemployed persons in the case of unemployment benefits – and react immediately to a shock. On the revenue side, the drop in tax and social security contributions, alongside increasing transfers to households, are the source of automatic stabilisation that most economists will have in mind. However, this drop in revenues can be further broken down into two elements: (i) the proportional drop in revenues with respect to GDP as taxes and contributions of households and firms drop in line with their income – this can reduce economic fluctuations compared to, for example, a counterfactual scenario with a poll or lump-sum tax;⁸⁸ and (ii) the progressivity of the tax system typically implies that revenues decline in excess of the drop in GDP, e.g. as households fall into a lower tax bracket in the personal income tax system. Tax progressivity is considered to have an important stabilisation effect on demand in case of a negative income shock, as personal income taxes play an important role in reducing volatility of disposable income.⁸⁹ On the expenditure side, unemployment benefits represent the most relevant automatic stabiliser of this type.⁹⁰
- **Second, the budget balance also provides implicit stabilisation via non-cyclical items, particularly on the spending side.** Governments typically do not significantly reduce their spending level (i.e. in millions of euro) in times of a temporary economic downturn. This inertia in government expenditure helps stabilise total output in a downturn because the bulk of government expenditure already approved – such as wages, transfers or intermediate consumption – does not react to the drop in output. In the counterfactual, the government would reduce its expenditure to keep its budget balance unchanged in reaction to the economic slowdown. This would imply no stabilisation. The size of the government is thus often considered a proxy for the size of automatic fiscal stabilisers in a country. It should be noted that the size of the government also contributes to dampening an overheating economy, given that budgeted public expenditures are not immediately increased in times of an economic upswing. Research shows that there is a negative relationship between government size

⁸⁸ A poll tax is a tax levied as a fixed sum on a taxable individual, household or other entity.

⁸⁹ The degree of personal income tax progressivity is found to be negatively associated with output volatility in a sample of OECD countries. The effect is in addition to the stabilising role of a government's size. See Rieth, M., Checherita-Westphal, C. and Attinasi, M., "Personal income tax progressivity and output volatility: Evidence from OECD countries", *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économique*, Vol. 49, No 3, Wiley, Hoboken, 2016, pp 968-996.

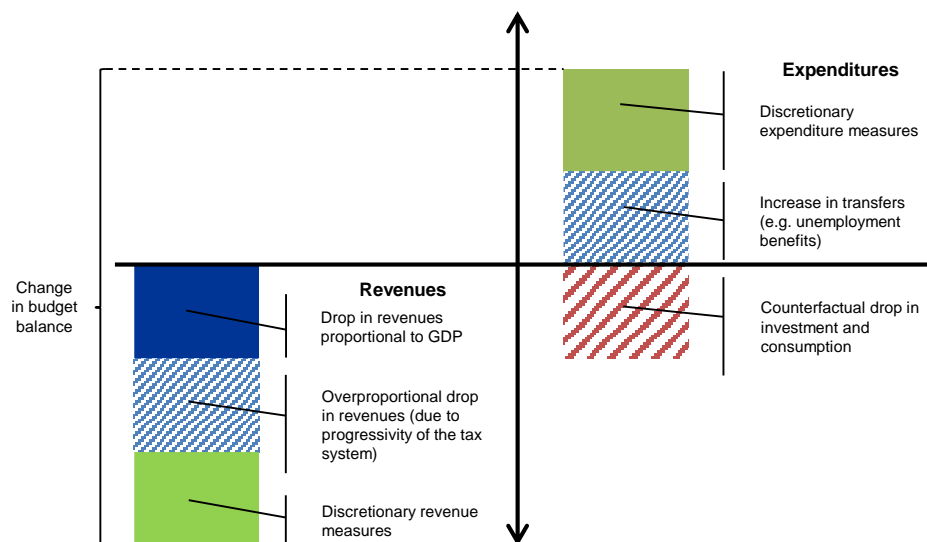
⁹⁰ Some authors argue that age and health-related social expenditure also react to the cycle in a stabilising manner. This is, for example, because the propensity of older employees to enrol in early retirement schemes increases in a cyclical downturn. See Darby, J. and Melitz J., "Social Spending and Automatic Stabilizers in the OECD", *Economic Policy*, Vol. 23, No 56, Oxford University Press, 2008, pp 715-756.

and business-cycle volatility for the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) economies.⁹¹

An illustration of these stabilising elements in the government budget balance is presented in Chart 1. Governments provide fiscal support to the economy, which is broadly captured ex post by the change in the general government budget balance as a share of GDP. This total fiscal support through the budget can be decomposed into two main categories: the discretionary and the cyclical components of the budget balance (green and blue bars respectively).⁹² The non-cyclical elements of the automatic fiscal stabilisers – which act as a stabilisers vis-à-vis a counterfactual drop in government investment and consumption – are not part of the change in the budget balance (red bar).

Chart 1

Elements of fiscal stabilisation in the government budget balance in reaction to a negative macroeconomic shock



Source: Own illustration.

Notes: The sum of green bars reflects discretionary fiscal policy measures. The sum of blue bars reflects the cyclical elements of automatic fiscal stabilisers. The red bar is a counterfactual scenario where the government reduces investment and consumption during an economic downturn. The size of the bars is illustrative.

Automatic fiscal stabilisers are considered to be particularly efficient in cushioning country-specific shocks. As demonstrated during the COVID-19 crisis, discretionary fiscal measures can provide quick support in times of crisis, helping to stabilise expectations. However, discretionary measures – especially those with the

⁹¹ See, for example, Galí, J., “Government size and macroeconomic stability”, *European Economic Review*, Vol. 38, No 1, 1994, pp. 117-132, and Fatás, A. and Mihov, I., “Government size and automatic stabilizers: international and intranational evidence”, *Journal of International Economics*, Vol. 55, No 1, Fontainebleau, 2001, pp 3-28.

⁹² More precisely, the discretionary part of the change in the budget balance is captured by the cyclically adjusted (or structural) primary balance or fiscal stance, which consists of discretionary fiscal policy measures and a number of non-policy factors. The cyclical component of the budget balance captures those changes in the budget balance associated with the business cycle. Besides the discretionary and cyclical component of the budget balance, another component (in part exogenous to the budget) is the change in interest payments, which represents a financial flow between the government and other domestic or external sectors of the economy. See Van Riet, A. (ed.), “Euro area fiscal policies and the crisis”, *Occasional Paper Series*, No 109, ECB, Frankfurt am Main, April 2010.

largest positive long-term impact (such as productive government investment) – may only be implemented with lags. Furthermore, governments may find it difficult to reverse spending hikes after the crisis subsides. Automatic fiscal stabilisers have the advantage of providing fiscal support: (i) as the downturn occurs and without delay (this is the “timely” aspect); (ii) to those entities that require it most (the “targeted” aspect); and (iii) only for as long as is needed (the “temporary” aspect).

