



EUROPESE CENTRALE BANK
EUROSYSTEEM

Economisch Bulletin

Nummer 6 / 2024



Inhoud

Economische, financiële en monetaire ontwikkelingen	3
Overzicht	3
1 Externe omgeving	9
2 Economische bedrijvigheid	15
3 Prijzen en kosten	24
4 Ontwikkelingen op de financiële markten	31
5 Financieringsvoorwaarden en ontwikkelingen in de kredietverlening	37
6 Begrotingsontwikkelingen	43
Kaders	47
1 De groei van de arbeidsproductiviteit in het eurogebied en de Verenigde Staten: korte- en langetermijnontwikkelingen	47
2 Rekening houden met de natuur bij de economische bedrijvigheid in het eurogebied	53
3 Waarom zien de huishoudens in het eurogebied het nog altijd somber in en wat zijn de gevolgen voor de particuliere consumptie?	58
4 Bevindingen van een enquête bij toonaangevende bedrijven over arbeidsmarktrends en het gebruik van generatieve AI	63
5 Recente loonontwikkelingen en de rol van loondrift	69
6 Liquiditeitsverhoudingen en monetairbeleidstransacties van 17 april tot en met 23 juli 2024	75
7 Geld- en kredietontwikkelingen in het eurogebied en een vergelijking met de Verenigde Staten	81
Artikelen	90
1 Past and future challenges for the external competitiveness of the euro area	90
Box 1 Will trade in services continue to act as a buffer for euro area export growth?	98
Box 2 Energy cost differentials and euro area competitiveness	101

2	Economische en financiële impact van natuuraantasting en biodiversiteitsverlies	106
---	---	-----

Kader 1	Natuurgerelateerde risicobeoordeling voor Nederlandse en Franse financiële instellingen	118
----------------	---	-----

Statistieken

Economische, financiële en monetaire ontwikkelingen

Overzicht

Op 12 september 2024 heeft de Raad van Bestuur besloten de rente op de depositofaciliteit – het tarief waarmee de Raad de monetairbeleidskoers stuurt – met 25 basispunten te verlagen. Op basis van een bijgewerkte beoordeling door de Raad van Bestuur van de inflatievooruitzichten, de dynamiek van de onderliggende inflatie en de kracht van de monetairbeleidstransmissie, was het passend de verkrapping van het monetair beleid verder te matigen.

De recente inflatiecijfers liggen grotendeels in lijn met de verwachtingen, en de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2024 bevestigen de eerdere inflatievooruitzichten. Medewerkers van de ECB verwachten dat de totale inflatie gemiddeld 2,5% bedraagt in 2024, 2,2% in 2025 en 1,9% in 2026, zoals in de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties van juni 2024. Naar verwachting stijgt de inflatie in het laatste deel van dit jaar weer, mede omdat eerdere scherpe dalingen van de energieprijzen uit de cijfers op jaarbasis verdwijnen. In de tweede helft van volgend jaar zou de inflatie dan moeten dalen naar de doelstelling van de Raad van Bestuur. Voor de kerninflatie zijn de projecties voor 2024 en 2025 licht naar boven bijgesteld, omdat de inflatie in de dienstensector hoger was dan verwacht. Tegelijkertijd verwachten medewerkers van de ECB nog steeds een snelle daling van de kerninflatie, van 2,9% dit jaar naar 2,3% in 2025 en 2,0% in 2026.

De binnenlandse inflatie blijft hoog doordat de lonen nog steeds snel stijgen. De arbeidskostendruk matigt echter en de winsten temperen deels het effect van de hogere lonen op de inflatie. De financieringsvoorwaarden blijven restrictief en de economische bedrijvigheid is nog steeds gematigd als gevolg van de zwakke particuliere consumptie en investeringen. Medewerkers van de ECB verwachten dat de economie met 0,8% groeit in 2024, tot 1,3% in 2025 en 1,5% in 2026. Dit is een lichte neerwaartse bijstelling ten opzichte van de projecties van juni, voornamelijk als gevolg van een geringere bijdrage van de binnenlandse vraag in de komende kwartalen.

De Raad van Bestuur is vastbesloten ervoor te zorgen dat de inflatie tijdig terugkeert naar zijn doelstelling van 2% op middellange termijn en zal de beleidsrentes zo lang als nodig restrictief genoeg houden. De Raad van Bestuur blijft per vergadering op basis van de data het geschikte niveau en de duur van de verkrapping bepalen. De rentebesluiten van de Raad zullen in het bijzonder gebaseerd zijn op zijn beoordeling van de inflatievooruitzichten in het licht van de binnenkomende economische en financiële gegevens, de dynamiek van de onderliggende inflatie en de kracht van de monetairbeleidstransmissie. De Raad van Bestuur legt zich niet bij voorbaat vast op een bepaald rentetraject.

Economische bedrijvigheid

Tegenover een groei van 0,3% in het eerste kwartaal, groeide de economie in het tweede kwartaal met 0,2%, wat lager was dan de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2024. De groei kwam voornamelijk door netto-uitvoer en overheidsbestedingen. De binnenlandse vraag van de private sector verzwakte doordat de huishoudens minder verbruikten, de bedrijven hun investeringen terugschroefden en de investeringen in woningen terugvielen. Terwijl de dienstensector de groei ondersteunde, droegen de industrie en de bouw negatief bij. Uit enquête-indicatoren blijkt dat het herstel nog steeds enige tegenwind ondervindt.

De arbeidsmarkt blijft veerkrachtig. De werkloosheid bleef in juli vrijwel onveranderd op 6,4%. Tegelijkertijd zwakte de werkgelegenheidsgroei af van 0,3% in het eerste kwartaal tot 0,2 % in het tweede kwartaal. Recente enquête-indicatoren wijzen op een verdere matiging van de arbeidsvraag en het aantal vacatures is gedaald naar een niveau dat dichterbij dat van vóór de pandemie.

De meest recente indicatoren wijzen erop dat de groei op korte termijn doorzet maar in een lager tempo dan in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2024 werd verwacht. Naar verwachting blijft het reëel besteedbaar inkomen stijgen, ondersteund door robuuste loongroei. In combinatie met het geleidelijk toenemende vertrouwen zou dit een consumptiegedreven herstel stimuleren. De impuls vanuit de consumptie is echter iets zwakker dan in de projecties van juni werd voorzien. De binnenkomende gegevens en recente enquêtes wijzen op een nog steeds gematigd consumentenvertrouwen en een grote neiging tot sparen bij huishoudens. Recente gegevens over de bedrijfsinvesteringen wijzen ook op een zwakkere groeidynamiek. Toch zal de binnenlandse vraag worden ondersteund door het wegebben van eerdere verkrappingseffecten van het monetair beleid en een veronderstelde verdere versoepeling van de financieringsvoorwaarden, in lijn met de marktverwachtingen ten aanzien van het toekomstige rentebelooft. Daarnaast ondersteunt een verwachte stijging van de buitenlandse vraag de vooruitzichten voor de uitvoer van het eurogebied. De arbeidsmarkt lijkt veerkrachtig te blijven met een werkloosheidscijfer op een historisch laag niveau. De productiviteit trekt gedurende de projectieperiode naar verwachting aan nu enkele conjuncturele factoren die in het recente verleden de productiviteitsgroei drukten, aan invloed inboeten. Al bij al komt de gemiddelde reële bbp-groei op jaarbasis naar verwachting uit op 0,8% in 2024, op 1,3% in 2025 en op 1,5% in 2026. Vergeleken met de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties van juni 2024 zijn de vooruitzichten voor de bbp-groei voor elk jaar van de projectieperiode marginaal neerwaarts bijgesteld.

Budgettair en structureel beleid moet erop gericht zijn de economie productiever en competitiever te maken. Dit zou helpen de potentiële groei te verhogen en de prijsdruk op middellange termijn te verminderen. Mario Draghi's verslag over de toekomst van het Europese concurrentievermogen en Enrico Letta's verslag over het versterken van de gemeenschappelijke markt benadrukken de dringende behoefte aan hervormingen en bieden concrete voorstellen om deze te realiseren. Een

volledige, transparante en onverwijde tenuitvoerlegging van het herziene EU-kader voor economische governance zal regeringen helpen de begrotingstekorten en schuldquotas duurzaam te verlagen. Overheden moeten nu een stevige stap in deze richting zetten in hun budgettaire en structurele beleidsplannen voor de middellange termijn.

Inflatie

Volgens de flashraming van Eurostat daalde de inflatie op jaarbasis van 2,6% in juli naar 2,2% in augustus. De energieprijzen zakten op jaarbasis met 3,0%, na een stijging met 1,2% in de voorgaande maand. De voedselprijzinflatie steeg licht, tot 2,4% in augustus. De goederen- en diensteninflaties bewogen in tegengestelde richting. De goedereninflatie liep terug van 0,7% in juli tot 0,4%, terwijl de diensteninflatie steeg van 4,0% naar 4,2%.

De meeste maatstaven van de onderliggende inflatie bleven in juli grotendeels onveranderd. De binnenlandse inflatie daalde slechts licht, van 4,5% in juni naar 4,4%, waarbij met name de lonen een sterke prijsdruk uitoefenden. De groei van de contractlonen blijft gedurende de rest van het jaar hoog en volatiel, gezien de belangrijke rol van eenmalige betalingen in sommige landen en de trapsgewijze loonaanpassingen. Tegelijkertijd zwakt de totale groei van de arbeidskosten af. De groei van de loonsom per werknemer daalde in het tweede kwartaal verder tot 4,3%, de vierde achtereenvolgende daling, en medewerkers van de ECB verwachten dat deze volgend jaar opnieuw aanzienlijk zal vertragen. Ondanks de zwakke productiviteit namen ook de arbeidskosten per eenheid product minder sterk toe, namelijk met 4,6% in het tweede kwartaal tegenover 5,2% in het eerste kwartaal. Medewerkers van de ECB verwachten dat de groei van de arbeidskosten per eenheid product gedurende de projectieperiode verder blijft dalen als gevolg van lagere loongroei en het herstel van de productiviteit. Ten slotte blijven de winsten de inflatoire effecten van hogere loonkosten gedeeltelijk compenseren.

Het desinflatieproces zou moeten worden ondersteund door een afnemende arbeidskostendruk en de geleidelijke doorwerking van de eerdere verkrapping van het monetaire beleid in de consumptieprijzen. De meeste maatstaven van de inflatieverwachtingen op langere termijn liggen rond de 2%, en de op de markt gebaseerde indicatoren zijn sinds de vergadering van de Raad van Bestuur van 18 juli 2024 dichterbij dat niveau gedaald.

Na de recente matiging stijgt de totale inflatie naar verwachting in het laatste kwartaal van dit jaar licht, alvorens tegen eind 2025 verder te dalen naar de inflatiedoelstelling. De op korte termijn verwachte stijging is grotendeels het gevolg van basiseffecten bij energie. Gezien de marktverwachtingen ten aanzien van energiegroothandels- en groothandelsprijzen en geplande begrotingsmaatregelen in verband met klimaatverandering zou de energie-inflatie zich op middellange termijn op een laag, positief peil moeten stabiliseren. De voedselprijzinflatie is de afgelopen kwartalen sterk gedaald doordat de prijsdruk binnen de productieketen is afgenomen vanwege de lagere prijzen van energie en voedingsgrondstoffen. De

voedselprijsinflatie zal naar verwachting min of meer zijwaarts evolueren alvorens vanaf eind 2025 verder te matigen. Naar verwachting blijft de inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen bijna de gehele projectieperiode boven de totale inflatie, maar zet wel de desinflatoire ontwikkeling voort. De diensteninflatie is de afgelopen maanden hardnekkig hoog gebleven. Later in de projectieperiode wordt echter nog steeds een geleidelijke daling verwacht, waarbij de loongroei en andere kostendruk afnemen, terwijl de vertraagde invloed van eerdere monetaire beleidsverkrapping blijft doorwerken in de consumptieprijzen. In de afgelopen kwartalen is de nominale loongroei vanaf een hoog niveau, en meer dan eerder geraamd, gaan dalen. Voor de komende jaren wordt een verdere geleidelijke matiging van de loongroei verwacht, naarmate de opwaartse invloed van de druk door inflatiecompensatie in een krappe arbeidsmarkt verder wegebt. De matiging van de arbeidskostendruk zou worden ondersteund door een herstel van de productiviteitsgroei. Bovendien is de winstgroei aanzienlijk afgenomen en deze zal deels een buffer vormen tegen de doorwerking van de arbeidskosten in de prijzen, met name op korte termijn. Al bij al wordt in de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2024 verwacht dat de totale inflatie op jaarbasis daalt van gemiddeld 5,4% in 2023 naar 2,5% in 2024, 2,2% in 2025 en 1,9% in 2026. Vergeleken met de door medewerkers van het Eurosysteem in juni 2024 opgestelde macro-economische projecties blijven de vooruitzichten voor de totale inflatie onveranderd. De inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen verraste de afgelopen maanden licht opwaarts, wat leidde tot kleine opwaartse bijstellingen voor 2024 en 2025.

Beoordeling van risico's

De risico's voor de economische groei blijven neerwaarts gericht. Lagere vraag naar uitvoer uit het eurogebied, bijvoorbeeld als gevolg van een zwakkere wereldeconomie of oplopende handelsspanningen tussen de grote economieën, zou de groei in het eurogebied drukken. De ongerechtvaardigde oorlog van Rusland tegen Oekraïne en het tragische conflict in het Midden-Oosten zijn belangrijke bronnen van geopolitiek risico. Dit kan ertoe leiden dat het vertrouwen in de toekomst bij bedrijven en huishoudens afneemt en dat de wereldhandel wordt verstoord. De groei kan ook lager uitvallen als de vertraagde effecten van de verkrapping van het monetair beleid sterker blijken dan verwacht. De groei kan hoger uitvallen als de inflatie sneller dan voorzien daalt en de bestedingen, door stijgend vertrouwen en hogere reële inkomens, sterker toenemen dan voorzien, of als de wereldeconomie sterker groeit ten opzichte van de verwachtingen.

De inflatie kan hoger uitvallen als de lonen of winsten sterker stijgen dan verwacht. Opwaartse risico's voor de inflatie vloeien ook voort uit de verhoogde geopolitieke spanningen, die de energieprijzen en de transportkosten op korte termijn zouden kunnen opdrijven en de wereldwijde handel kunnen verstoren. Bovendien kunnen extreme weersomstandigheden, en meer in het algemeen de zich ontvouwende klimaatcrisis, de voedselprijzen opdrijven. Neerwaartse verrassingen bij de inflatie kunnen er komen als het monetair beleid de vraag meer dan voorzien tempert of als het economisch klimaat in de rest van de wereld onverwacht verslechtert.

Financiële en monetaire omstandigheden

De marktresntes zijn aanzienlijk gedaald sinds de vergadering van de Raad van Bestuur op 18 juli 2024, voornamelijk door zwakkere vooruitzichten voor de mondiale groei en verminderde bezorgdheid over inflatiedruk. Spanningen op de mondiale markten tijdens de zomer leidden tot een tijdelijke verkrapping van de financiële voorwaarden in de risicovollere marktsegmenten.

Over het algemeen blijven de financieringskosten restrictief, aangezien de eerdere verhogingen van de beleidsrentes door de Raad van Bestuur nog steeds doorwerken in de transmissieketen. De gemiddelde rentetarieven op nieuwe leningen aan bedrijven en op nieuwe hypotheekleningen bleven hoog in juli op respectievelijk 5,1% en 3,8%.

De kredietgroei blijft gering te midden van zwakke vraag. Bancaire kredietverlening aan bedrijven steeg in juli met 0,6% op jaarbasis, een lichte afname ten opzichte van juni, terwijl de groei van leningen aan huishoudens licht toenam tot 0,5%. Het ruime monetaire aggregaat (M3) steeg in juli met 2,3%, evenveel als in de maand daarvoor.

Monetairbeleidsbeslissingen

Op 12 september 2024 heeft de Raad van Bestuur besloten de rente op de depositofaciliteit met 25 basispunten te verhogen. De rente op de depositofaciliteit is het tarief waarmee de Raad van Bestuur de monetairbeleidskoers stuurt. Daarnaast werd, zoals vooraf aangekondigd op 13 maart 2024 na de evaluatie van het operationele raamwerk, de spread tussen de rente op de basisherfinancieringstransacties en de rente op de depositofaciliteit op 15 basispunten gesteld. De spread tussen de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de basisherfinancieringstransacties bleef ongewijzigd op 25 basispunten. Dit betekent dat de rente op de depositofaciliteit werd verlaagd tot 3,50%. De rente op de basisherfinancieringstransacties en de rente op de marginale beleningsfaciliteit werden verlaagd tot respectievelijk 3,65% en 3,90%. De wijzigingen werden van kracht op 18 september 2024.

Het programma voor de aankoop van activa neemt in een gelijkmatig en voorspelbaar tempo af, aangezien het Eurosysteem niet langer de aflossingen op effecten die de vervaldatum hebben bereikt herinvesteert.

Het Eurosysteem herbelegt niet langer alle aflossingen op effecten die de vervaldatum hebben bereikt en zijn aangekocht onder het pandemie-noodaankoopprogramma (pandemic emergency purchase programme – PEPP), waardoor de PEPP-portefeuille gemiddeld met € 7,5 miljard per maand daalt. De Raad van Bestuur neemt zich voor de herinvesteringen krachtens het PEPP eind 2024 te beëindigen.

De Raad van Bestuur zal flexibiliteit blijven toepassen bij de herinvesteringen van vrijvallende aflossingen uit de portefeuille van het PEPP om risico's voor het

transmissiemechanisme van het monetair beleid in verband met de pandemie tegen te gaan.

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

Conclusie

De Raad van Bestuur is vastbesloten ervoor te zorgen dat de inflatie tijdig terugkeert naar zijn doelstelling van 2% op middellange termijn en zal de beleidsrentes zo lang als nodig restrictief genoeg houden. De Raad van Bestuur blijft per vergadering op basis van de data het geschikte niveau en de duur van de verkrapping bepalen. De rentebesluiten van de Raad zullen in het bijzonder gebaseerd zijn op zijn beoordeling van de inflatievooruitzichten in het licht van de binnenkomende economische en financiële gegevens, de dynamiek van de onderliggende inflatie en de kracht van de monetairbeleidstransmissie. De Raad van Bestuur legt zich niet bij voorbaat vast op een bepaald rentetraject.

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

Externe omgeving

De mondiale groei was in het tweede kwartaal van 2024 veerkrachtig en zal naar verwachting in het derde kwartaal stabiel blijven. Recente gegevens duiden er echter op dat de verwerkende industrie vertraagt, terwijl het monetaire beleid nog steeds restrictief is. In combinatie met toegenomen geopolitieke spanningen en volatiliteit op de financiële markten wijzen deze signalen erop dat de tegenwind voor de groei op korte termijn zou kunnen toenemen. De vooruitzichten voor de mondiale groei en de inflatie, zoals tot uitdrukking gebracht in de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2024, zijn grotendeels onveranderd ten opzichte van de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2024. Volgens de projecties zal de wereldhandel zich dit jaar herstellen en vervolgens meer in lijn met de mondiale bedrijvigheid groeien. Voor 2024 is de wereldhandel licht opwaarts bijgesteld in het licht van de sterkere resultaten in het tweede kwartaal, maar de kortetermijnvooruitzichten die in de projecties van september zijn opgenomen wijzen erop dat de sterke groei die in het tweede kwartaal werd waargenomen niet zal aanhouden. De inflatie in de belangrijke ontwikkelde en opkomende markteconomieën zal naar verwachting tijdens de projectieperiode geleidelijk dalen.

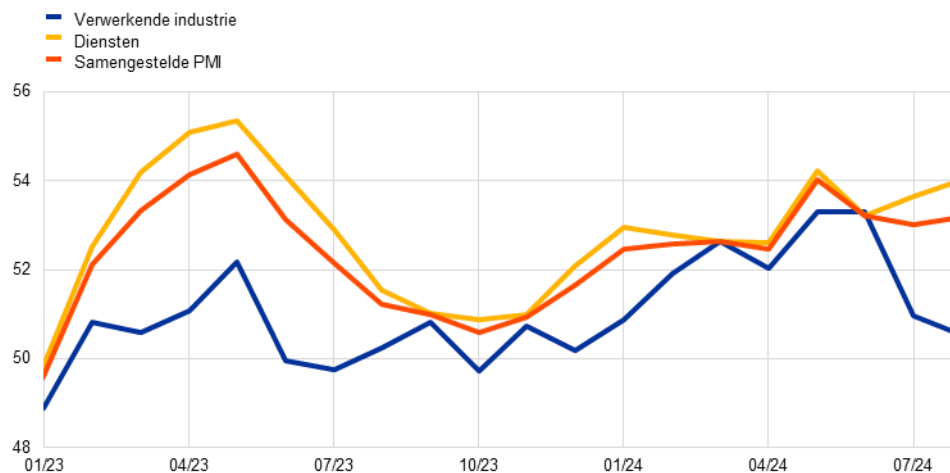
De mondiale groeidynamiek blijft positief, maar de tegenwind kan in de nabije toekomst toenemen. De mondiale samengestelde Purchasing Managers' Index (PMI) voor de productie (exclusief het eurogebied) steeg in augustus licht tot 53,2, ten opzichte van 53,0 in juli. Dit werd ondersteund door de bovengemiddelde niveaus van de productie-index van de dienstensector, terwijl de productie in de verwerkende industrie daalde tot net boven de neutrale drempelwaarde (Grafiek 1).¹ Deze daling was het gevolg van een uitgesproken vertraging van de bedrijvigheid in de verwerkende industrie in de Verenigde Staten in augustus, terwijl de productie in de verwerkende industrie in China in augustus marginaal aantrok na een sterke daling in de maand daarvoor. Recente harde en zachte gegevens wijzen erop dat de mondiale productiecycclus vertraagt tegen de achtergrond van een nog steeds restrictief monetair beleid en een matigende loongroei. In combinatie met toegenomen geopolitieke spanningen en de recente volatiliteit op de mondiale financiële markten wijzen deze signalen erop dat de tegenwind voor de mondiale groei in de nabije toekomst zou kunnen toenemen. Het mondiale bbp is in het tweede kwartaal naar schatting met 0,7% gegroeid, iets minder dan in het eerste kwartaal. Toch was deze indicator nog steeds in overeenstemming met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties van juni en zal deze naar verwachting in het derde kwartaal stabiel blijven.