While automatic fiscal stabilisers provide benefits in terms of macroeconomic stabilisation, they may also have costs in terms of economic efficiency. As described above, large automatic fiscal stabilisers are associated with large government revenues and expenditures as a share of GDP and a progressive tax system. As pointed out by the literature, since taxes generally distort economic decisions, very large governments can be a drag on (potential) growth, especially when accompanied by high public debt ratios. When assessing tax structure effects on output volatility, there is evidence that for high ratios of total taxes to GDP further tax increases can be economically destabilising.⁹³ Moreover, automatic stabilisers can cushion temporary shocks, while their effectiveness is limited when it comes to persistent or permanent shocks.⁹⁴ In such cases, automatic stabilisers may lead to increasing government debt and induce risks to fiscal sustainability. Other types of measures and policies, especially structural reforms (including on the fiscal side) are needed to deal with these long-term or permanent shocks.

3 Estimating the size of automatic fiscal stabilisers in euro area countries

To estimate the size of automatic stabilisers, a microeconomic, a macroeconomic or a statistical approach can be used.⁹⁵ The microeconomic approach estimates the extent to which a shock to household market income translates into a change in disposable income, using micro data on the tax and benefits system. The macroeconomic method additionally takes into account feedback effects and the behavioural responses of economic agents – it quantifies the stabilising impact of fiscal policy on total income. Finally, the statistical approach evaluates the automatic stabilisation effect of a budget balance in terms of changes in economic activity. It considers not only stabilisation properties related to the size of the government – as measured by public expenditure ratio – but also direct taxes paid by households, indirect taxes and transfers. The latter approach captures the cyclical

⁹³ For the growth impact, several OECD studies, inter alia, point to evidence that too large governments – on either the tax side or the expenditure side – tend to reduce growth unless governments function in a highly effective way. See, for example, Johansson A., “Public Finance, Economic Growth and Inequality: A Survey of the Evidence”, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1346, OECD Publishing, Paris, 2016. In addition to the growth impact, some studies provide evidence for nonlinear effects of government size on output volatility, i.e. the macroeconomic stabilisation effects of governments decline, or even vanish, when their size is very large. See, for instance, Crespo Cuaresma, J., Reitschuler, G. and Silgoner, M., “On the effectiveness and limits of fiscal stabilizers”, *Applied Economics*, Vol. 43, No. 9, 2009, pp 1079-1086.

⁹⁴ See also discussion in 't Veld J., Larch M. and Vandeweyer M., “Automatic Fiscal Stabilisers: What they are and what they do,” *European Economy - Economic Papers 2008 - 2015* 452, European Commission, Brussels, 2012.

⁹⁵ See Mohl, P., Mourre, G. and Stovicek, K., “Automatic fiscal stabilisers in the EU: size and effectiveness”, *European Economy Economic Briefs*, Brief 045, European Commission, Brussels, May 2019.

component of the budget balance (in percentage of GDP) and is the most widely used approach in institutional fiscal surveillance.

This section focuses on the statistical approach and therefore estimates the size of automatic fiscal stabilisers as the part of the budget balance that automatically adjusts to the economic cycle.⁹⁶ The statistical approach can capture both elements of the automatic stabilisers discussed in Section 2. When the elasticities of revenues and cyclical expenditures to the output gap are used, automatic fiscal stabilisers are estimated as changes in cyclical budgetary items.⁹⁷ If the focus is shifted to the elasticities of revenues and expenditures as a ratio to GDP (the concept of semi-elasticities⁹⁸), the statistical approach delivers an estimate of the size of automatic fiscal stabilisers, focusing mainly on the stabilising effect of the inert public expenditures and, to a lesser extent, on the other components of a budget balance. These react non-proportionally to the economic cycle, e.g. income tax progressivity induces tax revenues to grow faster than GDP.

The ESCB method of estimating the cyclical component uses the concept of semi-elasticity to gauge the reaction of the budget balance-to-GDP ratio to cyclical conditions.⁹⁹ In this approach the budgetary semi-elasticity is measured as the difference between semi-elasticities of revenue and expenditure components. Semi-elasticities of the relevant budgetary categories are estimated considering both a response of the budgetary category to its macroeconomic base and a reaction of the base to the output gap.¹⁰⁰ One of the main novelties of the ESCB method is the incorporation of the lagged response of a budget to macroeconomic shocks. Potential lagged collection of the revenues and lagged responses of macroeconomic bases to the cycle, e.g. a lagged reaction of wages to the business cycle, not only result in a contemporaneous change of the budget balance as a reaction to the economic cycle but also contribute to further adjustments in later years.

According to ESCB estimates, the standardised cumulative size of automatic stabiliser is 0.48 in the euro area but there is a large heterogeneity among the euro area countries (Chart 2).^{101,102} In general, across all countries, the bulk of

⁹⁶ The automatic reaction of a budget balance can be estimated using two different approaches, namely, the aggregate approach or the disaggregate approach. The aggregate approach uses one synthetic measure of an economic cycle, i.e. the output gap, and applies it to all budget items. In the disaggregate approach cyclical patterns are identified separately for all budget balance components. The aggregate method is currently used by all major international institutions, including the ESCB, to estimate the cyclical component of a budget balance.

⁹⁷ Cyclical revenues increase in a boom and decrease in a recession, while the opposite relationship occurs for cyclical expenditure.

⁹⁸ Budget semi-elasticity measures the change of the budget balance, as a percentage of GDP, for a 1% change in the output gap.

⁹⁹ Bouabdallah, O., Morris, R. and Reiss, L. (eds.) (forthcoming). "Gauging the typical influence of the economic cycle on government finances: New (Eurosystem) methodology." *Working Paper Series*, ECB, Frankfurt am Main.

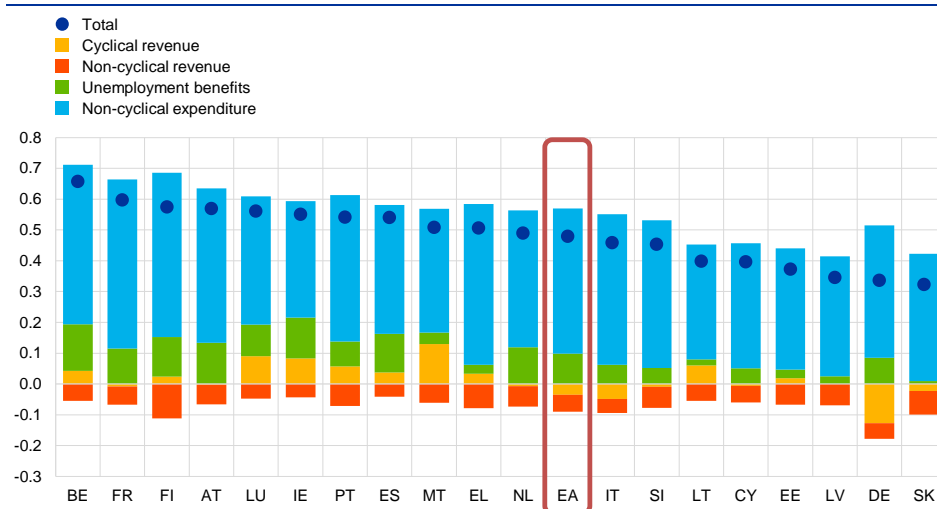
¹⁰⁰ The macroeconomic base determines the amount of revenues collected and expenditures made by a government. For example, all goods and services that are subject to tax comprise a tax base. Due to the fact that exact bases are difficult to measure and forecast, proxy variables are used as macroeconomic bases, e.g. household consumption is a proxy base for VAT revenues.

¹⁰¹ In general the size of automatic stabilisers is estimated as a semi-elasticity multiplied by an output gap. Hence, the size of automatic stabilisers is proportional to the size of an output gap. To improve comparability of results, it is assumed that an output gap equals 1% of potential GDP in all euro area countries.

automatic stabilisation is provided by non-cyclical expenditures, i.e. reflecting spending inertia. The amount of stabilisation is larger in the western European countries such as Belgium or France, while it is noticeably smaller in the central and eastern European countries, e.g. Slovakia or Latvia. The larger size of automatic fiscal stabilisers in western and, to some extent, southern European countries is a consequence of three main factors: (i) larger size of government; (ii) more generous social security system; and (iii) more progressive direct taxes. The generosity of unemployment benefits partly explains the observed cross-country differences in the contribution of this expenditure to the overall semi-elasticity, which is marginal in central and eastern European countries and largest in the case of Belgium. Other aspects of automatic fiscal stabilisers are the progressivity of tax systems and the cyclicity of social security contributions. For example, even if the progressivity of tax systems is comparable among countries, the stabilisation properties of personal income tax could still differ due to the existence of collective wage bargaining, which could increase wage rigidity. Relative stability of wages and employment, as well as a tendency of households to smoothen their consumption over the business cycle, can partly explain the negative impact of cyclical revenues in some countries, such as Germany or Italy.

Chart 2

The size of automatic fiscal stabilisers in euro area countries



Source: ESCB.

Notes: The size of automatic stabilisers is estimated as a semi-elasticity multiplied by a standardised output gap of 1% of potential GDP. Due to the fact that the ESCB method incorporates the lagged response of a budget to macroeconomic shocks and the lagged effect of tax collections, the presented automatic stabilisers are expressed in cumulative terms over three years ($T - T+2$). The euro area average is indicatively calculated as a weighted average of individual semi-elasticities for all euro area countries, using nominal GDP in 2019.

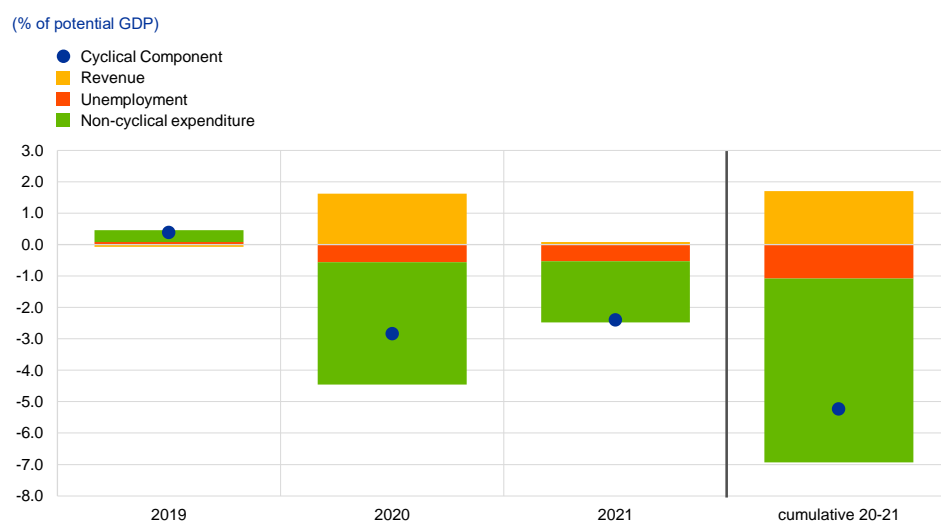
Automatic fiscal stabilisers during the COVID-19 crisis are expected to be sizeable on in the euro area as a consequence of the significant size of the shock. Automatic stabilisers are forecasted to account for around one-third of the large budget deficit in 2020, namely 2.8% out of 8.5% of GDP. This rises to 5.2% of

¹⁰² To simplify the analysis and ensure comparability of results we use the cumulative size of automatic stabilisers in this article.

GDP cumulatively over the 2020-21 period (Chart 3).¹⁰³ Most of the size of automatic fiscal stabilisers is accounted for by the inertia of non-cyclical public expenditure, while revenues reduce the overall impact. This is partly explained by lower-than-unity elasticity of social security contributions to output in most euro area countries more than counter-balancing the stabilising effect of the progressivity of income taxes.

Chart 3

The expected size of automatic fiscal stabilisers in the euro area during the COVID-19 crisis



Source: Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, June 2020.

Note: The ESCB method of estimating semi-elasticities incorporates the lagged response of a budget to macroeconomic shocks and lagged effect of tax collections. Therefore, the projected output gap cannot be inferred on the basis of values presented in Chart 2 and Chart 3.

In the wake of a severe economic downturn, the precision of the estimated size of automatic stabilisers should be carefully assessed. First, the estimation of the cyclical component relies on one synthetic measure of the business cycle, i.e. the output gap, which is surrounded by uncertainty, notably in real time.¹⁰⁴ Second, the nature of the initial shock may lead to differentiated reaction from the main macroeconomic bases used for the fiscal revenues. Third, as semi-elasticities are estimated based on the past data, these reflect the typical reaction of a general government budget to economic cyclical fluctuations. In the current crisis, the unusual nature of the initial shock, its size and its implication for different macroeconomic variables invite prudence regarding the estimated size of the automatic stabilisers.