¹ Aangezien de nadruk in deze paragraaf ligt op ontwikkelingen in de mondiale omgeving van het eurogebied, wordt het eurogebied in alle verwijzingen naar geaggregeerde mondiale economische indicatoren buiten beschouwing gelaten.

Grafiek 1

Mondiale PMI voor de productie

(spreidingsindices)



Bronnen: S&P Global Market Intelligence en berekeningen van medewerkers van de ECB.
Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen augustus 2024.

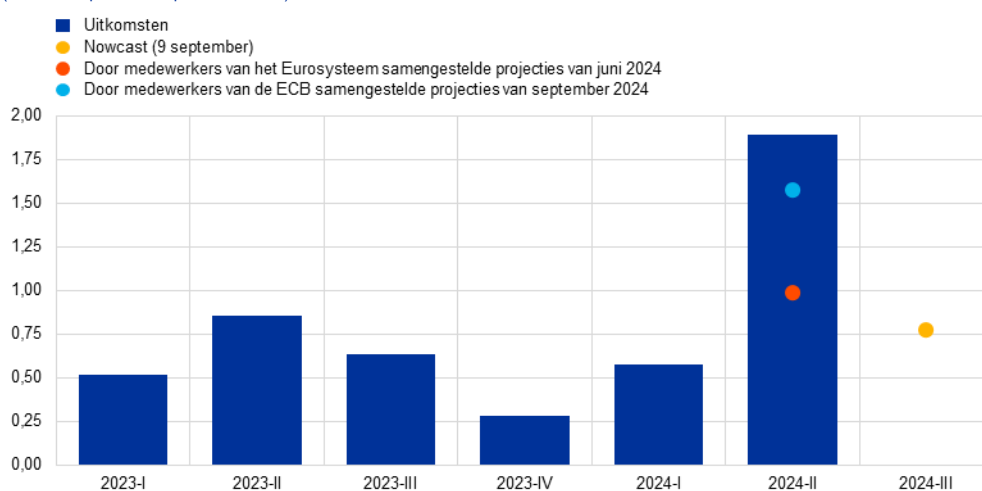
De mondiale groei zal naar verwachting in een gematigd tempo toenemen en globaal onveranderd blijven ten opzichte van de projecties van juni. Na in 2023 met 3,5% te zijn gegroeid, zal het mondiale reële bbp naar verwachting groeien met 3,4% in 2024 en 2025 en met 3,3% in 2026. Deze lichte vertraging van de groei gedurende de projectieperiode is het gevolg van de afname van de gunstige effecten op de consumptieve bestedingen tegen de achtergrond van een nog steeds restrictieve monetairbeleidskoers in de eerste jaren van de projectieperiode, toegenomen geopolitieke spanningen en verhoogde onzekerheid over het economisch beleid. Ten opzichte van de projecties van juni is de mondiale reële bbp-groei voor de projectieperiode met 0,1 procentpunt naar boven bijgesteld. Dit weerspiegelt een iets sterkere groei in de opkomende markten in 2024 en hogere groei van de Amerikaanse economie in 2025-2026. Die laatste houdt verband met het positieve effect van het feit dat de nettomigratie groter is dan eerder werd aangenomen en de aanname dat de belastingverlagingen voor huishoudens met een lager inkomen van 2017 zullen worden verlengd, aangezien dit in het verkiezingsprogramma van beide presidentskandidaten is opgenomen.

De groei van de wereldhandel nam in het tweede kwartaal sterk toe, met veel vervroegde goederenimport in de ontwikkelde economieën. De mondiale invoer steeg in het tweede kwartaal sterk, met 1,9% op kwartaalbasis, ruim drie keer zo snel als begin dit jaar en ruim boven de projecties van juni. Deze sterke groei werd ondersteund door vervroegde invoer in ontwikkelde economieën uit China en andere opkomende Aziatische landen. Uit handelsgegevens op maandbasis blijkt dat bedrijven voor het kerstseizoen ongeveer zes weken eerder dan in een normaal jaar hun voorraden aanvulden, waarschijnlijk als gevolg van vrees voor nieuwe knelpunten aan de aanbodzijde en handelsspanningen tegen de achtergrond van groeiende geopolitieke risico's. Hoewel de cijfers voor de wereldhandel inherent volatiel blijven, duiden de projecties van september erop dat een dergelijke sterke groei op korte termijn niet zal aanhouden, doordat het effect van de vervroegde

invoer wegebt.² Dit sluit aan op de signalen van het nowcasting-instrument van de ECB, dat zowel harde als zachte gegevens over de wereldhandel omvat (Grafiek 2). Meer in het bijzonder wijzen de zwakke uitvoerorders zoals die uit de PMI-enquêtes naar voren komen, in combinatie met ramingen van de handelsomzet op basis van de bewegingen van vaartuigen, op een vertraging van de handel in het derde kwartaal. Niettemin zouden tegen het einde van het jaar de handelsontwikkelingen nog steeds moeten worden ondersteund door een normalisering van de voorraadcyclus en een gunstigere samenstelling van de vraag.

Grafiek 2 Mondiale invoer

(mutaties in procenten op kwartaalbasis)



Bronnen: Nationale bronnen (via Haver Analytics) en berekeningen van ECB-medewerkers.

Toelichting: De mondiale aggregaten zijn exclusief het eurogebied. De nowcast verwijst naar een dynamisch factormodel dat is gebaseerd op 30 maandvariabelen voor industriële productie, detailhandel, handel, de arbeidsmarkt, enquêtes en huisvesting. De meest recente gegevens voor de nowcast betreffen augustus 2024.

De wereldhandel zal zich dit jaar naar verwachting herstellen en gedurende de rest van de projectieperiode meer in lijn met de mondiale bedrijvigheid

groeien. Na een periode van zwakke groeidynamiek, tegen de achtergrond van een verschuiving van de vraag van goederen naar diensten na de pandemie, veerde de wereldhandel rond de jaarwisseling weer op, waaraan het vervroegen van invoer in ontwikkelde economieën in het tweede kwartaal bijdroeg. Over het geheel genomen wordt verwacht dat de totale mondiale invoergroei dit jaar op 3,1% uitkomt, 0,5 procentpunt hoger dan in de projecties van juni. Dit is voornamelijk het gevolg van een sterkere dynamiek in het tweede kwartaal, terwijl de groei op kwartaalbasis in de tweede helft van 2024 onveranderd zal blijven. De mondiale invoergroei zal naar verwachting toenemen tot 3,4% in 2025 en 3,3% bedragen in 2026.

Recente gegevens wijzen erop dat de geleidelijke desinflatie zal doorzetten, ondanks een lichte stijging van de inflatie in juli. De totale CPI-inflatie in de landen van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling

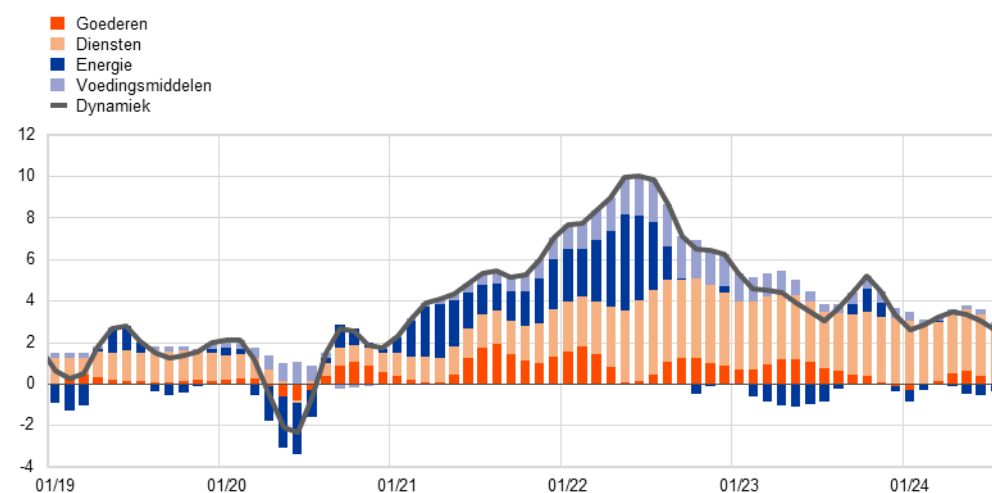
² Mochten de vervroegde inkopen van ondernemingen voldoende zijn om aan de klantvraag te voldoen, dan kan de mondiale vraag in de nabije toekomst alsnog lager uitkomen.

(OESO) is gestegen tot 3,0% in juli, ten opzichte van 2,8% in juni.³ Ook de kerninflatie (exclusief energie en voedingsmiddelen) steeg in juli licht, naar 3,2% ten opzichte van 3,1% in juni. De afnemende dynamiek van de totale CPI-inflatie, gemeten als procentuele mutatie per driemaands periode op jaarbasis, wijst erop dat de desinflatie in de OESO-landen op korte termijn zal doorzetten (Grafiek 3), ondersteund door de aanhoudende afkoeling van de arbeidsmarkten in de belangrijkste economieën.

Grafiek 3

Dynamiek van de totale consumptieprijnsinflatie in de OESO-landen

(procentuele mutaties per driemaands periode op jaarbasis; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: OESO en berekeningen van ECB-medewerkers.

Toelichting: De in de grafiek getoonde bijdragen van de respectieve componenten van de dynamiek van de totale inflatie in de OESO-landen zijn bottom-up berekend aan de hand van beschikbare landengegevens, die samen 84% van het aggregaat van het OESO-gebied vertegenwoordigen. De goedereninflatie is berekend als het restant van de bijdrage van de totale goederen minus die van energie en voedingsmiddelen. De meest recente waarnemingen betreffen juli 2024.

De olieprijsen zijn sinds de vorige vergadering van de Raad van Bestuur gedaald, terwijl de Europese gasprijzen zijn gestegen.

De prijzen van ruwe Brent-olie zijn ten opzichte van de prijzen ten tijde van de vorige vergadering van de Raad van Bestuur met bijna 10% gedaald. Dit is het gevolg van een combinatie van factoren, waaronder, aan de vraagzijde, de daling van de invoer van ruwe olie in China tot het laagste niveau in jaren als gevolg van de zwakke economische bedrijvigheid. Een negatief risicosentiment na de verkoopgolf van begin augustus droeg eveneens bij aan lagere prijzen voor ruwe olie, terwijl berichten aan de aanbodzijde in verband met spanningen in het Midden-Oosten en productieonderbrekingen op Libische olievelden de prijzen van ruwe olie opdreven. De Europese gasprijzen stegen met 17,7% als gevolg van geopolitieke bezorgdheid. Het gaat daarbij onder meer om oplopende spanningen in het Midden-Oosten en de inval van Oekraïense troepen op Russisch grondgebied. Dit laatste leidde tot bezorgdheid onder beleggers over mogelijke aanbodverstoringen op de Oekraïense doorvoerroute voor gas.

³ Turkije is niet opgenomen in de OESO-aggregaten voor de totale inflatie en de kerninflatie, omdat het inflatieniveau daar hoog in de dubbele cijfers bleef. De totale inflatie en de CPI-kerninflatie zouden anders in alle OESO-landen, inclusief Turkije, uitkomen op respectievelijk 5,4% in juli 2024 (tegen 5,6% in juni) en 5,4% in juli 2024 (tegen 5,9% in juni).

In de Verenigde Staten is de economische bedrijvigheid nog steeds robuust, tegen de achtergrond van een aanhoudende aanpassing van de arbeidsmarkt en een geleidelijk dalende inflatie. Het reële bbp steeg in het tweede kwartaal met 0,7%, ondersteund door een sterke binnenlandse vraag en voorraden die de afremming door een sterke toename van de invoer ruimschoots compenseerden. De bedrijvigheid werd ondersteund door robuuste consumptieve bestedingen. Hoogfrequente indicatoren wijzen op een aanhoudende, zij het licht afnemende groei op korte termijn, zonder tekenen van een op handen zijnde recessie. Op de markten werd de vrees voor een mogelijke recessie in augustus versterkt door het Amerikaanse werkgelegenheidsrapport van juli en de daaropvolgende volatiliteit op de mondiale financiële markten, die sindsdien is weggeëbd. Zowel de nowcasts van ECB-medewerkers als die van regionale Federal Reserve-banken wijzen op een lichte vertraging van de groei in het derde kwartaal, wat strookt met de vertraagde effecten van het restrictieve monetaire beleid van de Federal Reserve op de economische bedrijvigheid. De Amerikaanse arbeidsmarkt zwakte verder af, maar bleef over het algemeen gezond. De toename van de niet-agrarische werkgelegenheid bleef in augustus iets onder de marktverwachtingen en de gemiddelde maandelijkse toename over de voorafgaande twaalf maanden. Tegelijkertijd daalde het werkloosheidspercentage marginaal tot 4,2%, terwijl de participatiegraad stabiel bleef. De totale CPI-inflatie op jaarbasis daalde in augustus iets sterker dan verwacht, tot 2,5%, ten opzichte van 2,9% in juli. Dit was de kleinste stijging van de totale inflatie op jaarbasis sinds maart 2021. De CPI-kerninflatie op jaarbasis bedroeg in augustus daarentegen 3,2%, onveranderd ten opzichte van juli.

In China vertraagt de economische bedrijvigheid, terwijl de nieuwe steun voor de onroerendgoedsector de woningmarkt nog niet heeft gestabiliseerd. De reële bbp-groei is in het tweede kwartaal aanzienlijk gedaald, van 1,5% in het eerste kwartaal naar 0,7%, doordat de neergang in het onroerend goed de consumptieve bestedingen afremde en de impuls van een stimuleringsprogramma van eind 2023 wegebde. De bedrijvigheidscijfers voor juli waren grotendeels zwak, ondanks enkele positieve signalen in sommige sectoren van de verwerkende industrie en de uitvoer. De groei van de detailhandel bleef gematigd, terwijl de industriële productie verder vertraagde. Daarnaast bleven de investeringen in vaste activa futloos, doordat de onroerendgoedinvesteringen een krimp vertoonden, ondanks de relatief forse investeringen in de verwerkende industrie en infrastructuur. De uitvoer bleef de belangrijkste aanjager van de groei, ondersteund door dalende uitvoerprijzen. De groei op jaarbasis van de nominale uitvoer was in juli nog steeds krachtig, ondanks een sterker dan verwachte matiging. Chinese producenten boekten aanzienlijke stijgingen in de uitvoervolumes voor alle belangrijke productcategorieën, doordat de dalende uitvoerprijzen hun concurrentievermogen hebben versterkt. De onroerendgoedmarkt vertoont nog steeds geen tekenen dat het dieptepunt is bereikt en blijft daarmee een rem op de groei, terwijl het medio mei aangekondigde nieuwe beleidspakket en eerdere maatregelen nog geen effect hebben. Vanwege de nogal tegenvallende groeivoorzichten zijn de Chinese autoriteiten steeds bezorgder geworden dat hun groeidoelstelling van “ongeveer 5%” niet gehaald zal worden, en op 30 juli riep het Politbureau van de Communistische Partij van China op tot meer beleidsmaatregelen ter ondersteuning van de consumptie. De totale CPI-inflatie in China steeg in augustus licht, terwijl zowel de CPI-kerninflatie als de

producentenprijsinflatie verder daalde. De achterblijvende binnenlandse vraag, hoofdzakelijk wat betreft particuliere consumptie en onder invloed van tegenwind op de onroerendgoedmarkt en lage industriële prijzen, wijst erop dat de inflatoire druk in de Chinese economie gematigd zal blijven.

In het Verenigd Koninkrijk nam de reële bbp-groei in het tweede kwartaal sterk toe, terwijl de inflatie iets steeg. Het reële bbp steeg in het tweede kwartaal van 2024 met 0,6%, slechts iets minder dan de 0,7% die in het eerste kwartaal werd opgetekend. Na een lichte technische recessie vorig jaar heeft de economie van het Verenigd Koninkrijk in de eerste helft van dit jaar een verrassend krachtig herstel vertoond onder invloed van de binnenlandse vraag. De invoer, met name uit opkomende markten, nam in een fors tempo toe, mogelijk als gevolg van een vervroegde bevoorrading die ook op mondiaal niveau zichtbaar is. De groeidynamiek zal naar verwachting in de tweede helft van dit jaar matigen. Ondanks de huidige sterkte van de bedrijvigheid zal volgens de projectie de groei dalen in het licht van aanhoudend restrictief begrotingsbeleid en monetair beleid. De nieuwe Labour-regering heeft toegezegd de reeds lang bestaande begrotingsregels in acht te nemen, wat de ruimte voor het stimuleren van de vraag beperkt. Wat het monetaire aspecten betreft, is de reële rente aanzienlijk gestegen, doordat de inflatie de afgelopen maanden is gedaald tot dicht bij de doelstelling van de Bank of England. Ondanks deze tegenwind vloeien er enkele opwaartse risico's voort uit de aanhoudende veerkracht van huishoudens en bedrijven. Gezien de nog steeds stijgende spaarquote en een toename van de reële lonen, ondersteund door een robuuste groei van het aantal werkenden in loondienst en slechts geringe stijgingen van de werkloosheid, hebben huishoudens in het Verenigd Koninkrijk mogelijk de ruimte om hun uitgaven ondanks de restrictieve beleidsmaatregelen te verhogen. De totale CPI-inflatie steeg van 2,0% in mei en juni naar 2,2% in juli. Deze stijging werd verwacht en weerspiegelde het wegebben van de negatieve basiseffecten van de energieprijzen. De CPI-kerninflatie (exclusief energie en voedingsmiddelen) daalde van 3,5% in juni naar 3,3% in juli als gevolg van een daling van de diensteninflatie. Deze daling van de diensteninflatie was groter dan door zowel de markten als door de Bank of England werd verwacht en weerspiegelde deels het geleidelijk wegebben van tweederonde-effecten van de hoge energieprijzen. Er blijven echter opwaartse risico's voor het desinflatieproces bestaan, aangezien de diensteninflatie dit jaar hardnekkiger is geweest dan verwacht. De Bank of England begon in juli met een gegevensafhankelijke verruimingscyclus door haar beleidsrente te verlagen van 5,25% naar 5,0%.

2 Economische bedrijvigheid

De economie groeide met 0,2% in het tweede kwartaal, na een groei van 0,3% in het eerste kwartaal. Dat is minder dan de door medewerkers samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van juni. Het uitvoersaldo droeg positief bij aan de groei in het tweede kwartaal, terwijl de binnenlandse vraag afnam. Nieuwe informatie wijst op een verdere, zij het trage groei in het derde kwartaal van 2024. De resultaten van enquêtes onder bedrijven verzwakten enigszins, onder invloed van een zwakker sentiment in de arbeidsmarkt. Wat de verschillende bedrijfstakken betreft, blijven de diensten het herstel aanvoeren, met een aanzienlijke impuls van de Olympische Spelen van Parijs in het derde kwartaal. Tegelijkertijd vertoont de industrie zowel in de productie als de orderontvangsten een aanhoudende zwakte, tegen een achtergrond van grote onzekerheid. Het reële bbp zal in de toekomst naar verwachting verder herstellen naarmate de reële inkomens verder stijgen, de buitenlandse vraag aantrekt en de matigende effecten van het krappe monetair beleid wegebben. De aanhoudende toename van het reëel besteedbaar inkomen zal naar verwachting de particuliere consumptie ondersteunen, die vanaf de tweede helft van 2024 de belangrijkste motor achter de groei zou worden. In combinatie met het geleidelijk toenemende consumentenvertrouwen en de afnemende onzekerheid zal de nog altijd veerkrachtige arbeidsmarkt de bestedingen van de huishoudens wellicht ook ondersteunen.