¹⁰³ In the literature, the year-on-year change of the cyclical component is also used as a proxy for the size of automatic stabilisers. See for instance [the overview and assessment of Stability and Convergence Programmes](#) conducted by the European Commission.

¹⁰⁴ See for instance Grigori, F., Herman, A., Swiston, A. and Di Bella, G., "Output gap uncertainty and real-time monetary policy", *Russian Journal of Economics*, Vol. 1, No. 4, Moscow, 2015.

Box 1

Comparison of estimates of automatic fiscal stabilisers

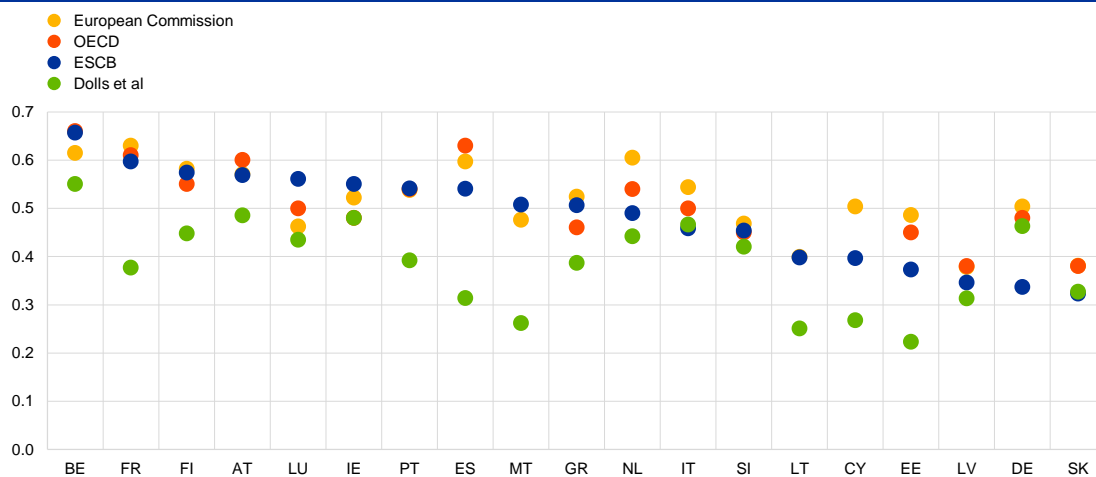
Prepared by Carolin Nerlich and Kamila Sławińska

The literature offers rather different estimates of the size of automatic stabilisers for the euro area. This box compares the ESCB estimates with those of other studies for both the euro area aggregate and across euro area countries. The results are then put into perspective by both looking at estimates of automatic fiscal stabilisers in the United States, and briefly touching upon differences in the US institutional settings.

For the euro area aggregate, the estimates of automatic fiscal stabilisers differ across studies. This differentiation results from: (i) differences in approaches to the estimation process; (ii) the underlying source of automatic fiscal stabilisers, as discussed in chapter 2; and (iii) the relevant time horizon under consideration. The European Commission's estimate is 0.56 for the euro area,¹⁰⁵ which is higher than the estimates from the ESCB and the OECD (which stand at 0.48 and 0.54, respectively).¹⁰⁶ All three institutions use the same measurement concept, i.e. semi-elasticities. Nevertheless, the results may not be fully comparable due to the lagged responses that are included in the ESCB method. In contrast, estimates of automatic stabilisers from Dolls et al. (based on a microsimulation approach) are lower.¹⁰⁷ In this study, the size of the automatic stabiliser is derived by estimating the response in households' disposable income following a market income shock and an unemployment shock. For the euro area, the results for the income stabilisation coefficient are 0.38 and 0.42, respectively.

Chart A

Size of automatic fiscal stabilisers across euro area countries



Sources: ESCB, European Commission, OECD, and Dolls et al.

Notes: This shows the size of automatic stabilisers, assuming a 1% of potential GDP output gap, depending on the underlying methodology. For Dolls et al. a 5% income shock is assumed – only the results for the income shock scenario are shown. The ESCB estimates shown here include the lagged impact. In the chart, countries are ordered according to the size of their estimates based on the ESCB method.

¹⁰⁵ See Mourre, G., Poissonnier, A. and Lausegger, M., "The Semi-Elasticities Underlying the Cyclically-Adjusted Budget Balance: An Update & Further Analysis", *European Economy Discussion Papers*, No 098, European Commission, Luxembourg, 2019. The euro area estimate is the weighted sum of the country estimates.

¹⁰⁶ See Price, R., Dang, T. and Guillemette, Y., "New Tax and Expenditure Elasticity Estimates for EU Budget Surveillance", *OECD Economics Department Working Papers*, No 1174, OECD Publishing, Paris, 2014. The euro area aggregate is computed as weighted average and corrected for missing values for Cyprus, Lithuania and Malta.

¹⁰⁷ See Dolls, M., Fuest, C., Peichl, A. and Wittneben, C., "Fiscal Consolidation and Automatic Stabilization: New Results", *CESifo Working Papers*, No 8021, CESifo, Munich, 2019.

Looking at the euro area countries, estimates of automatic fiscal stabilisers vary widely across countries and studies. The estimated size by the ESCB ranges from 0.66 in Belgium to around 0.35 in Slovakia (see Chart A). Compared to the ESCB figures, estimates by the European Commission are higher for the majority of countries, most notably for Germany, Estonia, Cyprus and the Netherlands, but considerably lower for Luxembourg. Similarly, OECD estimates are mostly higher than those of the ESCB, notably in Germany, Estonia and Spain.

Compared to euro area countries, automatic fiscal stabiliser estimates appear to be much smaller for the United States. For the United States, most estimates point to a size of around 0.3 to 0.4.¹⁰⁸ The lower size of automatic stabilisers in the United States compared to the euro area results, in particular, from the smaller size of the government, a less progressive personal income tax structure and a less generous benefit system. Consequently, the income stabilisation effect following, for example, an unemployment shock is estimated to be considerably lower in the United States than in the euro area.¹⁰⁹ Moreover, automatic stabilisers in the United States might be less effective because of the strict fiscal frameworks, including the requirements for balanced budget, established in the majority of US states.¹¹⁰ In fact, these balanced budget rules were found to react in a procyclical manner, therefore largely offsetting the stabilising effect at the federal level.¹¹¹

4 The effectiveness of automatic fiscal stabilisers for macroeconomic stabilisation

Automatic fiscal stabilisers typically translate into the effective cushioning of economic fluctuations by stabilising aggregate demand. The degree to which these automatic fiscal stabilisers translate into demand stabilisation depends on the behaviour of economic agents. Households' propensity to consume plays an important role. Whether and how individuals adjust their consumption to fluctuations in their disposable income depends on the share of liquidity-constrained and credit-constrained households. Only households limited in their ability to borrow in the market reduce their spending one-for-one in reaction to a temporary fall in income, while an income shock does not affect the consumption behaviour of households without liquidity constraints.

Model simulations for the euro area suggest that automatic fiscal stabilisers cushion around 10 to 30% of a standard GDP shock (see Box 2). That is, the euro

¹⁰⁸ The US Congressional Budget Office estimates the automatic stabiliser in the US at, on average, 0.3% of potential GDP since 1970. See Russek, F. and Kowalewski, K., "[How CBO Estimates Automatic Stabilizers](#)", *Working Paper Series*, No 7, Congressional Budget Office, Washington, DC, 2015. The studies by Dolls et al come to similar results for the income shock stabilisation in the United States. See Dolls, M., Fuest, C., Kock, J., Peichl, A., Wehrhöffer, N. and Wittneben, C., "Automatic stabilizers in the Eurozone: analysis of their effectiveness at the member states and euro area level and in international comparison", ZEW Abschlussbericht zu Forschungsvorhaben fe 5/14, 2014; Dolls, M., Fuest, C., Kock, J. and Peichl, A., "Automatic stabilizers and economic crisis: US vs Europe", *Journal of Public Economics*, 96, 2012. In contrast to most estimates for the US, the latest OECD estimate, (see Price et al. op. cit.), stands out as pointing to an upward revision of the estimate to 0.5% of GDP.

¹⁰⁹ See for Dolls et al op. cit.

¹¹⁰ For a comparison of fiscal frameworks at sub-national level, see article "[Fiscal rules in the euro area and lessons from other monetary unions](#)", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2019.

¹¹¹ See Lee, V. and L. Sheiner, L., "[What are automatic stabilisers?](#)", *The Hutchins Center Explains Series*, Brookings Institution, Washington DC, July 2019.

area aggregate automatic fiscal stabiliser of 0.48 implies that between 10% and 30% of a standardised shock to the economy is cushioned. The bounds of this range of estimates are determined first and foremost by which elements of automatic fiscal stabilisation are included in the analysis. Including only the cyclical elements of automatic stabilisation reduces the macroeconomic stabilisation significantly vis-à-vis an analysis that also includes the (larger) non-cyclical elements of automatic stabilisation. Further modelling uncertainty arises from the state-dependent nature of economic variables. For example, the share of liquidity-constrained households is not independent of the state of the economy and may increase during a crisis.

Most estimates of the output smoothing effect of automatic fiscal stabilisers in advanced economies fall within the range presented in this article. Estimates depend on the source of the initial shock (e.g. external versus domestic demand). In general, an export-led shock is less tax-rich and, thus, less stabilised by the budget in most models. Automatic stabilisers tend to absorb a private consumption shock much more strongly than a private investment shock and an export shock.¹¹² Estimates also depend on the model-specific budget elasticities (reaction of budget components to macroeconomic bases) and the embedded fiscal multipliers (reaction of output to a fiscal shock).¹¹³ In addition, estimates depend, not least, on the definition of automatic fiscal stabilisers used (which determines the counterfactual scenario without automatic fiscal stabilisers). According to the cyclical view of automatic fiscal stabilisers, in which taxes and transfers to households play the stabilising role, the degree of output smoothing after the shock is found to be at around 9% to 17%. For a size-of-government view of automatic fiscal stabilisers, assuming that mostly the expenditure side plays the stabilising role, the degree of output smoothing is found to be at 25% to 27%.¹¹⁴

The nature of the economic shock has implications for the effectiveness of automatic fiscal stabilisers. The contraction in the COVID-19 crisis is not only faster, and its magnitude greater, than during the great financial crisis, but the current downturn is also of a different nature than in the past. Historically, recessions typically result from economic and financial imbalances. The correction of these imbalances is associated with a drop in economic aggregate demand on account of price and income adjustments, and on account of economic uncertainty. In this situation, a stabilisation of household income through the tax and benefit system in particular can help prop up economic demand. By contrast, the COVID-19 crisis is largely an

¹¹² See, for instance, Tödter, K-H and Scharnagl M., “How effective are automatic stabilisers? Theory and empirical results for Germany and other OECD countries”, *Discussion Paper Series 1: Economic Studies*, No 2004.21, Deutsche Bundesbank. The authors use the Deutsche Bundesbank’s BbkM model and find the smoothing power of a private consumption shock for Germany at maximum of 26%; of an investment shock at 15%; and of exports at 13%. In the same setting, using the QUEST model, they find a maximum smoothing power of 24%, 13%, and 14%, respectively.

¹¹³ Regarding fiscal multipliers (directly relevant in the context of discretionary measures), most model-based estimates for a one-year temporary fiscal shock with no monetary policy accommodation hover around 1 for expenditure items such as government consumption and investment and are much lower, i.e. between 0.2 and 0.4 for general transfers and (direct and indirect) taxes.

¹¹⁴ For the euro area, two analyses from 2002 and 2017 using the QUEST model, find estimates of output smoothing of 13% to 17% for the first benchmark and of 26% to 27% for the second, concluding that dampening of cyclical fluctuations through the inertia of discretionary spending largely exceeds the smoothing effect of tax revenue. See ‘t Veld J et al., op. cit. and European Commission, “Automatic stabilisers in the euro area: A model-based assessment”, *European Economic Forecast Autumn 2017*, pp. 65-68.

exogenous shock with strong repercussions not only for demand but also for supply in the economy. In the first phase of the crisis, governments introduced severe restrictions on social and economic activities to contain the spread of the virus. This put severe constraints on the supply side of the economy, where, for example, border closures disrupted global supply chains, factory closures exhausted product stockpiles and the lockdown curtailed high-street retail. As a result, income stabilisation, supported by both automatic stabilisers and discretionary government measures, have not translated into stabilising consumption and investment to the same extent as in past downturns but have instead led to a temporary increase in the private sector's saving rate. For example, household consumption stabilisation was temporarily inhibited, as even liquidity-constrained households were forced to change their consumption behaviour and increase their savings rate. At the same time, governments in some countries were forced to suspend their investments due to, among others things, restrictions that were introduced on the movement of people.