Deze vooruitzichten komen grotendeels tot uiting in de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische prognoses voor het eurogebied van september 2024, waarin wordt uitgegaan van een groei van het reële bbp op jaarbasis van 0,8% in 2024, die daarna in respectievelijk 2025 en 2026 zal aantrekken tot 1,3% en 1,5%.⁴

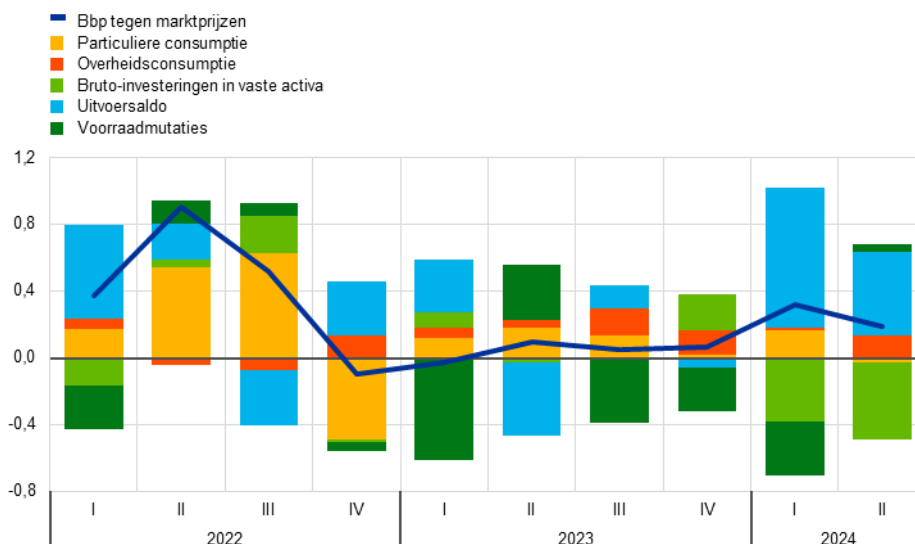
Volgens de meest recente raming van Eurostat steeg het reële bbp in het tweede kwartaal van 2024 met 0,2% op kwartaalbasis, na een groei van 0,3% in het voorgaande kwartaal (zie Grafiek 4). Het uitvoersaldo droeg in het tweede kwartaal positief bij aan de groei, terwijl de binnenlandse vraag en de voorraadwijzigingen respectievelijk negatief en neutraal bijdroegen. De verbetering in de totale toegevoegde waarde was volledig toe te schrijven aan de diensten, tegen dalingen in de industrie en de bouwnijverheid.

⁴ Zie de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2024.

Grafiek 4

Reëel bbp van het eurogebied en samenstelling

(mutaties in procenten op kwartaalbasis; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2024.

Enquêtegegevens wijzen op een aanhoudende groei onder impuls van de diensten in het derde kwartaal van 2024.

De samengestelde Purchasing Managers' Index (PMI) bedroeg gemiddeld 50,6 in juli en augustus, tegen 51,6 in het tweede kwartaal van 2024. Die index, die op groei blijft wijzen, is ondanks een recente afname dus op peil gebleven sinds het begin van zijn opwaartse beweging in oktober 2023. Wat de verschillende bedrijfstakken betreft, bleef de PMI-indicator voor de productie in de verwerkende industrie in juli en augustus wijzen op een daling, die de in de zomer van 2023 begonnen opwaartse beweging beëindigt (Grafiek 5, paneel a). De index van de orderontvangst, die meer toekomstgericht zou moeten zijn, vertoonde een vergelijkbaar patroon. Over het geheel genomen wijzen die indicatoren op een toekomstige aanhoudende zwakte in de industrie, tegen de achtergrond van de gematigde vraag naar goederen en de gevolgen van de eerdere verkrapping van het monetair beleid. De PMI-gegevens voor de dienstensector, die tot dusver het bedrijvigheidsherstel aandreef, blijven wijzen op een positieve groei van zowel de bedrijvigheid als de nieuwe contracten (Grafiek 5, paneel b). De diensten trokken ook profijt uit de forse stijging van de bestedingen aan contactintensieve diensten naar aanleiding van de Olympische Spelen van Parijs. Het verloop van de PMI-index wijst erop dat de recente sectorale verschillen wellicht zullen voortduren op korte termijn.

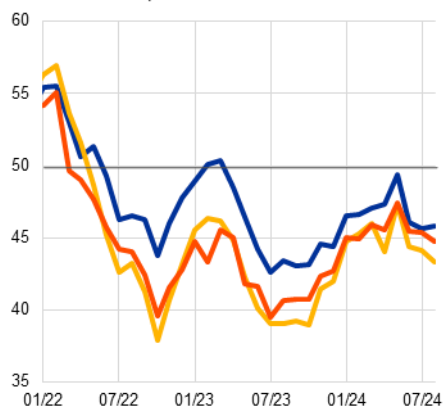
Grafiek 5

PMI-indicatoren voor de verschillende bedrijfstakken van de economie

a) Verwerkende industrie

(spreidingsindices)

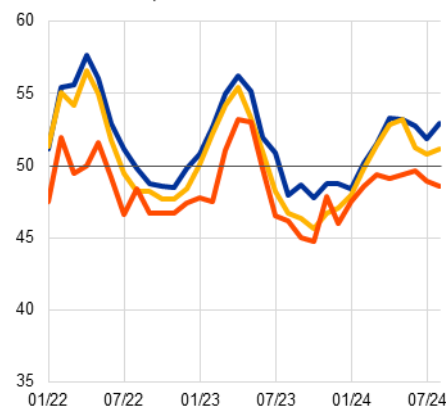
— Productie
— Nieuwe orderontvangst
— Nieuwe exportorders



b) Diensten

(spreidingsindices)

— Bedrijvigheid
— Nieuwe contracten
— Nieuwe exportorders



Bron: S&P Global Market Intelligence.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen augustus 2024.

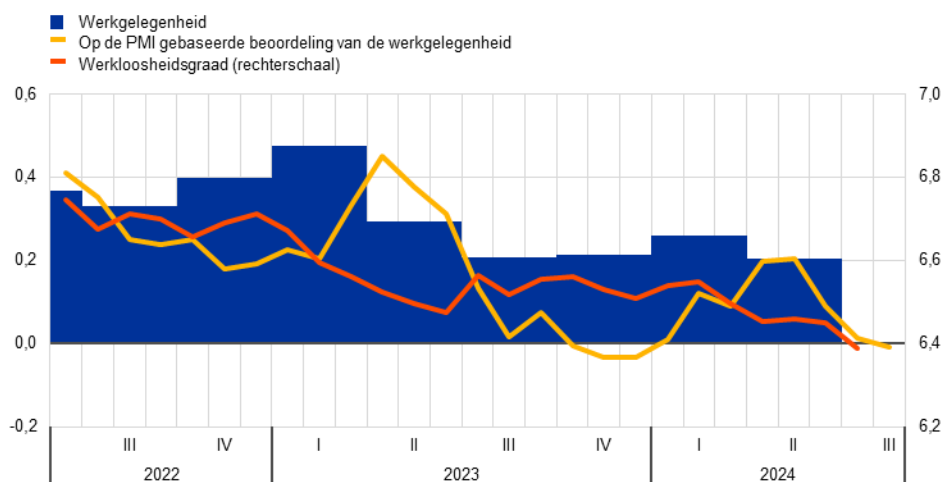
De werkgelegenheidsgroei vertraagde in het tweede kwartaal van 2024. De werkgelegenheid steeg met 0,2% in het tweede kwartaal van het jaar (Grafiek 6, paneel a), vooral dankzij de aanhoudende, zij het vertragende groei van de beroepsbevolking. De productiviteit per werknemer en het gemiddelde aantal gewerkte uren bleven stabiel in het tweede kwartaal van 2024. De werkloosheidsgraad daalde licht tot 6,4% in juli, tegen 6,5% in juni, onder invloed van het lagere aantal werklozen en de trager groeiende beroepsbevolking. De vraag naar arbeid daalde enigszins ten opzichte van het hoge peil na de pandemie, met een daling van de vacaturegraad tot 2,6% in het tweede kwartaal, wat 0,3 procentpunt lager ligt dan in het voorgaande kwartaal en dichterbij de piek van vóór de pandemie ligt.

Grafiek 6

Werkgelegenheid in het eurogebied, op de PMI gebaseerde beoordeling van de werkgelegenheid en werkloosheidsgraad, en PMI's voor de werkgelegenheid naar bedrijfstak

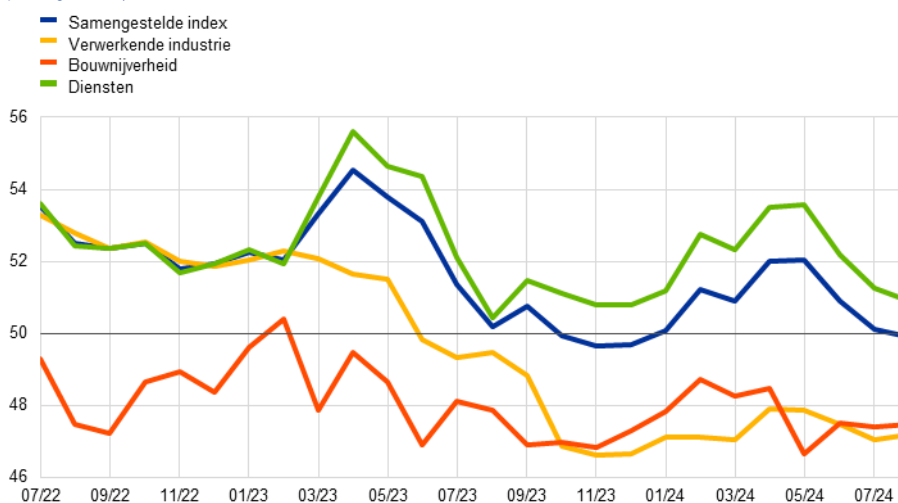
a) Werkgelegenheid, op de PMI gebaseerde beoordeling van de werkgelegenheid en werkloosheidsgraad

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



b) PMI's voor de werkgelegenheid naar bedrijfstak

(spreidingsindices)



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

Toelichting: In paneel a) geven de twee lijnen de ontwikkelingen op maandbasis weer, de staven de kwartaalcijfers. De PMI wordt uitgedrukt als de afwijking van 50 en vervolgens gedeeld door 10 om de werkgelegenheidsgroei op kwartaalbasis te meten. De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2024 voor de werkgelegenheid, augustus 2024 voor de op de PMI gebaseerde beoordeling van de werkgelegenheid en juli 2024 voor het werkloosheidspercentage. In paneel b) betreffen de meest recente waarnemingen augustus 2024.

De kortetermijnindicatoren voor de arbeidsmarkt wijzen op een slechts heel beperkte werkgelegenheidsgroei in het derde kwartaal van 2024.

De samengestelde PMI-werkgelegenheidsindicator op maandbasis bleef in augustus grotendeels onveranderd op 49,9, wat iets minder is dan de 50,1 van juli en erop wijst dat de werkgelegenheidsgroei wellicht verder zal vertragen (Grafiek 6, paneel b). De PMI-indicator voor de dienstenactiviteiten daalde van 51,3 in juli tot

50,9 in augustus. De PMI-indicatoren voor de verwerkende industrie en de bouwnijverheid namen daarentegen licht toe, maar bleven wijzen op een daling.

De particuliere consumptie verzwakte in het tweede kwartaal van 2024, maar zal waarschijnlijk aantrekken.

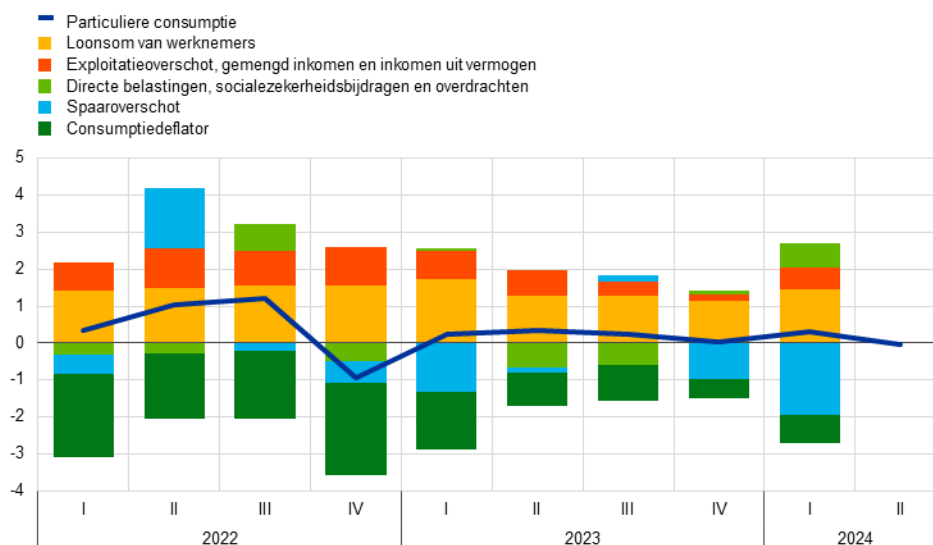
De particuliere consumptie nam licht af in het tweede kwartaal van 2024, na een zwakke gemiddelde groei in de voorgaande kwartalen. Dat gematigde groeitempo staat in contrast met de duidelijke verbetering van de koopkracht van de huishoudens sinds eind 2023, die de lagere inflatie en de toename van het inkomen uit arbeid en uit andere bronnen weerspiegelt (Grafiek 7, paneel a). De inkomensstijging ondersteunde een toename van het spaaroverschot van de huishoudens, wat ook de krappere financieringsvoorwaarden (met hoge rentetarieven en nog altijd hoge normen voor consumptief krediet) en de zwakke kredietopname lijkt te weerspiegelen, evenals een afgenomen noodzaak om spaargelddbuffers te gebruiken tegen de achtergrond van een veerkrachtige arbeidsmarkt. Daarnaast is er nog altijd sprake van onzekerheid en is het consumentenvertrouwen nog altijd gematigd (zie [Kader 3](#)). Nieuwe enquêtegegevens wijzen erop dat de bestedingen van huishoudens op korte termijn zullen toenemen. De indicatoren van de Europese Commissie voor de bedrijfsverwachtingen voor de vraag naar contactintensieve diensten en de detailhandel voor de komende drie maanden verbeterden in augustus en respectievelijk bleven ze boven en benaderden ze hun gemiddelde van vóór de pandemie (Grafiek 7, paneel b). De verwachtingen van de consumenten voor grote aankopen in de komende twaalf maanden, die in juli boven hun peil van vóór de pandemie uitkwamen en er in augustus dichtbij bleven, wijzen ook op een aantrekkende consumptievraag. Ook de recentste Consumer Expectations Survey van de ECB wees op een toenemende bereidheid om tijdens de komende twaalf maanden geld uit te geven aan grote aankopen, terwijl de verwachte vakantieboekingen op een hoog peil bleven.

Grafiek 7

Uitsplitsing van de groei van de particuliere consumptie en verwachtingen voor de contactintensieve diensten, de detailhandel en grote aankopen

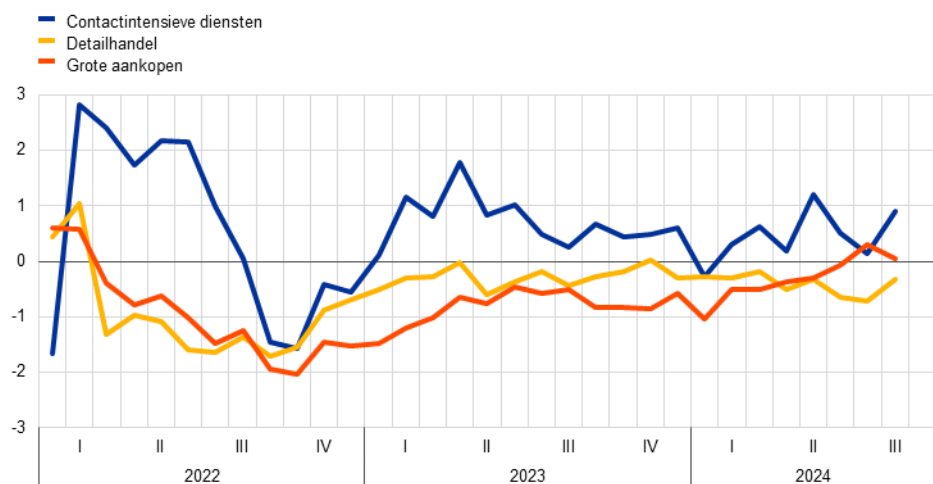
a) Uitsplitsing van de groei van de particuliere consumptie

(mutaties in procenten op kwartaalbasis; bijdragen in procentpunten)



b) Verwachtingen

(gestandaardiseerde balansreeksen)



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

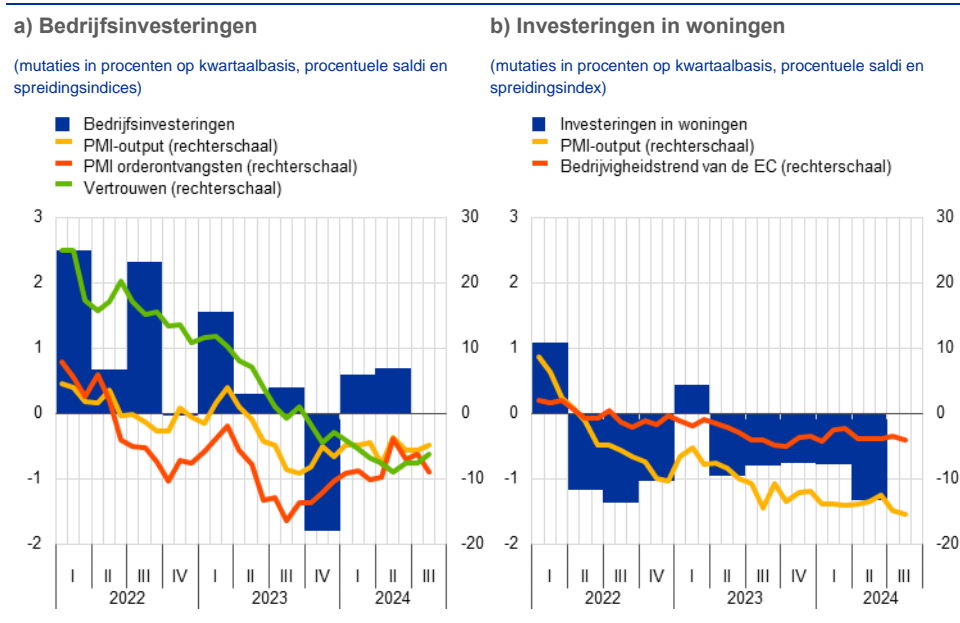
Toelichting: In paneel a) betreffen de meest recente waarnemingen het tweede kwartaal van 2024 voor de particuliere consumptie en het eerste kwartaal van 2024 voor de bijdragen. In paneel b) hebben de bedrijfsverwachtingen voor de vraag naar contactintensieve diensten en de detailhandel betrekking op de komende drie maanden, terwijl de verwachtingen van de consumenten voor grote aankopen naar de komende twaalf maanden verwijzen. Om redenen van gegevensbeschikbaarheid is de eerste reeks gestandaardiseerd voor de periode januari 2005-2019, terwijl de andere twee reeksen gestandaardiseerd zijn voor de periode 1999-2019; "contactintensieve diensten" omvatten accommodatie, reizen en maaltijden. De meest recente waarnemingen betreffen augustus 2024.

De bedrijfsinvesteringen namen in het tweede kwartaal van 2024 licht toe, maar zullen in de tweede jaarhelft naar verwachting minder snel groeien. De niet-bouwinvesteringen, met uitzondering van Ierse immateriële activa, stegen in het tweede kwartaal van 2024 met 0,7% (en met inbegrip van Ierse immateriële activa daalden ze met 3,7%). De kortermijndicatoren, die beschikbaar zijn tot augustus, wijzen op een verdere verzwakking in de kapitaalgoederensector in het derde

kwartaal (Grafiek 8, paneel a): de PMI-output bleef dit jaar grotendeels stabiel en de vertrouwensindicator van de Europese Commissie steeg de afgelopen maanden licht vanuit een laag niveau. Vooruitlopende indicatoren voor de sector, zoals de PMI-indicator voor de orderontvangsten, daalden. De investeringen worden naar verwachting op korte termijn afgeremd door een zwakke vraag, tegen de achtergrond van een vermindering van de bezettingsgraad en een nog altijd hoge onzekerheid. Volgens de in juli 2024 gepubliceerde enquête van de Commissie voor het derde kwartaal van 2024 biedt de vraag minder ondersteuning voor de kapitaalgoederensector dan in het verleden. Enquêtegegevens van de Commissie - waaruit een dalende bezettingsgraad naar voren komt, evenals de perceptie dat restricties op het gebied van ruimte en apparatuur de economische productie in afnemende mate beperken - wijzen erop dat de onmiddellijke noodzaak om de investeringen uit te breiden ook is afgenomen. Investeringsplannen worden mogelijk ook uitgesteld door de grote onzekerheid, evenals door geopolitieke risico's. De bedrijfsinvesteringen zullen naar verwachting verder groeien op middellange termijn, onder impuls van de verwachte toename van de vraag, de wegebbende invloed van de krappe financieringsvoorwaarden en een grote behoefte aan groene en digitale investeringen.

Grafiek 8

Dynamiek van de reële investeringen en enquêtegegevens



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

Toelichting: De lijnen geven de ontwikkelingen op maandbasis weer, terwijl de staven naar de kwartaalgegevens verwijzen. De PMI's worden uitgedrukt als de afwijking van 50. In paneel a) worden de bedrijfsinvesteringen gemeten aan de hand van de niet-bouwinvesteringen, exclusief de Ierse immateriële activa. De PMI-lijnen hebben betrekking op de antwoorden van de kapitaalgoederensector. De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2024 voor de bedrijfsinvesteringen en augustus 2024 voor alle andere componenten. In paneel b) verwijst de lijn van de trendindicator voor de bedrijvigheid van de Europese Commissie naar het gewogen gemiddelde van de beoordeling van de bedrijvigheidstrend in vergelijking met de voorgaande drie maanden door de bouwnijverheid en gespecialiseerde bouwnijverheid, zodanig herschaald dat deze dezelfde standaardafwijking heeft als de PMI. De lijn van de PMI-output verwijst naar de bedrijvigheid in de bouwnijverheid. De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2024 voor de investeringen in woningen en augustus 2024 voor de PMI-output en voor de bedrijvigheidstrend van de Europese Commissie.