As the lockdown lifts in most euro area countries, automatic fiscal stabilisers should regain their normal effectiveness. On the one hand, as much of the supply-side and lockdown restrictions on the economy are lifted, households are expected to consume the part of the disposable income they were forced to save during the lockdown. Private and government investment that might have been impaired during that phase are also expected to resume. On the other hand, even if the precautionary saving motive related to the large uncertainty induced by the crisis may persist for longer, the presence of automatic fiscal stabilisers (and other supporting government measures) should cushion such effects.

It should be noted that the COVID-19 crisis may leave a lasting mark on the size of fiscal stabilisers. Tax bases and spending profiles may have shifted with the structure of the economy or in the social security system. For example, the COVID-19 crisis could in many countries act as a catalyst for a quicker digitalisation, which in turn may result in changes in the employment structure of the economy. Some measures implemented by governments – such as short-term work schemes – may remain in place after the crisis, which could have a lasting positive impact on the effectiveness of automatic fiscal stabilisers in stabilising the economy.

Box 2

Simulating the effectiveness of automatic fiscal stabilisers in the euro area

Prepared by Cristina Checherita-Westphal, Philip Muggenthaler, Georg Müller

This box assesses, through the lens of macroeconomic models, the effectiveness of automatic stabilisers in smoothing output. The simulations are conducted with two sets of models regularly used in the Eurosystem's forecasting exercises, namely, the European Central Bank's New Multi-Country Model (NMCM)¹¹⁵ and the Basic Model Elasticities (BMEs) – a platform based on national central banks' macroeconomic models. The focus of these stylised simulations is on the real GDP smoothing effects, at the euro area level, of automatic stabilisers estimated in Section 3. In our simulations, we

¹¹⁵ See: Dieppe, A., Gonzalez Pandiella, A., Hall, S. and Willman, A., "Limited information minimal state variable learning in a medium-scale multi-country model". *Economic Modelling*, Vol. 33, Issue C, Elsevier, Netherlands, 2013, pp. 808-825.

also attempt to recreate the characteristics of the COVID-19 crisis related to the effects of the lockdown measures that might reduce the effectiveness of automatic stabilisers.

This box employs the semi-elasticities presented in Section 3. That is, assuming a standardised negative GDP shock (opening of the output gap by 1 percentage point in year T), the euro area budget balance-to-GDP ratio is estimated to fall cumulatively by 0.48 percentage points over a three year period (from T to T+2 – see Chart 2), out of which 0.35 percentage points in the year of the shock (T). We focus on the output smoothing effects upon impact (T), which are the most relevant in size given the temporary nature of the stabilisers.¹¹⁶ In terms of the modelling approach, we construct fiscal shocks on the basis of the semi-elasticities mentioned above and their disaggregation by components (those which have a direct impact on demand), which we then feed into the macroeconomic models to gauge the output effect.

Following the model-based literature, we evaluate the degree of automatic stabilisation in relation to benchmark scenarios of “no automatic stabilisers”. The results for two scenarios, reflecting the two main aspects of automatic fiscal stabilisers in the literature as touched upon in Section 2, and their average (taken as the overall proxy for output stabilisation) are presented in Chart A.

- Scenario 1 reflects the countercyclical aspect of automatic fiscal stabilisers (changes of budget balance in *levels*), taking account of those budgetary components that are sensitive to the cycle, such as changes in taxes and unemployment benefits. In the construction of this scenario, we map the fiscal instruments into shocks on the labour income tax rate, the consumption tax rate and government transfer to households.¹¹⁷
- Scenario 2 reflects the government size/expenditure inertia aspect of automatic stabilisers (changes of budget balance in *ratios to GDP*). In the construction of this scenario, the shocks are implemented as changes to government consumption, investment and transfers (other than unemployment benefits) following their respective budgetary shares.

The contribution of fiscal automatic stabilisers to output cushioning is calculated as the real GDP effect in these two scenarios relative to the standardised initial shock.¹¹⁸

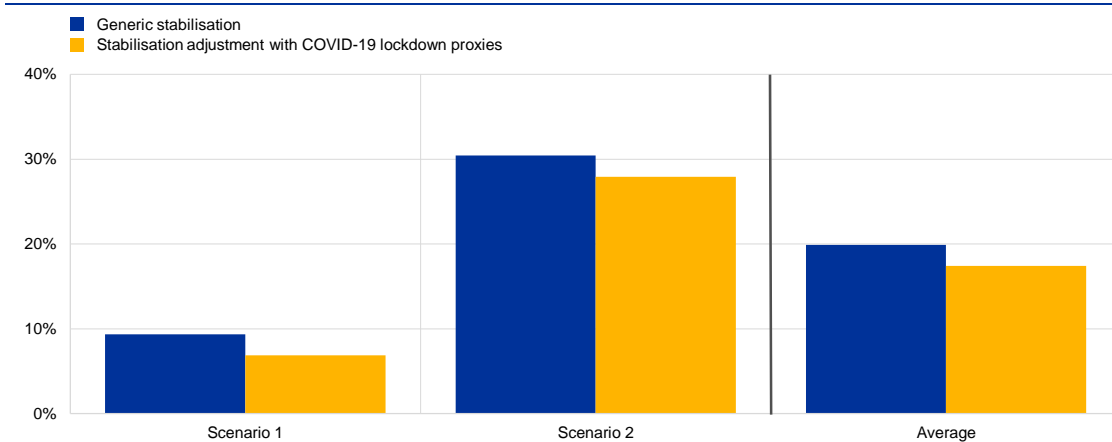
¹¹⁶ On the revenue side, we also consider the lag effects from T+1 and T+2 in the simulation.

¹¹⁷ Adjusting the semi-elasticities in Section 3 to measure elasticities of the revenue and expenditure levels rather than elasticities of the ratios to GDP gives an estimated budget balance deterioration in year T of 0.33 percentage points.

¹¹⁸ This is broadly equivalent with another counterfactual scenario, in which we would determine the ex-ante fiscal shock needed to offset the budget balance impact of the automatic stabilisers, and then we would estimate the real GDP impact of such a shock. The relative difference between this impact and the initial shock would give the output smoothing of automatic stabilisers.

Chart A

Output smoothing of euro area automatic stabilisers



Sources: ECB calculations.

Notes: The degree of output smoothing is calculated as the average percent deviation of the GDP level during the first year in a scenario with automatic stabilisers reaction relative to the percent deviation of the GDP level in a scenario without AS reaction (counterfactual). For Scenario 1 the counterfactual with no fiscal stabilisation is a scenario in which government revenue and expenditure are fixed (the countercyclical view of automatic stabilisers). In Scenario 2 the counterfactual is a scenario in which revenue and expenditure are kept constant in ratios to GDP (mostly the expenditure inertia). Price effects are not reflected in the construction of the standardised shocks under automatic stabilisers in any of the scenarios (standardised or with crisis adjustment). The results for Scenario 1 and Scenario 2 are the model averages of the output smoothing obtained from simulations using the BMEs and NMCM. In the scenarios with COVID-19 restriction proxies, simulations reflect increased savings ratios by reducing the model-implied propensities to consume. For the BMEs the simulations of the increased saving ratio do not take into account general equilibrium effects but only the direct effect of lower consumption on real GDP growth.

Turning to the COVID-19 crisis, given the extreme uncertainty associated with the shock and its macroeconomic (supply versus demand) and fiscal effects, we use illustrative adjustments to mimic the conditions of the crisis and gauge the potential impact in terms of the effectiveness of automatic stabilisers. To illustrate the impact of the unprecedented COVID-19 lockdown measures, we consider an increase in savings (both forced and precautionary), in line with estimations from the early stages of the crisis. We evaluate this alternative scenario by reducing the model-implied propensity to consume, in line with the savings-ratio increase. As a result, fiscal instruments supporting households' disposable income have a lower effect on consumption profiles. In addition, we slightly adjust the counterfactual on the expenditure side, i.e. government investment, which is likely to be most affected by lockdown measures.¹¹⁹ Altogether, this leads to a smaller implied automatic fiscal stabilisation contribution, as shown in Chart A. Averaging across the models and scenarios, the smoothing of automatic fiscal stabilisers declines from around 20% to 17% in year T. There is a larger relative effect for Scenario 1, where the effectiveness of automatic fiscal stabilisers drops by almost 25%, given that mostly transfers and taxes are considered, which are strongly affected by the increase in the saving ratio.¹²⁰

These estimates are surrounded by high uncertainty. First, there is model-related uncertainty implying fiscal multiplier uncertainty. On the one hand, the literature points to evidence of larger fiscal multipliers during recessions, as well as in a low interest rate environment. On the other hand, particularly in high-debt countries, fiscal multipliers are found to be lower and the effectiveness of automatic stabilisers may be reduced through Ricardian effects and the anticipation of future consolidation needs. Second, there is uncertainty regarding the cyclical adjustment method, as described in Section 3. Third, and most importantly, the estimates of both the size and the

¹¹⁹ See the [June 2020 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area](#) and the euro area sectoral accounts for Q1 2020, which both point to increased households savings. The Q1 2020 sectoral accounts also point to a deceleration in government investment growth.

¹²⁰ It should be noted that a more persistent shock with larger consequences on potential output than currently assumed would reduce both the size and the effectiveness of automatic stabilisers.

effectiveness of automatic stabilisers during the COVID-19 crisis are particularly uncertain, given the unprecedented nature of the crisis in the euro area. Moreover, these model exercises rely on proxies for calibration and only partially reflect the possible channels through which the efficiency of fiscal stabilisation could be altered during the COVID-19 crisis (see Section 4).

5 Towards a second generation of automatic fiscal stabilisers

The COVID-19 crisis gives cause to review the role of fiscal policy in a severe economic downturn. On the one hand, monetary policy remains close to the effective lower bound, which would motivate a stronger role for fiscal policy.¹²¹ On the other hand, traditional automatic fiscal stabilisers might be too small to counterbalance the sharp economic downturn and less effective than under normal circumstances. Also, automatic fiscal stabilisers are quite heterogeneous across euro area countries in terms of size and composition. At the same time, discretionary policy measures may react too slowly to sufficiently cushion a massive economic downturn, such as the one experienced as a result of the pandemic, and avoid hysteresis effects. These considerations have led to proposals to strengthen quasi-automatic fiscal instruments.¹²²

So-called second generation automatic fiscal stabilisers could help deliver more timely, targeted and sizeable policy responses. In contrast to traditional automatic fiscal stabilisers, which are mostly a by-product of the structure and size-of-government revenues and expenditures, second generation automatic fiscal stabilisers – also referred to as “asymmetric” or “quasi-automatic” fiscal stabilisers – are fiscal tools specifically designed and implemented to provide macroeconomic stabilisation. Second-generation automatic stabilisers work as programmes that only turn active when the economy heads into deep recession and automatically revert to normal levels once specific indicators are back to pre-crisis levels. They are automatic in that their activation is rules-based rather than subject to a government decision. In contrast to traditional automatic stabilisers, they are asymmetric in that they are activated only in case of a severe downturn of the economy.¹²³

Two types of asymmetric automatic fiscal stabilisers can be identified, depending on whether they work via public expenditure or via revenues. First, on the expenditure side, asymmetric automatic fiscal stabilisers can mainly help to

¹²¹ Fiscal multipliers are conventionally higher when monetary policy reaches the lower bound. See, for instance, Christiano, L., Eichenbaum, M. and Rebelo, S., “When is the Government Spending Multiplier Large?” *Journal of Political Economy*, Vol. 119, No 1, The University of Chicago Press, Chicago, February 2011, pp. 78-121, and Coenen, G. et al., “Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models”, *IMF Working Paper*, Vol. 10, No 73, International Monetary Fund, Washington DC, March 2010.

¹²² An evoking discussion of second generation stabilisers can be found in Eichenbaum, M., “Rethinking fiscal policy in an era of low interest rates”, mimeo, April 2019; Blanchard, O. and Summers, L., “Automatic stabilisers in a low-rate environment”, PIIE Policy Brief 20-2, Peterson Institute of International Economics, Washington, February 2020; Boushey, H., Nunn, R. and Shambaugh, J., “Recession Ready: Fiscal policies to stabilize the American economy, Brookings Report, Washington, 2019. The idea of asymmetric stabilisers is not completely new. See for instance Baunsgaard, T. and Symansky, S., “Automatic fiscal stabilisers”, IMF Staff Position Paper, 23, September 2009.