De investeringen in woningen daalden sterk in het tweede kwartaal van 2024 en blijven naar verwachting voor de korte termijn dalen, zij het minder snel. De investeringen in woningen in het eurogebied daalden in het tweede kwartaal van

2024 met 1,3%, terwijl de productie in de bouwnijverheid en de gespecialiseerde bouwnijverheid met 0,2% afnam. De op enquêtes gebaseerde indicatoren van de bedrijvigheid duiden op een verdere daling van de investeringen in woningen in het derde kwartaal van 2024, waarbij zowel de PMI-indicator voor woningbouw als de indicator van de Europese Commissie voor de bedrijvigheid in de bouwnijverheid en gespecialiseerde bouwnijverheid de afgelopen drie maanden alvast tot augustus blijven wijzen op een krimp (Grafiek 8, paneel b). De daling van de investeringen in woningen zal evenwel wellicht vertragen. Volgens de enquête van de Commissie verbeterde de kortetermijnintentie van huishoudens om te renoveren en een huis te kopen of bouwen verder in het derde kwartaal van 2024. Tegelijkertijd blijkt uit de Consumer Expectations Survey van de ECB dat het percentage huishoudens die woningen een goede investering vinden in juli bleef toenemen, onder invloed van stabiliserende renteverwachtingen. Volgens de enquête naar de bancaire kredietverlening van juli verwachtten de banken bovendien dat de vraag naar woningkredieten in het derde kwartaal van dit jaar verder zal toenemen. Dat alles wijst op een geleidelijke verbetering van de vraag naar woningen, die er uiteindelijk toe zou leiden dat de investeringen in woningen hun laagste punt bereiken.

De uitvoergroei van het eurogebied zwakte sterk af in het tweede kwartaal van 2024. Na een stijging in het eerste kwartaal vertraagde de uitvoergroei van het eurogebied in het tweede kwartaal van 2024 tot 0,1% op kwartaalbasis (exclusief Ierland, door de erg volatiele gegevens). Deze vertraging benadrukt de aanhoudende uitdagingen voor het concurrentievermogen waar uitvoerders van het eurogebied mee te maken hebben, ondanks een herstel van de mondiale vraag. Daarentegen bleef de uitvoer van diensten de algemene uitvoerresultaten ondersteunen, onder impuls van de sterke vraag naar zakelijke, reis- en ICT-diensten. Voor de toekomst wijzen de meest recente PMI's voor de exportorders erop dat de uitvoerresultaten op korte termijn gematigd zullen blijven. Tegelijkertijd lijkt het eerdere herstel van de invoergroei van het eurogebied af te zwakken. De invoergroei stagneerde in het tweede kwartaal (en ongerekend Ierland stond hij op nul) doordat fabrikanten in het eurogebied hun inputaankopen terugschroefden als reactie op de zwakkere vraag. Die daling was grotendeels het gevolg van een zwakkere goederenuitvoer. Het uitvoersaldo droeg in het tweede kwartaal met 0,5% positief bij aan het bbp, doordat de uitvoer beter presteerde dan de invoer. Maar door de stabiliserende invoerprijzen komt de verbetering van de ruilvoet nu tot stilstand.

De economie van het eurogebied zal zich op middellange termijn naar verwachting blijven herstellen, vooral onder invloed van de aantrekkende particuliere consumptie. In de toekomst zal het reële bbp naar verwachting herstellen naarmate het reële inkomen verder toeneemt, de buitenlandse vraag aantrekt en de matigende effecten van het krappe monetair beleid wegebben. De aanhoudende toename van het reëel besteedbaar inkomen zal naar verwachting de particuliere consumptie ondersteunen, die vanaf de tweede helft van 2024 de belangrijkste motor achter de groei zou worden. In combinatie met het geleidelijk toenemende consumentenvertrouwen en de afnemende onzekerheid zal de veerkrachtige arbeidsmarkt de bestedingen van de huishoudens wellicht ook ondersteunen. De bedrijfsinvesteringen zullen naar verwachting later verbeteren,

vooral door de afnemende, maar nog aanwezige remming van de eerdere verkrapping van het monetair beleid en ondersteund door zowel de binnenlandse als de buitenlandse vraag.

De door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2024 voorspellen een reële bbp-groei op jaarbasis met 0,8% in 2024, 1,3% in 2025 en 1,5% in 2026. Dat is een lichte neerwaartse herziening in vergelijking met de projecties van juni (-0,1 procentpunt voor alle jaren), vooral door een zwakkere bijdrage van de binnenlandse vraag in de komende kwartalen.

3 Prijzen en kosten

De totale inflatie in het eurogebied liep terug van 2,6% in juli 2024 tot 2,2% in augustus, voornamelijk als gevolg van een daling van de energie-inflatie. De meeste maatstaven voor de onderliggende inflatie bleven in juli grotendeels onveranderd, waarbij vooral de lonen een sterke prijsdruk uitoefenden. Het totale groeicijfer van de arbeidskosten koelt echter af, waarbij de winsten deels de invloed opvangen van de aanhoudend hoge arbeidskostendruk op de inflatie. Dit ondersteunt de aanhoudende desinflatie. De maatstaven van de inflatieverwachtingen op langere termijn bleven gedurende de verslagperiode over het algemeen stabiel, waarbij de meeste maatstaven rond de 2% lagen, en de marktgebaseerde maatstaven sloten nauwer aan bij dat peil. Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2024 zal de totale inflatie geleidelijk dalen van 2,5% in 2024 tot 2,2% in 2025 en 1,9% in 2026.⁵

De totale inflatie in het eurogebied, gemeten aan de hand van de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP), daalde tot 2,2% in augustus 2024, tegen 2,6% in juli (Grafiek 9)⁶. Deze daling vloeide voort uit de lagere inflatiecijfers voor energie en niet-energetische industriële goederen (NEIG), die ruimschoots de hogere inflatiecijfers voor voedingsmiddelen en diensten compenseren. Het stijgingstempo op jaarbasis van de energie-inflatie nam sterk af, van 1,2% in juli 2024 tot -3,0% in augustus. Deze afname werd veroorzaakt door een neerwaarts basiseffect, dat het gevolg was van een aanzienlijke toename van de energieprijzen in augustus 2023. De voedselinflatie steeg licht, van 2,3% in juli 2024 tot 2,4% in augustus, wat een hoger jaar-op-jaar stijgingstempo van de prijzen van onbewerkte voedingsmiddelen weerspiegelde, terwijl de jaar-op-jaarwijziging voor bewerkte voedingsmiddelen onveranderd bleef. De HICP-inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen (HICPX) daalde in augustus tot 2,8%, tegen 2,9% in juli, als gevolg van een daling van de NEIG-inflatie (van 0,7% in juli tot 0,4% in augustus), die dus de toename van de diensteninflatie (van 4,0% in juli tot 4,2% in augustus) overtrof. De inmiddels grotendeels genormaliseerde groeicijfers voor NEIG weerspiegelen de afname van de prijsdruk eerder in het productieproces, terwijl de hardnekkigere diensteninflatie verband houdt met de sterkere rol van de arbeidskosten in sommige componenten ervan en met de vertraagde herprijzing in andere.

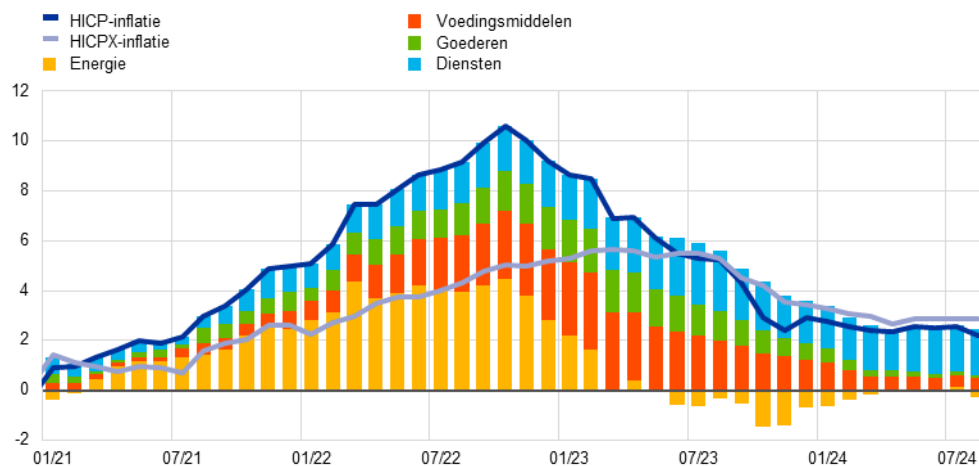
⁵ Zie de [door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2024](#).

⁶ De gegevens in deze uitgave van het Economisch Bulletin zijn afgesloten op 11 september 2024. De op 18 september 2024 verschenen gegevens (volledige raming) bevestigden dat de totale inflatie in augustus 2024 uitkwam op 2,2%. De voedselinflatie bleef in augustus 2024 echter onveranderd op 2,3% (hetzelfde peil als in juli), terwijl de diensteninflatie toenam van 4,0% in juli tot 4,1% in augustus.

Grafiek 9

Totale inflatie en de belangrijkste componenten ervan

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

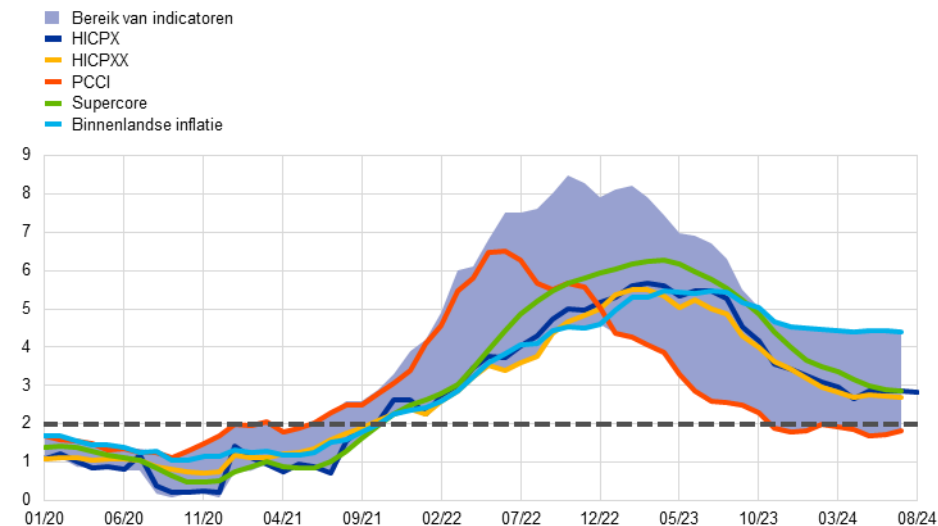
Toelichting: De goederen stemmen overeen met de NEIG. De meest recente waarnemingen betreffen augustus 2024 (voorlopige raming).

De meeste indicatoren van de onderliggende inflatie bleven in juli stabiel, zij het dat ze zich op verschillende niveaus bevonden (Grafiek 10). In juli 2024 (laatst beschikbare gegevens) varieerden de indicatorwaarden van 1,8% tot 4,4%. De persistente en gemeenschappelijke inflatiecomponent (Persistent and Common Component of Inflation – PCCI) is ontworpen om de gezamenlijke component van inflatie vast te stellen bij een veelomvattende verzameling prijsmutaties en vormt momenteel de beste barometer voor de inflatie op middellange termijn in de periode na de pandemie. De PCCI-indicator ligt aan de onderzijde van de bandbreedte, terwijl de indicator van de binnenlandse inflatie (die HICP-componenten met een hoog invoergehalte buiten beschouwing laat) zich aan de bovenzijde bevindt. De Supercore indicator, die conjunctuurgevoelige HICP-componenten omvat, bedroeg 2,9% in juli, evenveel als in de voorgaande maand. De HICPXX-inflatie (die overeenstemt met de HICPX-inflatie exclusief reisartikelen, kleding en schoeisel) bleef in juli eveneens onveranderd op 2,7%, terwijl de PCCI-indicator licht toenam van 1,7% in juni tot 1,8% in juli. De indicator voor de binnenlandse inflatie liep licht terug tot 4,4% in juli, maar bleef op een hardnekkig hoog niveau, door het hoge gewicht van dienstcomponenten zoals verzekeringen, recreatie en accommodatie.

Grafiek 10

Indicatoren van de onderliggende inflatie

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

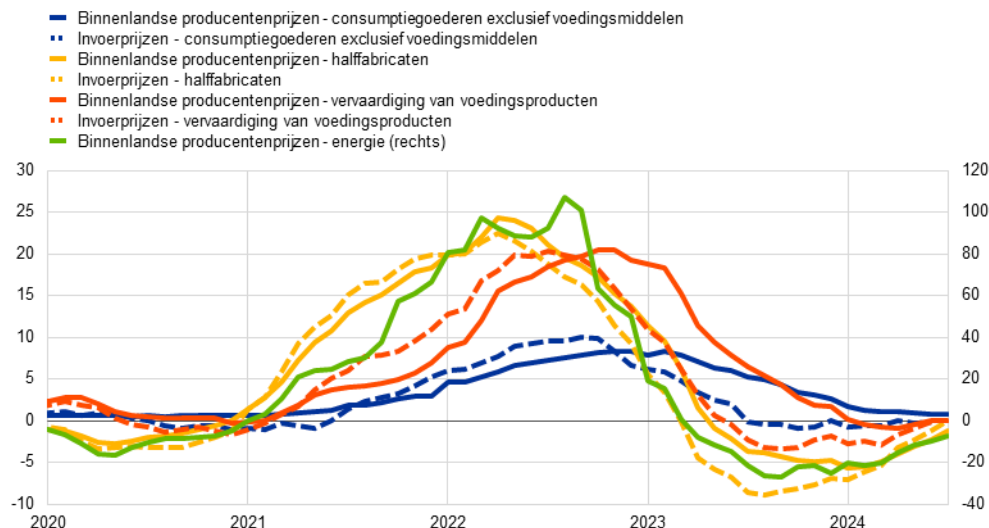
Toelichting: De gehanteerde indicatoren van de onderliggende inflatie omvatten de HICP exclusief energie, de HICP exclusief energie en onbewerkte voedingsmiddelen, de HICPX, de HICPXX, de binnenlandse inflatie, het 10%- en 30%-getrimd gemiddelde, de PCCI, de Supercore-indicator en een gewogen mediaan. In de grafiek worden enkel geselecteerde indicatoren weergegeven. De grijze onderbroken lijn toont de ECB-inflatiedoelstelling van 2% op middellange termijn. De meest recente waarnemingen betreffen augustus 2024 (voorlopige raming) voor de HICPX en juli 2024 voor de andere indicatoren.

De prijsdruk op het productieproces bleef gematigd, hoewel die druk nu tekenen vertoont van een toename vanaf een laag peil (Grafiek 11). In de vroege stadia van de prijsketen nam de producentenprijsinflatie voor energie, die sinds maart 2023 negatief was, toe van -9,6% in juni 2024 tot -6,9% in juli. Het groeitempo op jaarbasis van de producentenprijzen voor binnenlandse verkopen van halffabricaten bleef ook negatief, hoewel in mindere mate dan tijdens de voorgaande maand (-1,2% in juli, of hoger dan de -2,3% in juni). De overeenstemmende groei op jaarbasis van de invoerprijzen stond in juli op nul, na een peil van -1,3% in juni. In de latere stadia van de prijsketen bleef de binnenlandse producentenprijsinflatie voor consumptiegoederen exclusief voedingsmiddelen onveranderd op 0,9% in juli, en dat gold ook voor de vervaardiging van voedingsproducten, die op 0,1% bleef. De druk op de invoerprijzen voor consumptiegoederen nam in juli toe, deels wegens het feit dat de verandering op jaarbasis van de nominale effectieve wisselkoers van de euro nagenoeg neutraal werd na een eerdere stijging. Al met al stabiliseerde de prijsdruk op het productieproces zich vrijwel en vertoont deze nu tekenen van een toename vanaf een laag peil, wat doet vermoeden dat de verlichting van de druk op het productieproces na eerdere prijsschokken is verdwenen.

Grafiek 11

Indicatoren van de druk op het productieproces

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen juni 2024 voor de invoerprijzen voor consumptiegoederen exclusief voedingsmiddelen en de invoerprijzen voor de vervaardiging van voedingsproducten en juli 2024 voor de overige indicatoren.

De binnenlandse kostendruk, zoals afgemeten aan de groei van de bbp-deflator, nam tijdens het tweede kwartaal van 2024 verder af, maar bleef al met al hoog (Grafiek 12). De groei op jaarbasis van de bbp-deflator liep terug tot 3,0% in het tweede kwartaal van 2024, tegen 3,6% in het voorgaande kwartaal. Deze daling was het gevolg van de kleinere bijdragen van alle hoofdcomponenten, maar de grootste neerwaartse invloed kwam van de arbeidskosten per eenheid product. De verminderde invloed van de arbeidskosten per eenheid product was het gevolg van een afname van de loongroei, zoals gemeten aan de hand van de loonsom per werknemer, die terugliep van 4,8% in het eerste kwartaal van 2024 tot 4,3% in het tweede kwartaal. De loongroei, zoals gemeten aan de hand van de loonsom per uur, nam eveneens af, van 5,0% in het eerste kwartaal van 2024 tot 4,2% in het tweede kwartaal. De groei van de contractlonen kromp van 4,7% in het eerste kwartaal van 2024 tot 3,5% in het tweede kwartaal, maar de gegevens over de meest recente loonakkoorden in de vooruitkijkende lonen tracker van de ECB wijzen op een sterkere groei van de contractlonen in het derde kwartaal van 2024.⁷ Over het geheel genomen wijzen de meest recente loonontwikkelingen evenwel op een afnemende rol van de compensatie voor de voorbijgevoerde hoge inflatie en de overeenkomstige inhaalbeweging van de reële lonen.⁸ Voor 2024 zou de groei op jaarbasis van de loonsom per werknemer gemiddeld 4,5% bedragen en naar verwachting verder afnemen tijdens de projectieperiode; niettemin zou die groei boven het historische niveau blijven wegens de aanhoudend krappe arbeidsmarkten en de resterende inflatiecompensatie.

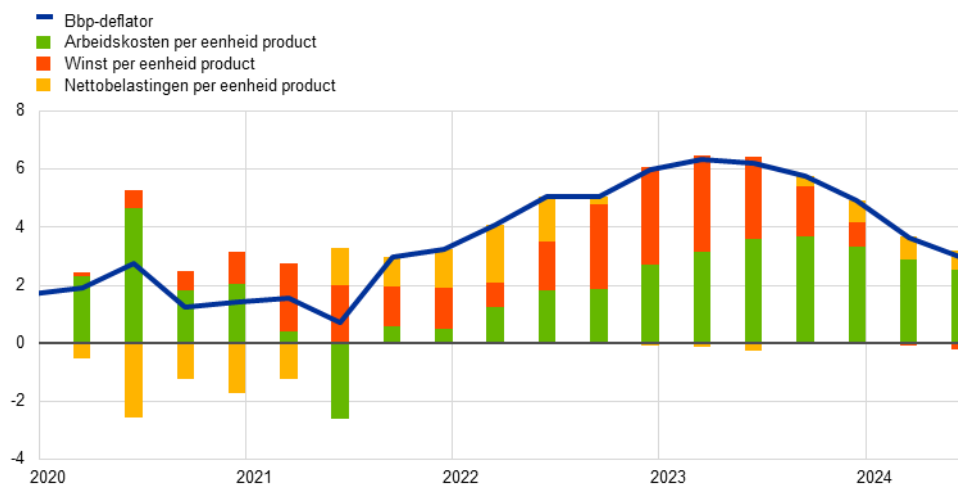
⁷ Zie Górnicka en Koester (red.), "A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area", *Occasional Paper Series*, No 338, ECB, februari 2024.

⁸ Zie het Kader "Recente loonontwikkelingen en de rol van loondrift" in dit nummer van het Economisch Bulletin.

Grafiek 12

Uitsplitsing van de bbp-deflator

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2024. De loonsom per werknemer draagt positief bij tot veranderingen in de arbeidskosten per eenheid product, en de arbeidsproductiviteit levert een negatieve bijdrage.

De op enquêtes gebaseerde indicatoren van de inflatieverwachtingen op langere termijn bleven grotendeels onveranderd, waarbij de meeste ervan rond de 2% lagen, terwijl de marktgebaseerde maatstaven tijdens de verslagperiode terugliepen en nauwer aansloten bij dat peil (Grafiek 13).