¹²³ Traditional automatic fiscal stabilisers reduce economic fluctuations in both directions, also mitigating risks for the economy to overheat.

stabilise household spending, e.g. through higher or longer individual unemployment benefit or social assistance payments once a certain pre-defined threshold is reached.¹²⁴ Short-time work schemes that activate in deep recessions are a notable example. Alternatively, asymmetric automatic fiscal stabilisers can work directly through higher government spending, e.g. on infrastructure investment projects.¹²⁵ Second, asymmetric stabilisers that work via the revenue side can influence the timing of household spending through intertemporal substitution effects. Typical examples are temporary tax deferrals or tax credits, such as a temporary decrease in the VAT rate to boost consumption in the short run.¹²⁶

The design of quasi-automatic fiscal stabilisers influences their effectiveness.

Crucial choices relate to the economic indicators and the threshold that triggers the activation of the programme, as well as the design of the spending programmes or temporary tax cuts. For asymmetric stabilisers via unemployment benefit payments, Blanchard and Summers suggest basing the trigger on the unemployment rate rather than on output movements, as the latter might also be driven by shocks related to potential output.¹²⁷

If well designed, asymmetric automatic fiscal stabilisers could be a powerful instrument to effectively cushion a severe economic downturn.

They are likely to be more effective than traditional stabilisers in that they are specifically designed to provide macroeconomic stabilisation in a downturn. While asymmetric automatic stabilisers usually do not respond to normal cyclical developments, they are of a much larger scale once they are activated. As such, they do not contribute to a further, permanent increase of the size of the government. Using a stylised counterfactual analysis, Blanchard and Summers show that asymmetric automatic stabilisers can be successful in limiting the impact of a recession, although the results are contingent on the role of discretionary measures and the length of the automatic stimulus period.¹²⁸ The IMF argues that countries with a relatively small tax and benefit system could benefit from the introduction of asymmetric automatic fiscal stabilisers.¹²⁹

At the same time, asymmetric automatic fiscal stabilisers do not come without limitations.

This is for at least three reasons: (i) they might lower incentives to take up necessary adjustments of the economy, in particular if a crisis results from the build-up of economic and financial imbalances, as was the case during the financial crisis; (ii) due to the asymmetry embedded in these instruments they do not automatically contribute to fiscal consolidation during good economic times, as countries have moved to a high debt trajectory during the downturn – to mitigate sustainability risks, it

¹²⁴ For example, it was proposed that lump sum payments to individuals should be triggered automatically when the three-month-moving average of the unemployment rate increase by at least 0.5 percentage points relative to its low in the previous 12 months. See Sahm, C., “Direct stimulus payments to individuals”, in Boushey, H. et al, op. cit.

¹²⁵ However, Auerbach (2009) raised doubts about the usefulness of “ready-to-go” infrastructure projects, which would only be realised once the economy is heading towards a recession. Holding back necessary public investment might be sub-optimal for the economy. See Auerbach, A., “Fiscal policy”, Conference paper, Peterson Institute of International Economics, October 2017.

¹²⁶ See Braungsgaard and Symansky op. cit.

¹²⁷ See Blanchard and Summers, op. cit.

¹²⁸ See Blanchard and Summers, op. cit.

¹²⁹ International Monetary Fund, “Fiscal Monitor”, April 2020.

is important that countries build up fiscal buffer in good economic times; and (iii) as these instruments are meant to be sizeable, they might de facto not be available for countries with high debt levels, facing difficulties in accessing financial markets.

Until recently only a few examples of asymmetric automatic fiscal stabilisers existed in practice. In the United States, the length of unemployment benefit payments automatically increases as soon as the unemployment rate exceeds a certain threshold. Also social payments in kind, such as food stamps, automatically rise once a threshold is hit.

During the COVID-19 crisis, most euro area countries relied, to a large extent, on quasi-automatic discretionary fiscal instruments, which closely resemble asymmetric automatic stabilisers. In particular, short-time work schemes as well as temporary tax deferrals and tax credits have been widely used.¹³⁰ Short-time work schemes involve compensation payments, in the form of subsidies or grants to firms, that are contingent on firms not laying off workers who may otherwise have been made temporarily redundant due to the economic crisis. The aim is to limit households' loss of income and firms' wage costs. Short-time work schemes already existed in several countries, notably in Germany, France and Belgium, although legislation was required for their activation and for the instrument to be stepped up.¹³¹ The scheme was newly introduced in several countries during the COVID-19 crisis. Tax deferrals and temporary VAT cuts have also been widely employed by most euro area countries.

6 Conclusions

In normal times automatic fiscal stabilisers play an important role for macroeconomic stabilisation in the euro area. According to ESCB estimates, automatic fiscal stabilisers are generally sizeable in the euro area, but vary significantly across Member States. They are particularly sizeable in some western European countries, which typically have in place more generous transfer schemes and a larger size of the government sector. In normal times they seem sufficient to cushion between 10% and 30% of an economic shock.

The effectiveness of automatic fiscal stabilisers in cushioning the economy is less apparent during the COVID-19 crisis, especially during the lockdown phase. Due to the massive economic downturn experienced by the euro area, and with monetary policy close to the effective lower bound, this gives cause to review the role of fiscal policy. So-called second generation automatic fiscal stabilisers could help deliver more timely, targeted and sizeable policy responses to preserve potential growth and avoid hysteresis effects. During the COVID-19 crisis, most euro area countries adopted measures aimed at protecting potential output by preserving those

¹³⁰ Estimates for the five largest euro area countries indicate that indeed a substantial share of employees is on short-time work or temporary lay-off, ranging from 45% of total employees in France to 21% in the Netherlands. See the boxes entitled "[Short-time work schemes and their effects on wages and disposable income](#)", Economic Bulletin, Issue 4, ECB, Frankfurt am Main, 2020", and "[A preliminary assessment of the impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2020.

¹³¹ The ESCB estimates for automatic stabilisers do not include the short-time work schemes, except in Germany.

economic structures expected to remain viable after the crisis. More specifically, authorities in some countries provided short-time work schemes to keep employees in their jobs and offered liquidity support to firms to prevent them from going out of business.

Looking ahead, there are strong arguments for efficient second generation automatic fiscal stabilisers to play a more prominent role. The institutionalisation of asymmetric automatic fiscal stabilisers – such as a statutory short-time work schemes – could provide for more macroeconomic stability without overburdening the government sector. However, such instruments would need to be well designed to ensure that incentive structures are in place. Moreover, to mitigate sustainability risk, it is important that all euro area countries build up fiscal buffer in good times.

© Europese Centrale Bank, 2020

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

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

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

De statistieken in deze uitgave zijn afgesloten op 9 september 2020.

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

ISSN 2363-3522 EU-catalogusnummer: QB-BP-20-006-NL-N