Zowel in de Survey of Professional Forecasters van de ECB voor het derde kwartaal van 2024 als in de Survey of Monetary Analysts van de ECB van september 2024 beliepen de gemiddelde en de mediane inflatieverwachtingen op langere termijn (voor 2029) 2,0%. De marktgebaseerde maatstaven van inflatiecompensatie (gebaseerd op de HICP exclusief tabak) in het langere segment van de rendementscurve daalden met ongeveer 27 basispunten, waarbij de vijfjaars toekomstige inflatieswaprente vijf jaar vooruit rond de 2,1% lag. Tegelijkertijd moet worden opgemerkt dat die marktgebaseerde maatstaven van inflatiecompensatie geen directe weergave van de echte inflatieverwachtingen van de marktdeelnemers vormen, aangezien deze maatstaven inflatierisicopremies bevatten. De aan modellen ontleende schattingen van echte inflatieverwachtingen, exclusief inflatierisicopremies, wijzen uit dat de marktdeelnemers nog steeds verwachten dat de inflatie op langere termijn rond de 2% zal schommelen. De marktgebaseerde maatstaven van de inflatieresultaten op korte termijn in het eurogebied namen ook sterk af, wat erop wijst dat de beleggers verwachten dat de inflatie verder zal afnemen en gedurende de rest van dit jaar rond de 2% zal liggen, alvorens zich in het volgende jaar te stabiliseren op minder dan 2%. De bijstellingen van de verwachtingen van de marktdeelnemers kunnen deels worden toegeschreven aan de lagere mondiale energieprijzen, met name de olieprijs, maar tevens aan de bezorgdheid over de economische groei in de Verenigde Staten. In het bijzonder tijdens de verslagperiode liep de eenjaars toekomstige inflatieswaprente één jaar vooruit met 47 basispunten terug, en momenteel bedraagt die rente 1,7%. De inflatieverwachtingen van de consumenten lijken de afgelopen maanden te zijn afgevlakt. Volgens de Consumer Expectations Survey (CES) van de ECB voor juli 2024 bleven de mediane verwachtingen voor de

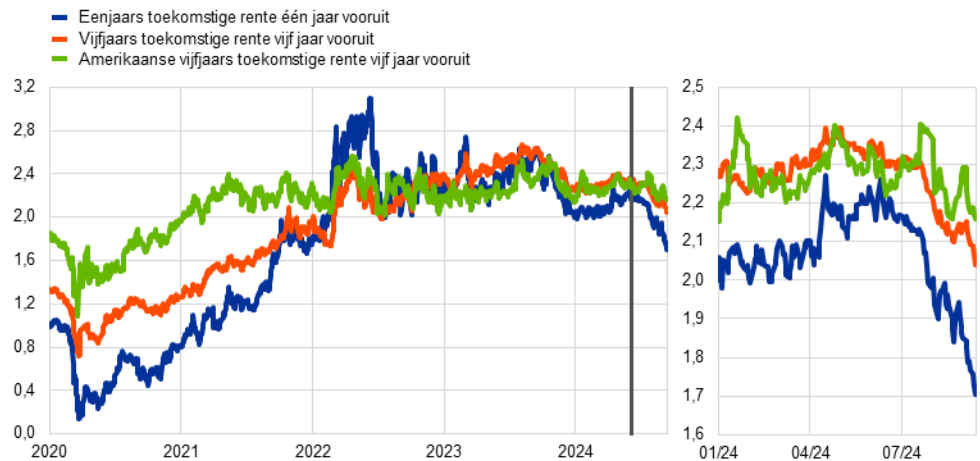
totale inflatie in het komende jaar onveranderd op 2,8% (voor de derde opeenvolgende maand), terwijl de verwachtingen voor drie jaar vooruit opliepen van 2,3% in juni tot 2,4%. De perceptie van de eerdere inflatie daalde in juli 2024, maar blijft boven de inflatieverwachtingen voor één jaar en drie jaar vooruit.

Grafiek 13

Marktgebaseerde maatstaven van inflatiecompensatie en inflatieverwachtingen van de consumenten

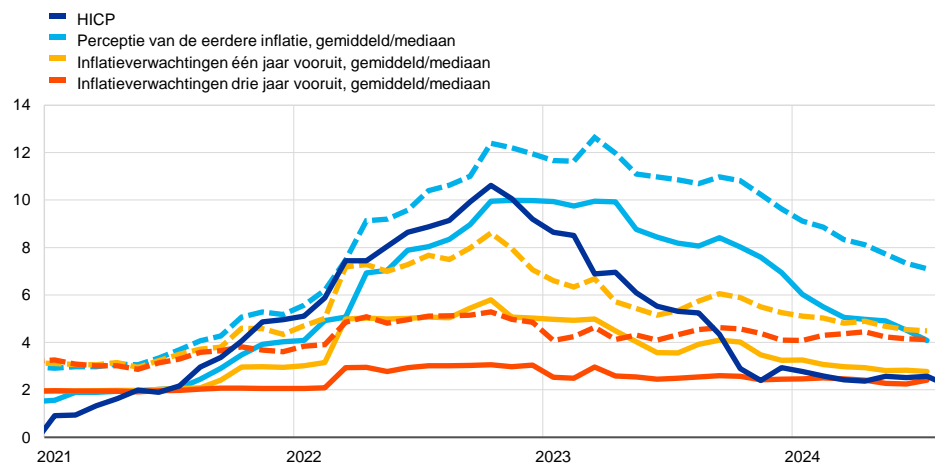
a) Marktgebaseerde maatstaven van inflatiecompensatie

(mutaties in procenten per jaar)



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

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Refinitiv, Bloomberg, Eurostat, CES en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Paneel a) toont de toekomstige inflatieswaprentes voor verschillende looptijden in het eurogebied en de vijfjaars toekomstige 'break-even'-inflatie vijf jaar vooruit voor de Verenigde Staten. De verticale grijze lijn geeft het begin van de verslagperiode op 6 juni 2024 weer. In paneel b) geven de onderbroken lijnen het gemiddelde en de volle lijnen de mediaan weer. De meest recente waarnemingen betreffen 11 september 2024 voor de toekomstige rentes, augustus 2024 (flashraming) voor de HICP en juli 2024 voor de overige maatstaven.

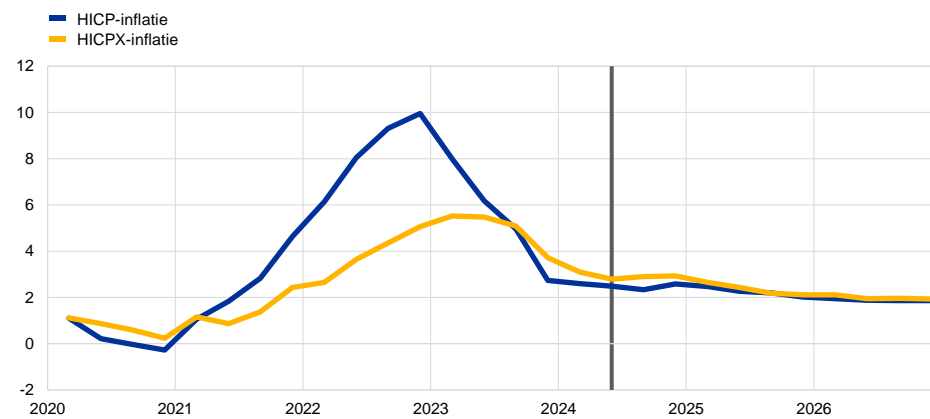
De door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2024 verwachten dat de totale inflatie gemiddeld 2,5% zal belopen in 2024 en verder zal dalen tot 2,2% in 2025 en 1,9% in 2026 (Grafiek 14). De totale inflatie zou in het laatste kwartaal van 2024 naar verwachting licht stijgen, vooral als gevolg van basiseffecten bij de energieprijzen, en zou daarna

opnieuw een neerwaarts pad beginnen te volgen. De algehele daling in 2024 weerspiegelt de verdere tanende prijsdruk op het productieproces en de invloed van de verkrapping van het monetair beleid. Voor de komende jaren valt een verdere geleidelijke afname te verwachten, naarmate de opwaartse effecten van de loongroei en de druk van de inflatiecompensatie in een krappe arbeidsmarkt verder wegebben. Vergeleken met de projecties in juni 2024 bleven de vooruitzichten voor de totale inflatie ongewijzigd. Voor de HICPX-inflatie werden de projecties voor 2024 en 2025 licht opwaarts herzien, met 0,1 procentpunt, in vergelijking met de projecties in juni 2024, als gevolg van de hoger dan verwachte diensteninflatie. Tegelijkertijd blijven de medewerkers van de ECB een snelle daling van de kerninflatie verwachten, namelijk van 2,9% in 2024 tot 2,3% in 2025 en 2,0% in 2026.

Grafiek 14

HICP- en HICPX-inflatie van het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2024. Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het laatste kwartaal vóór de aanvang van de projectieperiode weer. De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2024 voor de gegevens en het vierde kwartaal van 2026 voor de projecties. De door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2024 werden op 29 augustus 2024 afgerond, en de afsluitingsdatum voor de technische aannames was 16 augustus 2024. Zowel de historische als de feitelijke gegevens voor de HICP- en de HICPX-inflatie worden elk kwartaal gerapporteerd.

Ontwikkelingen op de financiële markten

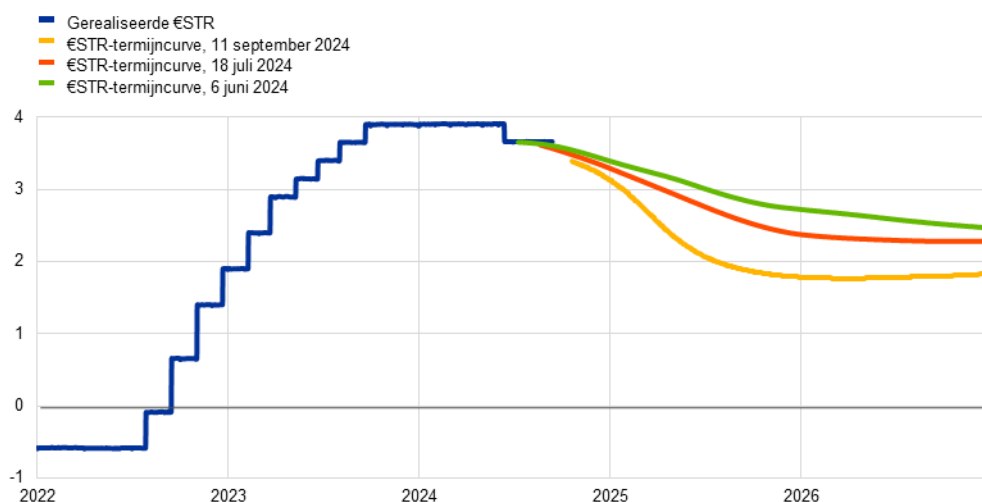
Tijdens de verslagperiode van 6 juni tot en met 11 september 2024 drukte een algemene herziening van de vooruitzichten voor de economische groei en de inflatie de risicovrije rente in de belangrijke ontwikkelde economieën. De termijnrentes daalden in het eurogebied voor alle looptijden, waarbij marktdeelnemers snellere en omvangrijkere cumulatieve verlagingen van de beleidsrente verwachtten. Met name hielden de termijnrentes aan het einde van de verslagperiode een cumulatieve renteverlaging in van ongeveer 60 basispunten tegen het einde van het jaar, waarbij de renteverlaging van 25 punten voortkomend uit de vergadering van de Raad van Bestuur in september volledig was ingeprijsd. Ook de risicovrije lange rente in het eurogebied daalde, voornamelijk als gevolg van de daling van de inflatiecompensatie, terwijl ook de reële lange rente daalde. Ook de rendementen op overheidsobligaties zijn gedaald, zij het in mindere mate dan de risicovrije rente, waarbij enige volatiliteit optrad rondom de vervroegde verkiezingen in Frankrijk en de verkoopgolf op de wereldwijde aandelenmarkten begin augustus. De prijzen van risicovolle activa lieten in de hele verslagperiode aanmerkelijke volatiliteit zien. Begin augustus werden aanzienlijke dalingen van de aandelenkoersen opgetekend, tegen een achtergrond van verslechterende risicobereidheid en zwakke wereldwijde macro-economische gegevens. Ondanks het feit dat de aandelenkoersen van bedrijven in het eurogebied flink zijn hersteld ten opzichte van begin augustus, liggen ze nog steeds onder het niveau van juni, als gevolg van neerwaarts bijgestelde winstverwachtingen en hogere risicopremies. Op de valutamarkten steeg de euro enigszins in waarde ten opzichte van de Amerikaanse dollar, maar bleef op handelsbasis nagenoeg stabiel.

De termijncurve voor daggeldrenteswaps (overnight index swap – OIS) is sinds de vergadering van de Raad van Bestuur in juni neerwaarts verschoven doordat marktdeelnemers anticiperen op snellere en omvangrijkere verlagingen van de beleidsrente (Grafiek 15). De benchmark voor de kortetermijnrente voor de euro (euro short-term rate – €STR) bedroeg tijdens de verslagperiode gemiddeld 3,7%, na het alom verwachte besluit van de Raad van Bestuur tijdens zijn vergadering van juni om de basisrentetarieven van de ECB met 25 basispunten te verlagen. De overliquiditeit daalde met ongeveer € 130 miljard tussen 6 juni en 11 september tot € 3.072 miljard. Dit was grotendeels het gevolg van aflossingen in juni van in het kader van de derde reeks gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO III) geleende middelen en van de afname van voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effectenportefeuilles, gezien het feit dat het Eurosysteem de effecten die de vervaldatum hebben bereikt niet langer investeert in het kader van het programma voor de aankoop van activa (asset purchase programme – APP) en hoofdsommen slechts gedeeltelijk investeert uit de portefeuille van het pandemie-noodaankoopprogramma (pandemic emergency purchase programme – PEPP). De op de €STR gebaseerde termijncurve van de OIS is sinds de vergadering van de Raad van Bestuur van juni neerwaarts verschoven, tegen de achtergrond van aanzienlijke dalingen van de op marktgegevens gebaseerde maatstaven voor inflatiecompensatie en zwakke wereldwijde macro-economische gegevens. De renteverlaging van 25 basispunten voortkomend uit de vergadering van de Raad van Bestuur van september was

geheel ingeprijsd. Over het geheel genomen is de termijncurve verschoven van het inrijzen (op 6 juni) van circa 35 basispunten aan cumulatieve renteverlagingen in de loop van 2024 naar het inrijzen (op 11 september) van circa 60 basispunten aan cumulatieve verlagingen.

Grafiek 15 €STR-termijnrente

(procenten op jaarbasis)



Bronnen: Bloomberg en berekeningen van de ECB.

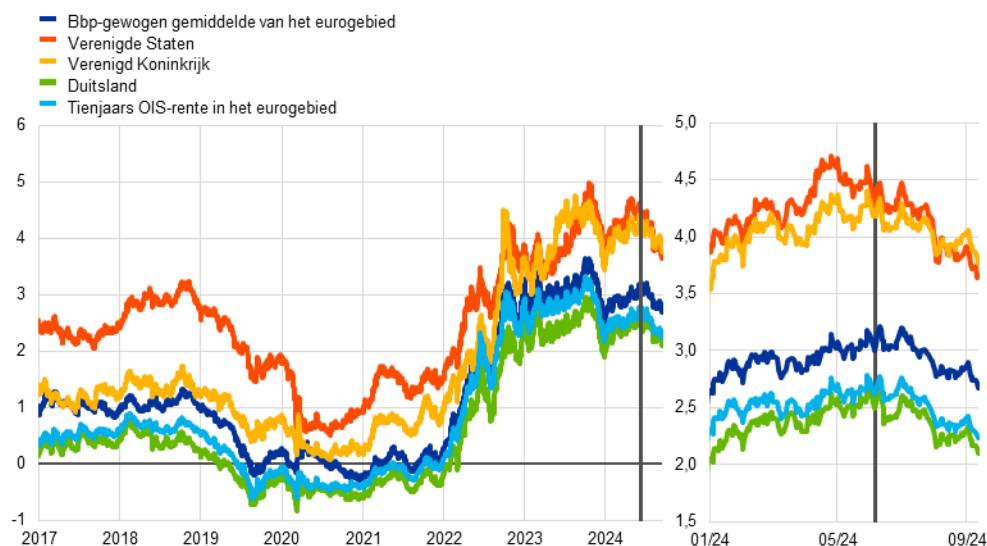
Toelichting: De termijncurve wordt geraamd aan de hand van de spotkoersen van de OIS (€STR).

De risicovrije lange rente in het eurogebied is sinds de vergadering van de Raad van Bestuur in juni eveneens gedaald, zij het in mindere mate dan de Amerikaanse tegenhangers (Grafiek 16). De tienjaars OIS-rente in euro daalde met 41 basispunten om aan het einde van de verslagperiode uit te komen op rond de 2,2%. Deze daling van de nominale risicovrije langetermijnrente weerspiegelde de daling van de inflatiecomponent, deels als gevolg van de bekendmaking van macro-economische gegevens over het eurogebied en hoge mondiale risico's, maar voornamelijk als gevolg van de bekendmaking van gegevens over de Verenigde Staten, wat zelfs tot nog grotere dalingen leidde van de lange rentetarieven in de Verenigde Staten. Het waren met name de risicovrije lange rentes in de Verenigde Staten die aanzienlijk meer schommelden en merkbaarder daalden tijdens de verslagperiode, en dan vooral op de dagen dat er macro-economische gegevens werden bekendgemaakt. Met name het rendement op Amerikaanse tienjaars staatsobligaties daalde met 63 basispunten tot 3,7%. Als gevolg daarvan is het verschil tussen de risicovrije lange rente in het eurogebied en de Verenigde Staten met ongeveer 20 basispunten afgenomen. Het rendement op tienjaars Britse overheidsobligaties steeg met 42 basispunten tot 3,8%.

Grafiek 16

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

(procenten op jaarbasis)



Bronnen: LSEG en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het begin van de nieuwe verslagperiode per 6 juni 2024 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 11 september 2024.

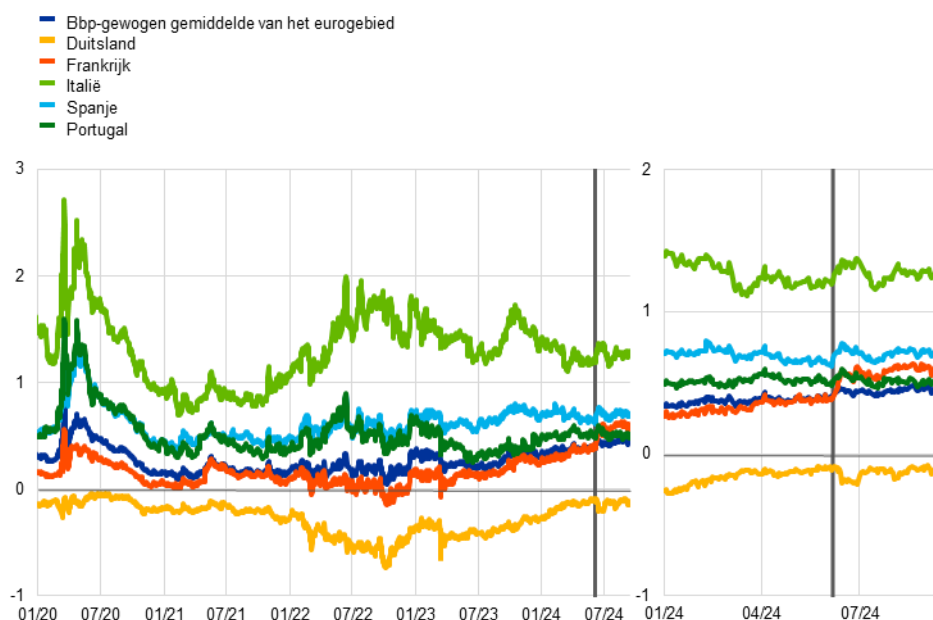
Ook de rendementen op overheidsobligaties in het eurogebied zijn gedaald, zij het in mindere mate dan de risicovrije rente, met enigszins ruimere spreads als resultaat (Grafiek 17). Tegen het einde van de verslagperiode was het

bbp-gewogen rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied circa 37 basispunten lager (ongeveer 2,7%), waardoor de spread op overheidsobligaties in het eurogebied ten opzichte van de OIS-rente op basis van de €STR met 4 basispunten toenam. Opmerkelijkere stijgingen werden waargenomen bij de spread op Franse tienjaars overheidsobligaties ten opzichte van het tienjaars OIS-rendement, die beduidend toenam na de aankondiging op 9 juni van vervroegde parlementsverkiezingen in Frankrijk, maar vervolgens weer wat afnam. Over het geheel genomen nam de spread op Franse tienjaars overheidsobligaties in de verslagperiode toe met 17 basispunten. De spreads op overheidsobligaties namen ook toe voor Griekenland, Spanje, Italië en Portugal, met name rondom de Franse vervroegde parlementsverkiezingen en de mondiale verkoopgolf op de aandelenmarkten begin augustus. Met uitzondering van Frankrijk, waren de spreads op overheidsobligaties in het eurogebied aan het einde van de verslagperiode echter min of meer teruggekeerd naar het niveau van het begin van de periode.

Grafiek 17

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

(in procentpunten)



Bronnen: LSEG en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het begin van de nieuwe verslagperiode per 6 juni 2024 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 11 september 2024.

De spreads op bedrijfsobligaties lieten voor kredietwaardige bedrijven een lichte stijging zien en namen fors toe voor hoogrenderende bedrijven. De spreads op kredietwaardige bedrijfsobligaties schommelden gematigd en stonden aan het eind van de verslagperiode 14 basispunten lager. De spreads in het hoogrenderende segment stegen daarentegen met 57 basispunten, als gevolg van ontwikkelingen in spreads op bedrijfsobligaties van zowel financiële als niet-financiële ondernemingen (NFC's), die met respectievelijk 33 en 64 basispunten toenamen.

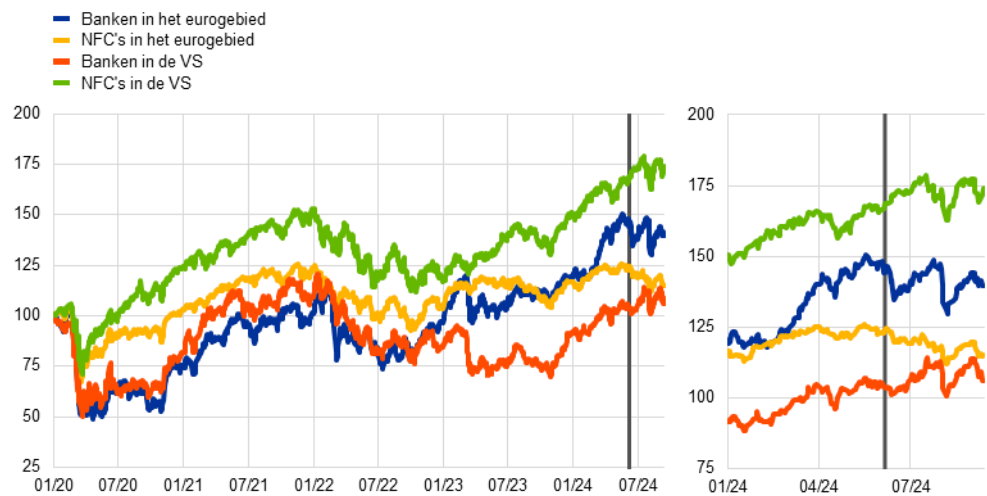
Ondanks een gedeeltelijk herstel volgend op aanzienlijke verliezen die begin augustus werden opgetekend daalden de aandelenkoersen in het eurogebied aan het einde van de verslagperiode onder invloed van een verslechterend risicosentiment en zwakke macro-economische gegevens over de hele wereld (Grafiek 18). De aandelenkoersen in het eurogebied toonden tijdens de verslagperiode een aanmerkelijke volatiliteit. Ze verzwakten voor het eerst rondom de vervroegde verkiezingen in Frankrijk, waarbij met name de Franse ondernemingen werden getroffen en de eerdere uitbundige risicobereidheid werd beteugeld. Vervolgens noteerden ze begin augustus aanzienlijke verliezen doordat de bekendmaking van zwakke macro-economische gegevens de angst aanwakkerden voor een recessie in de Verenigde Staten, wat leidde tot een forse daling van de mondiale risicobereidheid. Hoewel de aandelenkoersen aan beide zijden van de Atlantische Oceaan een groot deel van het verlies begin augustus goed hebben gemaakt, deden die van bedrijven in het eurogebied het minder goed dan hun Amerikaanse tegenhangers. Gedrukt door lagere winstverwachtingen en

hogere risicopremies daalden de brede aandelenbeursindices in het eurogebied met 5% tijdens de verslagperiode, zij het met enkele verschillen tussen de sectoren. Terwijl de aandelenkoersen van NFC's met 8% daalden, daalden die van banken met 4%. In de Verenigde Staten steeg de totale index voor aandelen in de verslagperiode, waarbij de aandelenkoersen van zowel NFC's als banken met circa 3% stegen.

Grafiek 18

Aandelenkoersindices eurogebied en VS

(index: 1 januari 2020 = 100)



Bronnen: LSEG en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De verticale grijze lijn geeft het begin van de nieuwe verslagperiode per 6 juni 2024 aan. De meest recente waarnemingen betreffen 11 september 2024.

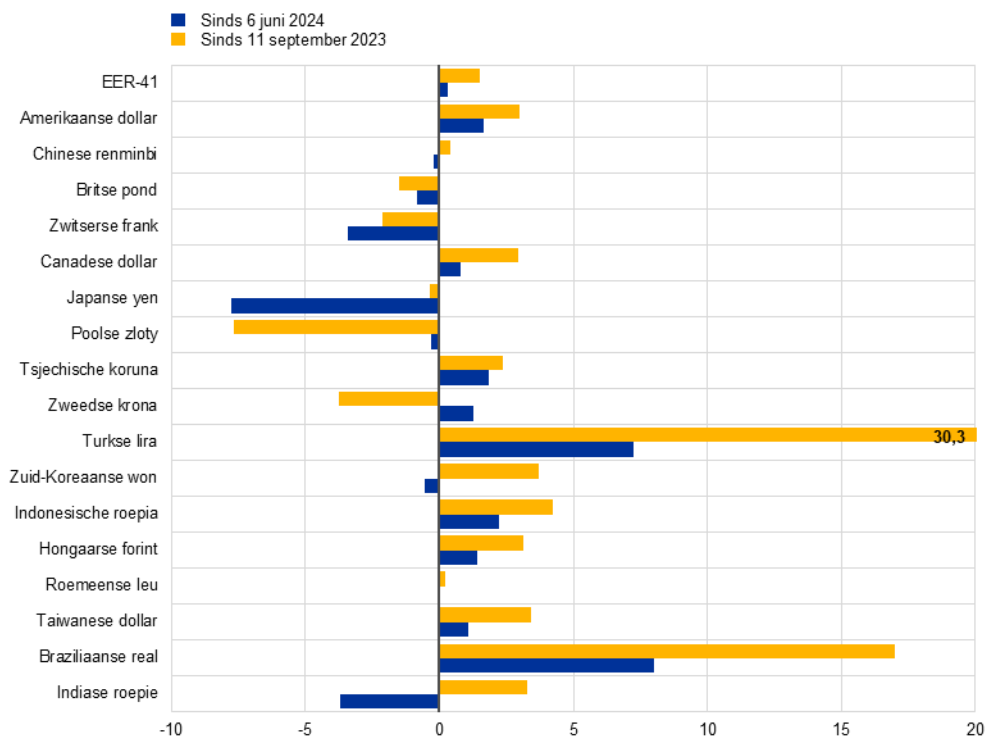
Op de valutamarkten steeg de euro met 1,6% in waarde ten opzichte van de Amerikaanse dollar, maar op handelsbasis bleef deze nagenoeg stabiel (Grafiek 19).

De nominaal-effectieve wisselkoers van de euro is gedurende de verslagperiode ten opzichte van de valuta's van 41 van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied met 0,3% gestegen. De waardestijging van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar (1,6%) was grotendeels het gevolg van een neerwaartse herprijsing van de verwachtingen van de marktdeelnemers ten aanzien van het verloop van de beleidsrente van het Federal Reserve System begin augustus waarbij er tekenen waren van een afkoeling van de Amerikaanse arbeidsmarkt. De euro steeg ook in waarde ten opzichte van enkele valuta's uit opkomende markteconomieën. Daarentegen daalde de euro aanmerkelijk in waarde ten opzichte van de Japanse yen (-7,7%) en de Zwitserse frank (-3,4%) na het terugdraaien van de door deze twee landen gefinancierde carry trades tijdens de perioden van de verhoogde volatiliteit op de financiële markten begin augustus. Bovendien daalde de euro 0,8% in waarde ten opzichte van het Britse pond.

Grafiek 19

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

(mutaties in procenten)



Bron: Berekeningen van de ECB.

Toelichting: EER-41 is de nominaal-effectieve wisselkoers van de euro ten opzichte van de valuta's van 41 van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied. Een positieve (negatieve) verandering komt overeen met een stijging (daling) van de waarde van de euro. Alle veranderingen zijn berekend op basis van de wisselkoersen van 11 september 2024.

5 Financieringsvoorwaarden en ontwikkelingen in de kredietverlening

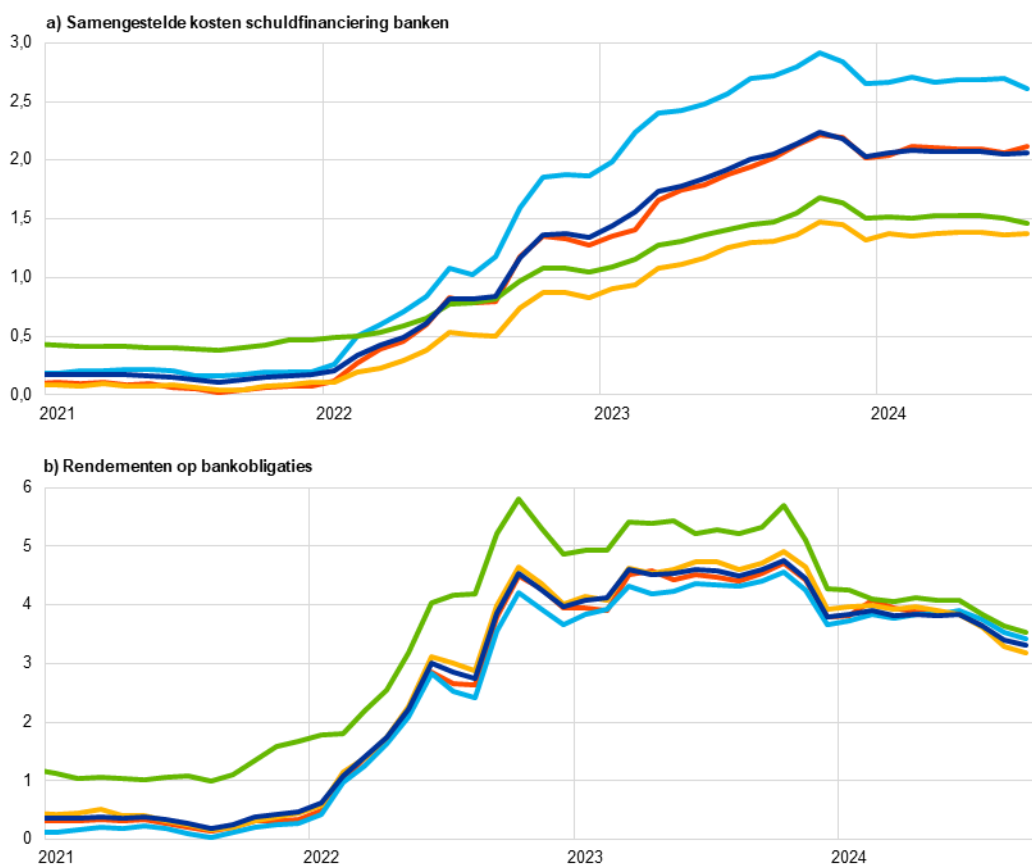
De financieringskosten zijn restrictief gebleven. De samengestelde financieringskosten voor banken en de bancaire debetrentes in het eurogebied bleven in juli 2024 stabiel op een krap niveau. De groei van de bankleningen aan bedrijven en huishoudens bleef gematigd als gevolg van de hoge kredietrente, zwakke economische groei en strikte criteria voor kredietverlening. In de periode van 6 juni tot en met 11 september 2024 zijn de kosten van schuldfinanciering via de markt voor bedrijven aanzienlijk afgenomen door de gedaalde risicovrije rente, terwijl de kosten van aandelenfinanciering zijn gestegen. De groei op jaarbasis van het ruime monetaire aggregaat (M3) vertoonde tekenen van stabilisatie op een laag niveau. De instroom uit het buitenland levert daarbij nog altijd de grootste bijdrage aan de groei.

De financieringskosten voor banken in het eurogebied blijven hoog. De samengestelde kosten van schuldfinanciering voor de banken van het eurogebied liggen sinds januari 2024 stabiel op een hoog niveau, en zijn in juli niet veranderd (Grafiek 20, paneel a). De hoge financieringskosten van banken houden aan als gevolg van de aanhoudende verschuiving in de financieringsmix naar duurdere bronnen, zoals termijndeposito's – met een hogere rentevergoeding ten opzichte van girale deposito's – en de uitgifte van bankobligaties tegen de achtergrond van de geleidelijke afbouw van financiering via gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO's). De rente op termijndeposito's en, in mindere mate, op girale deposito's daalde tussen mei en juni en bleef in juli gelijk. De rente op deposito's met een opzegtermijn bleef in grote lijnen constant. De rente op bankobligaties daalde in verband met de verlaging van de beleidsrente in juni en de herbeprijzing van de risicovrije rentecurve. Een grotere verandering in de kosten voor financiering via de markt werd echter voorkomen door wat volatiliteit op obligatiemarkten in de loop van de zomer (Grafiek 20, paneel b).

Grafiek 20

Samengestelde bankfinancieringskosten in specifieke eurolanden

(in procenten op jaarbasis)



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

Toelichting: De samengestelde financieringskosten voor banken zijn een gewogen gemiddelde van de samengestelde kosten van deposito's en ongedekte schuldfinanciering via de markt. De samengestelde kosten van deposito's worden berekend als het gemiddelde van de rentetarieven op nieuwe contracten van girale deposito's, deposito's met een vaste looptijd en deposito's met een opzegtermijn, gewogen naar de respectieve uitstaande bedragen. De rendementen op bankobligaties zijn maandelijkse gemiddelden voor obligaties in senior tranches. De meest recente waarnemingen betreffen juli 2024 voor de samengestelde kosten van schuldfinanciering voor banken (paneel a) en 11 september 2024 voor de rente op bankobligaties (paneel b).

De bancaire debetrentes voor bedrijven en huishoudens zijn in juli licht gedaald ten opzichte van mei, maar bevinden zich nog steeds dicht bij de pieken van de afgelopen twaalf jaar. De krediettarieven voor niet-financiële ondernemingen (non-financial corporations – NFC's) bleven in juli vrijwel

onveranderd op 5,06%, na een marginale daling in juni (Grafiek 21, paneel a). Wel deden zich verschillen tussen eurolanden en looptijden voor. De rente op nieuwe leningen aan huishoudens voor woningaankopen daalde licht tot 3,75% in juli, na vier maanden vrij stabiel rond 3,80% te hebben gelegen (Grafiek 21, paneel b). Wel waren er enige verschillen tussen landen te zien.

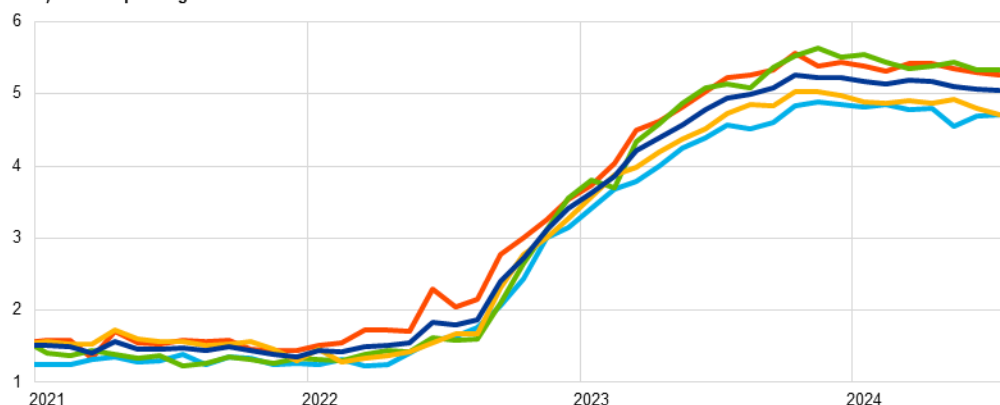
Grafiek 21

Samengestelde bancaire debetrente voor bedrijven en huishoudens in geselecteerde landen

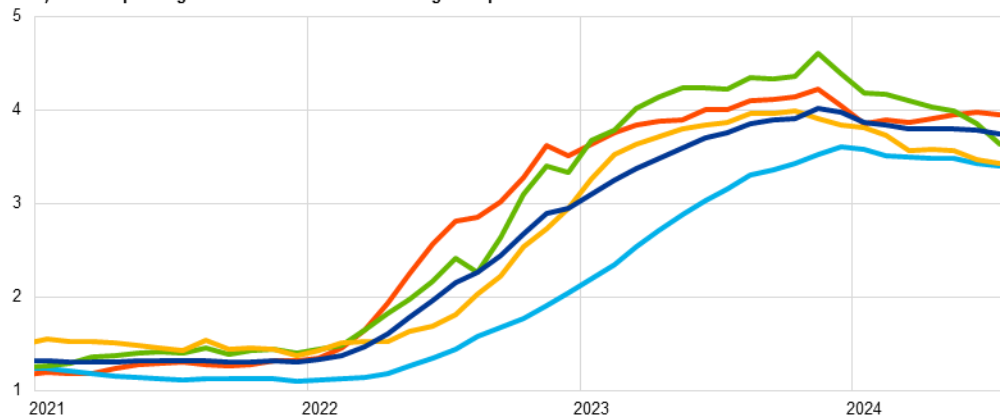
(in procenten op jaarbasis)



a) Rentes op leningen aan NFC's



b) Rentes op leningen aan huishoudens voor woningaankopen



Bronnen: ECB en berekeningen van de ECB.

Toelichting: NFC's staat voor *non-financial corporations* (niet-financiële ondernemingen). De samengestelde rentetarieven voor bankkredieten worden berekend door de korte- en langetermijnrentes te aggregeren aan de hand van een 24-maands voortschrijdend gemiddelde van het totale aantal nieuwe contracten. De meest recente waarnemingen betreffen juli 2024.

In de periode van 6 juni tot en met 11 september 2024 zijn de kosten van schuldfinanciering via de markt voor bedrijven aanzienlijk afgenomen door de gedaalde risicovrije rente, terwijl hun kosten van aandelenfinanciering zijn gestegen. Volgens de beschikbare maandgegevens bedroegen de algehele financieringskosten van NFC's, d.w.z. de samengestelde kosten van bankkrediet, schuldfinanciering via de markt en aandelenfinanciering, in juli 6,2%, iets minder dan het gerapporteerde niveau in juni en lager dan het meerjarenrecord van oktober 2023 (Grafiek 22).⁹ Dit was het gevolg van een daling van alle componenten van de financieringskosten van NFC's, met uitzondering van de kosten van kortlopende bankleningen, die vrijwel onveranderd bleven. Daggegevens over de periode van

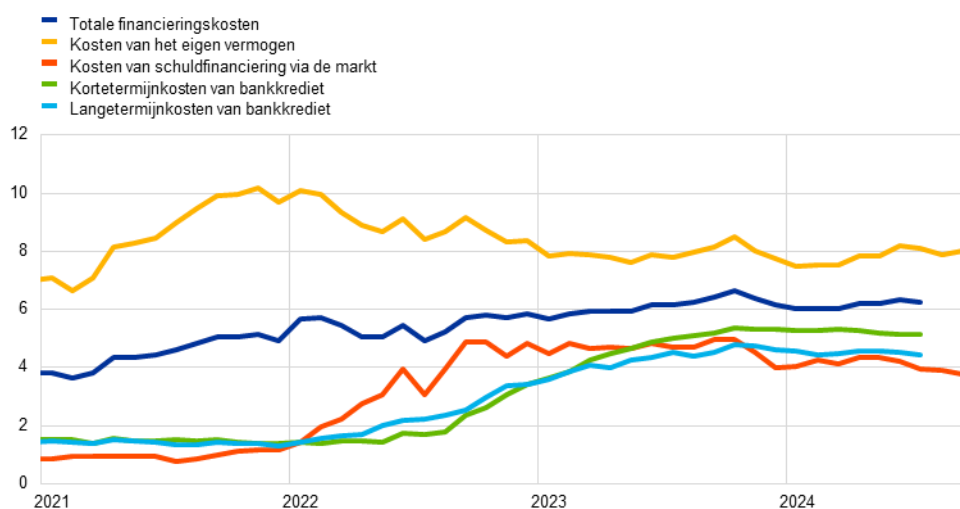
⁹ Door het vertraagd beschikbaar komen van gegevens over de kosten van leningen bij banken zijn cijfers over de totale financieringskosten voor NFC's slechts beschikbaar tot en met juli 2024.

6 juni tot en met 11 september 2024 bevestigen een daling van de kosten van schuldfinanciering via de markt als gevolg van een aanzienlijke daling van de risicovrije rente – benaderd met de tienjaars overnight index swaprente – die slechts gedeeltelijk werd gecompenseerd door een lichte verruiming van de spreads op door NFC's uitgegeven obligaties, met name in het hoogrentende segment. Ondanks de daling van de risicovrije rente stegen in dezelfde periode stegen de kosten van aandelenfinanciering, als gevolg van een stijgende risicopremie op aandelen.

Grafiek 22

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

(in procenten op jaarbasis)



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

Toelichting: De totale financieringskosten voor NFC's worden gebaseerd op maandgegevens en berekend als het gewogen gemiddelde van de kosten van lang- en kortlopend bankkrediet (gemiddelde maandgegevens), schuldfinanciering via de markt en eigen vermogen (maandultimogegevens), op grond van de gerelateerde uitstaande bedragen. De meest recente waarnemingen betreffen 11 september 2024 voor de kosten van schuldfinanciering via de markt en van het eigen vermogen (daggegevens) en juli 2024 voor de totale financieringskosten en de kosten van bankkrediet (maandgegevens).

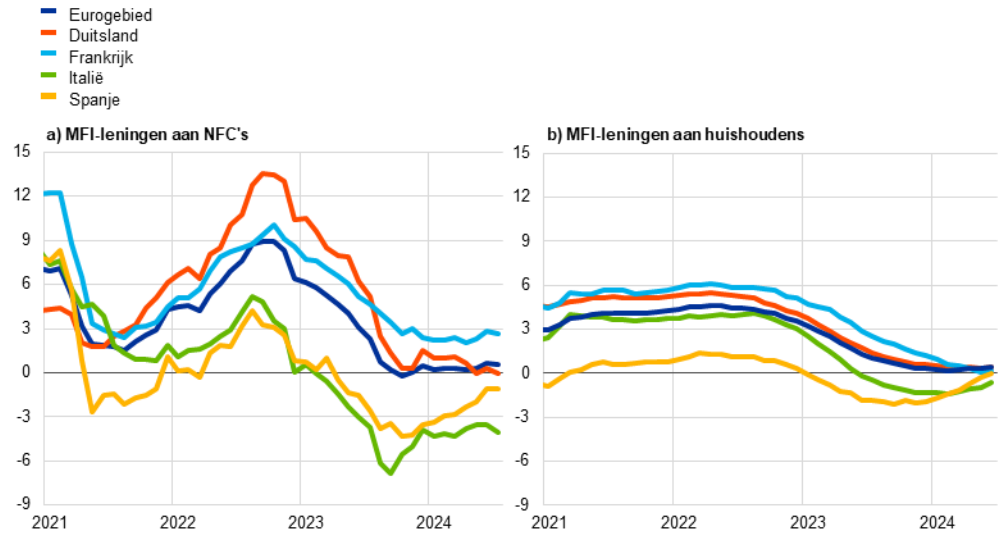
De externe financieringsstromen van bedrijven en de kredietopneming door huishoudens bleven gematigd als gevolg van hoge krediettarieven, zwakke economische groei en strikte criteria voor kredietverlening. In juli kwam de groei van de bancaire kredietverlening aan bedrijven op jaarbasis uit op 0,6%, een lichte daling ten opzichte van de 0,7% in juni (Grafiek 23). Terwijl de verlening van kortlopende bancaire kredieten aan bedrijven volatiel blijft, vertraagt de kredietverlening voor de langere looptijden en vertoont deze nog nauwelijks groei, wat in overeenstemming is met zwakke investeringen. Ook de uitgifte van schuldbewijzen door bedrijven was van mei tot en met juli al met al vrijwel nihil, bij een volatiele markt. Het jaarlijkse groeitempo van de kredietverlening aan huishoudens steeg licht van 0,3% in juni tot 0,5% in juli, en is nog altijd gedrukt. Deze gematigde cijfers weerspiegelden een zwakke groei van de woninghypotheken (0,5% op jaarbasis in juli) en kredietverlening voor andere doeleinden (krimp van 2,7% op jaarbasis in juli). De groei van het consumptieve krediet was echter veerkrachtiger (2,8% op jaarbasis in juli). De [Consumer Expectations Survey](#) van de ECB van juli bevestigde dat er nog altijd een groot percentage respondenten is die aangeeft dat het de afgelopen twaalf maanden moeilijker is geworden om een lening

te krijgen en dat dit de komende twaalf maanden naar verwachting nog moeilijker zal worden.

Grafiek 23

MFI-leningen in specifieke eurolanden

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: ECB en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De leningen van monetaire financiële instellingen (MFI's) zijn gecorrigeerd voor verkopen en securitisaties van leningen en in het geval van NFC's ook voor saldocompensatie (notional cash pooling). De meest recente waarnemingen betreffen juli 2024.

De groei op jaarbasis van het ruime monetaire aggregaat (M3) in het eurogebied vertoont tekenen van stabilisatie op een laag niveau, waarbij de instroom uit het buitenland nog altijd de grootste bijdrage aan de groei levert.¹⁰

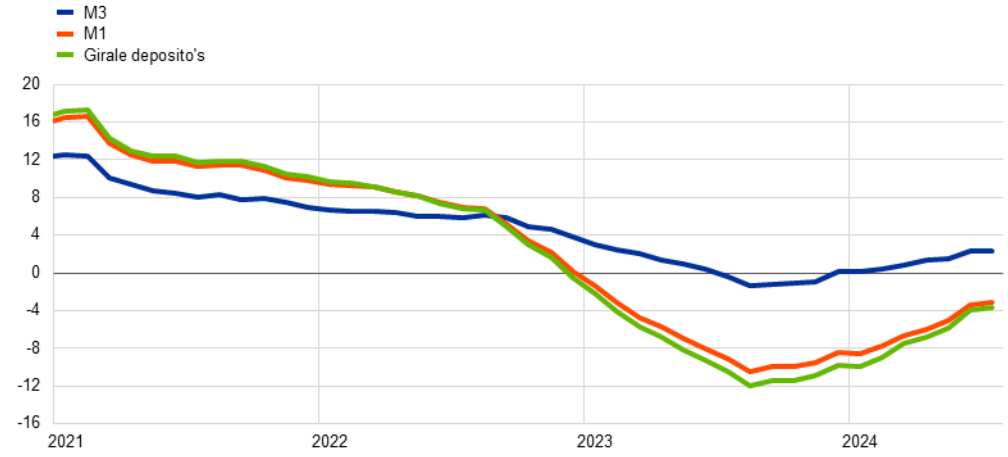
De groei van M3 kwam in juli onveranderd uit op 2,3%, bij volatiele maandstromen (Grafiek 24). De groei op jaarbasis van het eng gedefinieerde monetaire aggregaat M1 (dat de meest liquide bestanddelen van M3 omvat) was nog altijd negatief maar bleef stijgen tot -3,1% in juli (tegenover -3,4% in juni). Het jaarlijkse groeitempo van de girale deposito's steeg op vergelijkbare wijze van -4,0% in juni tot -3,6% in juli. De instroom uit het buitenland bleef de enige consistente aanjager van positieve geldgroei, bij nog altijd gematigde kredietverlening aan huishoudens en bedrijven, aanhoudende balansverkortingen bij het Eurosysteem en de uitgifte van langlopende bankobligaties (die niet zijn opgenomen in M3) in verband met de aanhoudende terugbetalingen van TLTRO-middelen.

¹⁰ Zie het Kader "Geld- en kredietontwikkelingen in het eurogebied en een vergelijking met de Verenigde Staten" in dit nummer van het Economisch Bulletin.

Grafiek 24

M3, M1 en girale deposito's

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



Bron: ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen juli 2024.

6 Begrotingsontwikkelingen

Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2024 is de verwachting dat het begrotingstekort van de totale overheid in het eurogebied in 2024 daalt van 3,6% van het bbp in 2023 tot 3,3% van het bbp en vervolgens verder tot 3,2% in 2025 en 3,0% in 2026. Verwacht wordt dat de begrotingskoers in het eurogebied in 2024 aanzienlijk zal verkrappen en in de twee daaropvolgende jaren verder verkrapt, zij het minder. De verkrapping in 2024 weerspiegelt voornamelijk het feit dat energie- en inflatiegerelateerde steunmaatregelen grotendeels worden afgebouwd. In 2025 en 2026 is de aanhoudende verkrapping het gevolg van de afbouw van de resterende energiesteunmaatregelen, verhogingen van directe belastingen en socialezekerheidsbijdragen, en een geleidelijkere toename van de begrotingsoverdrachten. Binnenkort gaan de lidstaten voor de eerste maal hun structurele begrotingsplannen voor de middellange termijn indienen binnen het herziene EU-kader voor economische governance. De volledige, transparante en onverwijfde tenuitvoerlegging van het herziene kader voor economische governance zal overheden helpen begrotingstekorten en schuldquotes duurzaam te verlagen. Het is zaak dat de overheden met hun plannen voor de middellange termijn nu een krachtig begin in deze richting maken.

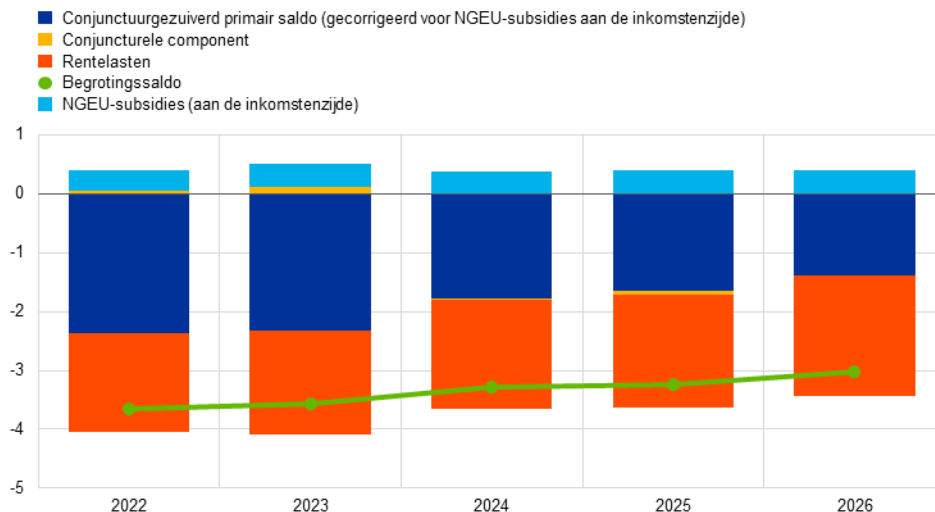
Volgens de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2024 zal het begrotingssaldo van de totale overheid in het eurogebied gedurende de projectieperiode gematigd verbeteren (Grafiek 25).¹¹ Hoewel het begrotingstekort van het eurogebied in 2022 en 2023 stabiel bleef op 3,6% van het bbp, zou het gedurende de projectieperiode geleidelijk moeten dalen, tot 3,3% bbp in 2024, en vervolgens verder tot 3,2% bbp in 2025 en 3,0% bbp in 2026. Het verwachte beloop weerspiegelt voornamelijk een geleidelijk afnemend, maar nog steeds negatief conjunctuurgezuiverd primair saldo gedurende de projectieperiode, waarvan de grootste daling in 2024 zal plaatsvinden doordat de resterende energie- en inflatiesteunmaatregelen grotendeels worden afgebouwd. Dit effect zal echter deels worden gecompenseerd door geleidelijk stijgende rentelasten over de gehele periode, als gevolg van een door de lange resterende looptijden van uitstaande overheidsschuld trage doorwerking van eerdere rentestijgingen.

¹¹ Zie de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2024.

Grafiek 25

Begrotingssaldo en componenten

(in procenten bbp)



Bronnen: Berekeningen van de ECB en de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2024.

Toelichting: De gegevens betreffen het aggregaat van de totale overheid van alle twintig landen in het eurogebied (met inbegrip van Kroatië).

Vergeleken met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2024 komt het begrotingstekort gedurende de gehele projectieperiode naar verwachting gematigd hoger uit.

Dit ongunstigere vooruitzicht is het gevolg van een versterkt discretionair begrotingsbeleid, doordat het inmiddels minder waarschijnlijk is dat de consolidatieplannen in sommige landen volledig worden gerealiseerd. Bovendien dragen negatieve samenstellingseffecten van de geactualiseerde macro-economische projecties bij tot hogere primaire tekorten als gevolg van neerwaartse herzieningen van grondslagen van belangrijke belastingopbrengsten, zoals de beloning van werknemers en de nominale particuliere consumptie. Het begrotingssaldo van de totale overheid als percentage van het bbp is voor 2024 dan ook met 0,2 procentpunt neerwaarts bijgesteld en voor 2025 en 2026 met respectievelijk 0,4 en 0,5 procentpunt.

Verwacht wordt nog steeds dat de begrotingskoers in het eurogebied in 2024 aanzienlijk zal verkrappen en in de twee daaropvolgende jaren nog iets meer.¹²

De mutatie op jaarbasis van het conjunctuurgezuiverde primaire saldo, gecorrigeerd voor subsidies aan landen in het kader van het NGEU-programma, wijst op een aanzienlijke verkrapping van het begrotingsbeleid in het eurogebied in 2024 (met 0,5 procentpunt bbp). Dit weerspiegelt voornamelijk het feit dat overheden hun energie- en inflatiegerelateerde steunmaatregelen grotendeels afbouwen. Verwacht wordt dat

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

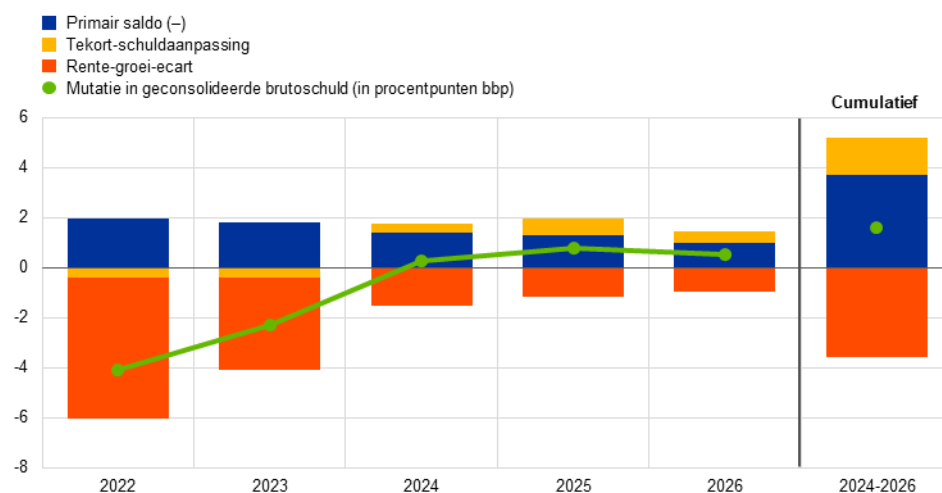
de begrotingskoers in 2025 en 2026 verder zal verkrappen – zij het in een veel trager tempo – als gevolg van een verdere afbouw van de resterende energiesteunmaatregelen, in combinatie met verhogingen van directe belastingen en socialezekerheidsbijdragen, en een geleidelijkere toename van de begrotingsoverdrachten. Deze verkrappende factoren zullen naar verwachting slechts ten dele worden gecompenseerd door een toename van de overheidsconsumptie en -investeringen. De totale verkrapping van de begrotingskoers in de periode 2024-2026 bedraagt hierdoor 0,9 procentpunt van het bbp.

De schuldquote in het eurogebied zal naar verwachting geleidelijk stijgen vanaf een reeds hoog niveau (Grafiek 26). De schuldquote steeg tijdens de pandemie aanzienlijk, naar ongeveer 97% in 2020, maar is daarna geleidelijk gedaald. Deze verbetering lijkt echter tot stilstand te zijn gekomen. De verwachting is nu dat de schuldquote langzaam zal stijgen van ongeveer 88% van het bbp in 2023 tot bijna 90% van het bbp aan het einde van de projectieperiode, onder invloed van aanhoudende primaire tekorten en verwachte positieve tekort-schuldaanpassingen die slechts ten dele worden gecompenseerd door geringere, maar nog steeds negatieve rente/groei-ecarts.

Grafiek 26

Bepalende factoren voor mutaties in overheidsschulden in het eurogebied

(procenten bbp tenzij anders aangegeven)



Bronnen: Berekeningen van de ECB en de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2024.

Toelichting: De gegevens betreffen het aggregaat van de totale overheid van alle twintig landen in het eurogebied (met inbegrip van Kroatië).

De volledige, transparante en onverwijde tenuitvoerlegging van het herziene EU-kader voor economische governance zal overheden helpen begrotingstekorten en schuldquotes duurzaam te verlagen. Als eerste stap in de uitvoeringsfase van het nieuwe governancekader hadden de lidstaten hun structurele begrotingsplannen voor de middellange termijn uiterlijk op 20 september voor het eerst bij de Europese Commissie moeten indienen. Diverse landen hebben echter vertragingen tot 15 oktober aangekondigd zodat een en ander samenvalt met de indiening van ontwerpbegrotingen voor 2025. Het is zaak dat de overheden met

hun plannen voor de middellange termijn nu een krachtig begin in deze richting maken. Op het niveau van het eurogebied zal de komende jaren een consolidatie van de overheidsfinanciën nodig zijn die op groeivriendelijke wijze wordt vormgegeven.

Kaders

1 De groei van de arbeidsproductiviteit in het eurogebied en de Verenigde Staten: korte- en langetermijnontwikkelingen

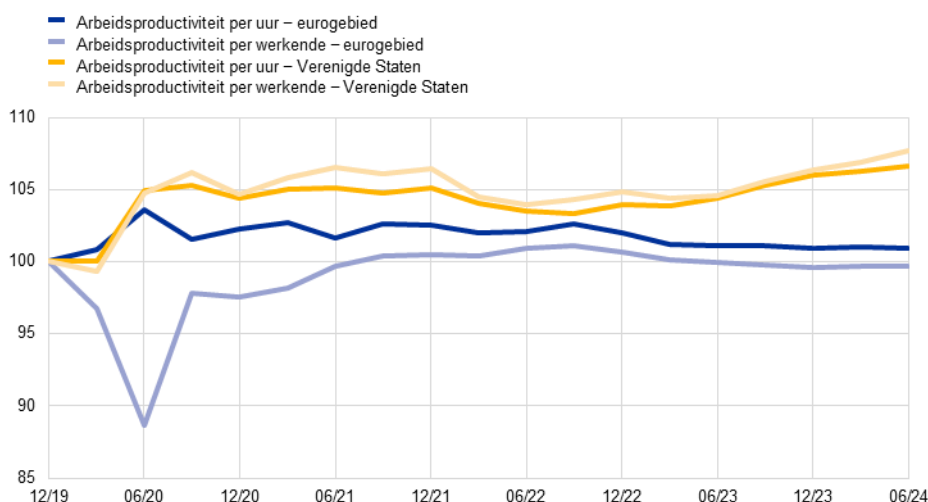
Door António Dias da Silva, Paola Di Casola, Ramon Gomez-Salvador en Matthias Mohr

Tussen het vierde kwartaal van 2019 en het tweede kwartaal van 2024 steeg de arbeidsproductiviteit per gewerkt uur in het eurogebied met 0,9%, terwijl deze in de Verenigde Staten met 6,7% steeg. De groei van de arbeidsproductiviteit in het eurogebied bleef in het verleden al achter bij die in de Verenigde Staten, maar sinds het begin van de pandemie is de ontwikkeling ervan in het eurogebied bijzonder zwak geweest. De productiviteitsgroei begon in het tweede kwartaal van 2020 te divergeren doordat de totale arbeidsinput als percentage van het bbp in de Verenigde Staten sterker daalde dan in het eurogebied, wat leidde tot een sterkere opleving van de productiviteit (Grafiek A). Deels was dit toe te schrijven aan de invoering van regelingen voor het behoud van arbeidsplaatsen in het eurogebied, terwijl de werkloosheid in de Verenigde Staten fors opliep. Nadat de kloof in de productiviteitsgroei even kleiner was geworden, begon deze weer te groeien in de tweede helft van 2022, toen de productiviteitsgroei in het eurogebied werd gedrukt door de omvangrijke energieschok. In dit Kader gaan we in op de rol van sectorale productiviteit en historische ontwikkelingen bij het verklaren van de recente kloof in de algemene productiviteitsgroei tussen de twee regio's. Deze kloof is het gevolg van zowel conjuncturele als structurele factoren.

Grafiek A

Arbeidsproductiviteit in het eurogebied en de Verenigde Staten

(2019-IV=100)



Bronnen: Eurostat, Bureau of Economic Analysis en Bureau of Labor Statistics.
Toelichting: De meest recente gegevens betreffen het tweede kwartaal van 2024.

De tragere groei van de arbeidsproductiviteit in het eurogebied tussen het vierde kwartaal van 2019 en het eerste kwartaal van 2024 was vrij breed gespreid over de sectoren.

In de Verenigde Staten steeg de groei van de arbeidsproductiviteit per uur in de sector marktdiensten met 12,4%, terwijl deze in het eurogebied in dezelfde periode met slechts 3,8% steeg (Grafiek B). Twee subsectoren lieten in de Verenigde Staten een veel sterkere groei zien dan in het eurogebied. In de Verenigde Staten vertoonde de sector informatie en communicatie een groei van 27,2% en de professionele dienstverlening een groei van 18,7%. In het eurogebied groeiden deze subsectoren daarentegen slechts met respectievelijk 6,5% en 5,0%. In de industrie steeg de arbeidsproductiviteit per uur in de Verenigde Staten met 8,8%, terwijl deze in het eurogebied met slechts 0,8% steeg. Tussen het vierde kwartaal van 2019 en het eerste kwartaal van 2022 was de productiviteitsgroei in de industrie in beide regio's echter ongeveer gelijk. De stijging van de gasprijzen vanaf 2021, die aanzienlijk werd versterkt door de gevolgen van de Russische oorlog tegen Oekraïne, was daarentegen in Europa sterker en langduriger dan in de Verenigde Staten. Daardoor had deze een aanzienlijk sterker effect op de industrie in het eurogebied, waar de productiegroei vertraagde en de werkgelegenheid hoog bleef. In de vier in Grafiek B opgenomen sectoren vertoonden alleen de overheidsdiensten een hogere productiviteitsgroei in het eurogebied dan in de Verenigde Staten. Uit een eerdere analyse blijkt dat de hogere productiviteitsgroei in de Verenigde Staten sinds de pandemie verband houdt met het verloop op de arbeidsmarkt en omvangrijkere investeringen in digitalisering.¹ Deze breed gedragen ontwikkelingen ondersteunen het contrasterende conjuncturele karakter van de productiviteit in de twee regio's. Hoewel de productiviteit in het eurogebied sterk procyclisch is, is dat doorgaans minder het geval in de Verenigde Staten, waar arbeid flexibeler wordt aangepast aan de productie.² En doordat de bbp-groei in het eurogebied zwakker was dan in de Verenigde Staten, vergrootte de sterkere procycliciteit in het eurogebied de verschillen in productiviteitsgroei.

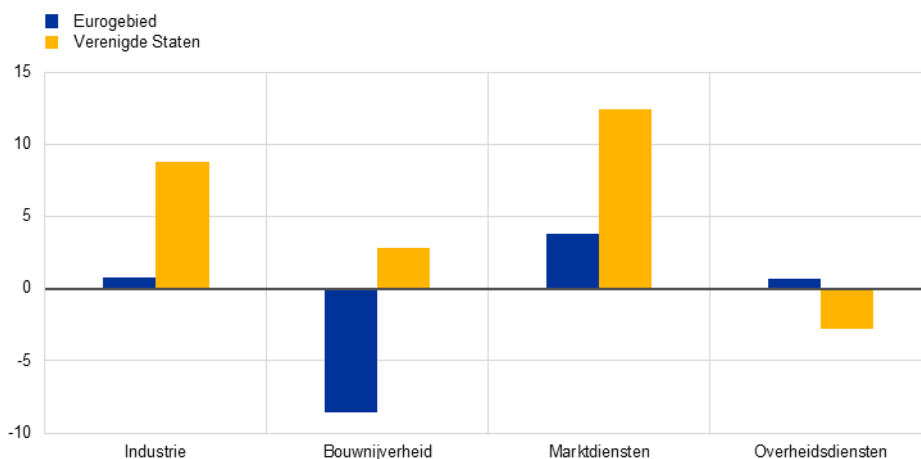
¹ Zie Dao, M. en Platzer, J., "[Post-pandemic Productivity Dynamics in the United States](#)", *IMF Working Papers*, Vol. 2024, nr. 124, IMF. In dit verband had het industriebeleid in de Verenigde Staten, waaronder de Inflation Reduction Act en de Chips and Science Act, doeltreffender kunnen zijn geweest bij het stimuleren van investeringen in sleutelsectoren, zoals betoogd in de Soyres, F., Garcia-Cabo Herrero, J., Goernemann, N., Jeon, S., Lofstrom, G. en Moore, D., "[Why is the U.S. GDP recovering faster than other advanced economies?](#)" *FEDS Notes*, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 17 mei 2024. Zie ook het Kader "[Het herstel na de pandemie – waarom is de groei in het eurogebied langzamer dan in de Verenigde Staten?](#)" *Economisch Bulletin*, nummer 4, ECB, 2024, waarin wordt aangetoond dat de particuliere investeringen in de Verenigde Staten sterker waren dan in het eurogebied.

² Zie Fernald, J. G. en Wang, J. C., "[Why Has the Cyclicalities of Productivity Changed? What Does It Mean?](#)", *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*, 2016-07; Arce, Ó. en Sondermann, D., "[Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#)", *The ECB Blog*, 6 mei 2024; het Kader "[Bepalende factoren achter de werkgelegenheids­groei in het eurogebied na de pandemie – een modelgebaseerde benadering](#)", *Economisch Bulletin*, nummer 4, ECB, 2024; het Kader "[Hogere winstmarges hebben bedrijven geholpen om werknemers aan te houden](#)", *Economisch Bulletin*, nummer 4, ECB, 2024; en Arce, Ó., Consolo, A., Dias Da Silva, A. en Mohr, M., "[More jobs but fewer working hours](#)", *The ECB Blog*, 7 juni 2023.

Grafiek B

Groei van de arbeidsproductiviteit per uur in de belangrijkste sectoren

(cumulatieve verandering van het vierde kwartaal van 2019 tot en met het eerste kwartaal van 2024)



Bronnen: Eurostat, Bureau of Economic Analysis en Bureau of Labor Statistics.

In beide regio's werd de productiviteitsgroei voornamelijk gedreven door groei binnen sectoren en niet zozeer door een verandering in de sectorale samenstelling.

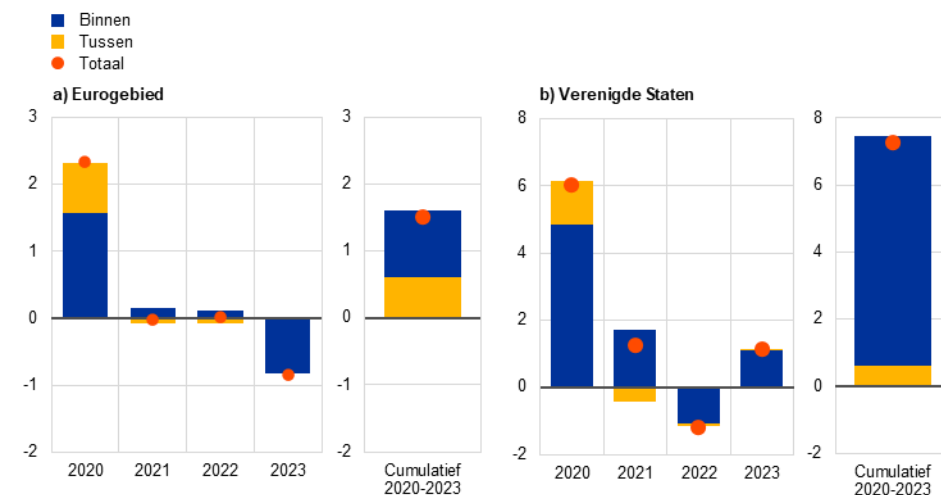
Dit gebeurde ondanks plotse verschuivingen in de productie tussen sectoren tijdens de pandemie, aanvankelijk als gevolg van lockdowns en vervolgens als gevolg van verstoringen in de mondiale toeleveringsketens.³ De herallocatie van arbeid van sectoren met een lage naar sectoren met een hoge productiviteit (tussen componenten) was in 2020 positief, maar had in beide regio's slechts een beperkt positief effect op de cumulatieve verandering van de productiviteit na het eerste kwartaal van 2020 (Grafiek C). Dit beperkte effect weerspiegelde de sluiting en daaropvolgende heropening van sectoren met een lage productiviteit. Al met al is de positieve herallocatie in 2020 goed voor de helft van de cumulatieve productiviteitsgroei in het eurogebied van 2020 tot en met 2023. Dit effect was even groot in de Verenigde Staten, maar lijkt relatief gezien beperkter als gevolg van de aanzienlijk hogere productiviteitsgroei in dat land.

³ Zie het Kader "[Recent country-specific and sectoral developments in labour productivity in the euro area](#)", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2024; het artikel "[The impact of recent shocks and ongoing structural changes on euro area productivity growth](#)", *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2024; en Consolo, A. en Petroulakis, F., "[Did COVID-19 induce a reallocation wave?](#)" *Economica*, in voorbereiding.

Grafiek C

Shift-share-analyse van de ontwikkeling van de arbeidsproductiviteit per uur

(veranderingen per jaar en cumulatief, 2020-2023)



Bronnen: Berekeningen van ECB-medewerkers op basis van gegevens van Eurostat, Bureau of Economic Analysis en Bureau of Labor Statistics

Toelichting: De berekening volgt de shift-share analyse van de productiviteit in Denis, C., McMorrow, K. en Röger, W., "An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)", *European Economy – Economic Papers*, nr. 208, Europese Commissie, juli 2004, p. 78.

De ontwikkelingen na de pandemie dragen bij tot de twee decennia durende toename van de productiviteitskloof tussen het eurogebied en de Verenigde Staten, wat erop wijst dat structurele factoren een rol hebben gespeeld. Tussen 1995 en 2019 steeg de groei van de arbeidsproductiviteit per gewerkt uur in de VS met ongeveer 50%, ofwel met 2,1% per jaar. In het eurogebied steeg deze in die periode met slechts 28%, ofwel met 1% per jaar.⁴ Uit een uitsplitsing van de productiviteit in kapitaalverdieping en totale factorproductiviteit (TFP) blijkt dat de productiviteit van het eurogebied in het eerste decennium van deze eeuw te lijden had onder een sterkere daling van de TFP (Grafiek D). Van 2014 tot 2019 herstelde de TFP zich enigszins, terwijl de bijdrage van de kapitaalverdieping negatief was. Sommige auteurs komen tot de conclusie dat het grotere vermogen van de Verenigde Staten om in het productieproces digitale technologieën te creëren en te gebruiken een van de hoofdoorzaken is van de productiviteitskloof tussen de VS en het eurogebied.⁵ Hoewel de recente toename van de illegale immigratie de productiviteitsgroei sinds de pandemie enigszins zou kunnen hebben opgedreven, wordt het effect daarvan als beperkt beoordeeld. In het eurogebied is de impact van de digitalisering van sector tot sector uiterst heterogeen, en minder bedrijven profiteren hier significant van dan in de Verenigde Staten. Dit kan deels verband

⁴ In dezelfde periode steeg de groei van de arbeidsproductiviteit per werkende in de Verenigde Staten met ongeveer 44%, ofwel met 1,8% per jaar, terwijl deze in het eurogebied slechts met 20%, ofwel met 0,8% per jaar, toenam.

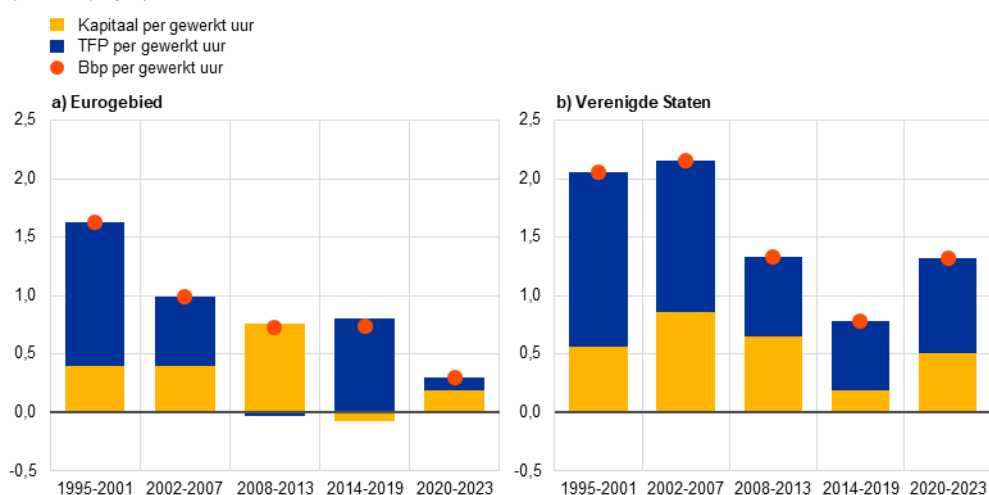
⁵ Zie Van Ark, B., O'Mahoney, M. en Timmer, M., "The Productivity Gap between Europe and the United States: Trends and Causes", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 22, nr. 1, 2008, pp. 25-44; Schivardi, F. en Schmitz, T., "The IT Revolution and Southern Europe's Two Lost Decades" *Journal of the European Economic Association*, Vol. 8, nr. 5, 2020, pp. 2441-2486; en Hsieh, C.-T., Klenow, P. J. en Shimizu, K., "Romer or Ricardo?", *Working Papers*, Hoover Institution, 2022.

houden met de relatief kleinere omvang van bedrijven in het eurogebied.⁶ Uit onze eigen berekeningen op basis van EU KLEMS-gegevens (over de inputs kapitaal (K), arbeid (L), energie (E), materialen (M) en diensten (S)) blijkt dat de sector informatie en communicatie in de periode 1995-2019 goed was voor ongeveer 20% van de totale groei van de arbeidsproductiviteit per uur in de Verenigde Staten, terwijl de bijdrage van deze sector in het eurogebied slechts ongeveer 12% bedroeg.

Grafiek D

Uitsplitsing van de groei van de arbeidsproductiviteit per uur

(in procenten per jaar)



Bronnen: De AMECO-database van de Europese Commissie en berekeningen van ECB-medewerkers.

Samenvattend kan worden gesteld dat het verschil in productiviteitsgroei tussen het eurogebied en de Verenigde Staten zowel conjuncturele als structurele kenmerken vertoont.

De aanzienlijk lagere productiviteitsgroei van het eurogebied tijdens de afgelopen vier jaar wordt deels verklaard door het meer uitgesproken conjuncturele karakter van de productiviteitsgroei in deze regio, een sterkere en langdurige druk op de productie en reële inkomens door de stijging van de energieprijzen, en een sterker effect van de onzekerheid in verband met de Russische oorlog tegen Oekraïne. Tijdens de twee decennia voorafgaand aan de pandemie steeg de arbeidsproductiviteit in de Verenigde Staten echter ongeveer twee keer zo snel als in het eurogebied. Dit wijst erop dat structurele factoren een rol spelen. Belangrijke factoren waren en zijn nog steeds de hogere productiviteit van de sector informatie en communicatie in de Verenigde Staten en het verhoudingsgewijs kleinere innovatievermogen van de bedrijven in het eurogebied. Deze verschillen houden mogelijk verband met het feit dat bedrijven in het eurogebied gemiddeld een kleinere omvang hebben. Lagere bijdragen vanuit kapitaalverdieping en de TFP in het eurogebied droegen bij aan de divergentie.

⁶ Zie Reis, R., "Letting large European firms grow", *Think Tank*, Europees Parlement, 2024, en Poschke, M., "The Firm Size Distribution across Countries and Skill-Biased Change in Entrepreneurial Technology", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 10, nr. 3, 2018, pp. 1-41; en Anderton, R., Botelho, V. en Reimers, P., "Digitalisation and productivity: gamechanger or sideshow?", *Working Paper Series*, nr. 2794, ECB, Frankfurt am Main, maart 2023.

Maatregelen om productieve investeringen te stimuleren en de TFP-groei te verhogen zouden de productiviteit op middellange termijn kunnen ondersteunen.⁷

⁷ De historische productiviteitskloof ten opzichte van de Verenigde Staten wordt ook op EU-niveau besproken in Draghi, M., "The future of European competitiveness – A competitiveness strategy for Europe", verslag aan de Europese Commissie, 9 september 2024. Hierin wordt voorgesteld dat Europa, om zijn concurrentievermogen te vergroten, maatregelen moet nemen zoals het verbeteren van de voorwaarden voor baanbrekende innovaties.

Rekening houden met de natuur bij de economische bedrijvigheid in het eurogebied

Door Mariana Martins Cardoso en Miles Parker

De natuur levert een reeks cruciale diensten aan de economische productie, waarvan er een groot aantal onderbelicht zijn in de gebruikelijke economische statistieken. Doorgaans worden deze inputs aangeduid als "ecosysteemdiensten", en ze omvatten cruciale functies zoals bestuiving, lucht- en waterfiltratie, koolstofvastlegging en de levering van gewassen, hout en andere hulpbronnen. De waarde van deze diensten wordt zelden rechtstreeks gemeten in statistieken zoals het bbp. Zo omvat de prijs van voedsel impliciet de economische waarde van natuurlijke bestuiving, maar bij gebrek aan een directe maatstaf wordt die waarde toegeschreven aan de landbouwsector.

Er worden pogingen ondernomen om beter rekening te houden met de natuur in maatstaven van economische bedrijvigheid In dit Kader worden twee daarvan besproken: het INCA-project (Integrated Natural Capital Accounting) van de Gemeenschappelijke Raad voor Onderzoek (GCO) van de Europese Commissie, en het initiatief van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) om voor vervuiling gecorrigeerde groei van het bbp te meten. Hoewel deze metingen de economische bijdrage van de natuur slechts ten dele dekken, bieden ze nu al waardevolle inzichten in de rol die de natuur speelt in de economische bedrijvigheid in het eurogebied.

INCA put uit een groot scala aan geospatiale gegevens en een verscheidenheid aan modellen om tot de reële waarde voor ecosysteemdiensten te komen.¹ De waarde van koolstofvastlegging wordt bijvoorbeeld berekend door schattingen van de maatschappelijke kosten van CO₂ te vermenigvuldigen met het vastgelegde volume, met behulp van satellietgegevens over vegetatiebedekking. In 2019 bedroeg de geschatte waarde van ecosysteemdiensten in de EU meer dan € 234 miljard, wat ongeveer gelijk is aan de gecombineerde bruto toegevoegde waarde van de sectoren land- en bosbouw (Tabel A). Hoewel deze twee sectoren samen een groot deel van het gebruik van ecosysteemdiensten voor hun rekening nemen, waren andere sectoren eveneens substantiële gebruikers. Huishoudens profiteerden van natuurrecreatie, de ecosysteemdienst met de hoogste waarde van alle onderzochte diensten.

¹ Joint Research Centre, "Accounting for ecosystems and their services in the European Union (INCA)", Europese Commissie, 2021.

Tabel A**Geschatte waarde van ecosystemendiensten in de 28 EU-lidstaten in 2019**

(EUR miljoen)

Ecosysteemdienst	Waarderingsmethode	Waarde
Levering van gewassen	Aandeel in de marktprijs van gewassen	23.145
Levering van hout	Aandeel in bosbouwproductie	16.379
Bestuiving	Marktwaarde van toegenomen productie	4.977
Koolstofvastlegging	Maatschappelijke kosten van CO ₂	13.271
Bescherming tegen overstromingen	Vermeden kosten van schade	18.016
Waterzuivering	Vervangingskosten	61.882
Natuurrecreatie	Reiskostenmethode	80.262
Levering van water	Vervangingskosten	4.887
Luchtfiltratie van PM _{2,5}	Vermeden kosten van gezondheidszorg	10.446
Zeevisserij	Nettowinst	1.042
Totaal		234.307

Bron: JRC (2021)

Het integreren van natuur- en milieufactoren verrijkt de analyse van de stuwende krachten achter de economische groei.²

De OESO berekent het voor vervuiling gecorrigeerde bbp door de geschatte kosten van vervuiling af te trekken, waaronder die van kooldioxide, stikstof, zwavel en fijnstof. Deze kosten hebben ook betrekking op klimaatverandering, schade aan ecosystemen, ziekte en sterfte.³ Het voor vervuiling gecorrigeerde bbp is dan ook lager dan het bbp vermeld in de nationale rekeningen. In de conventionele boekhoudkundige analyse van groei zijn er drie belangrijke factoren die bijdragen aan economische groei: geproduceerd kapitaal (zoals machines, gebouwen en infrastructuur), arbeid en totale factorproductiviteit (TFP). TFP wordt meestal berekend als het restant nadat de bijdragen van kapitaal en arbeid van de productie zijn afgetrokken. De OESO breidt deze berekening uit door ook de bijdrage aan de groei te meten die het gevolg is van een grotere exploitatie van de natuur (bijvoorbeeld door meer mijnbouw of houtkap). Het voor milieu gecorrigeerde TFP kan dan worden berekend als het restant dat ontstaat door deze inputs af te trekken van het voor vervuiling gecorrigeerde bbp.

Het produceren van dezelfde output met minder inputs is groei van de toegevoegde waarde; en in het verlengde daarvan, he is het produceren van dezelfde output met minder vervuiling groei van de toegevoegde waarde, beschouwd vanuit een langetermijnperspectief op het milieu.

Tussen 1996 en 2018 is de vervuiling in de meeste Europese economieën aanzienlijk afgenomen, waardoor de jaarlijkse (voor vervuiling gecorrigeerde) bbp-groei in Duitsland, Frankrijk en Italië met meer dan 0,3 procentpunt toenam (Tabel B), wat meer dan het dubbele was van de correctie voor vervuiling in de Verenigde Staten. In China en India ging de groei van het bbp ten koste van toenemende vervuiling. Als het gaat om factoren die bijdragen, heeft een grotere exploitatie van de natuur weinig

² Cárdenas Rodríguez, M. et al., "Environmentally adjusted multifactor productivity: Accounting for renewable natural resources and ecosystem services", *OECD Green Growth Papers*, november 2023.

³ Als voorbeeld van door fijnstof veroorzaakte kosten: luchtvervuiling veroorzaakte alleen al in 2020 238.000 vroegtijdige sterfgevallen in de EU, zie Europees Milieugentschap, *Health impacts of air pollution in Europe*, 2022.

bijgedragen aan de gemiddelde groei in de OESO-landen, maar een kleine bijdrage geleverd in China en India.

Tabel B

Voor de natuur gecorrigeerde bijdragen aan de groei in de belangrijkste economieën

(groei: procentuele mutatie op jaarbasis; bijdrage: procentpunten)

Land	Maatstaven voor productiegroei			Bijdragen aan productiegroei			
	Bbp-groei	Voor vervuiling gecorrigeerde groei van het bbp	Verschil	Bijdrage van arbeid	Bijdrage van geproduceerd kapitaal	Bijdrage uit de exploitatie van de natuur	Voor milieu gecorrigeerde TFP-groei
Frankrijk	1,61	1,98	0,37	0,30	0,58	0,00	1,11
Duitsland	1,40	1,73	0,33	0,17	0,40	-0,01	1,17
Italië	0,60	0,95	0,36	0,17	0,41	-0,01	0,38
Nederland	1,99	2,22	0,22	0,55	0,57	-0,02	1,12
Spanje	2,14	2,25	0,11	0,87	0,76	0,00	0,62
Gemiddelde van de EU-27	1,78	2,07	0,28	0,29	0,67	-0,01	1,12
Verenigde Staten	2,45	2,62	0,17	0,45	0,70	0,02	1,45
China	8,67	8,09	-0,58	0,33	2,60	0,12	5,05
India	6,81	6,28	-0,53	0,54	2,50	0,05	3,19

Bronnen: Cárdenas Rodríguez et al. (2023) en berekeningen van de ECB.
Toelichting: Gemiddelde voor de periode 1996-2018.

Deze milieuaanpassingen leiden tot een hogere gemeten productiviteitsgroei in Europa (Grafiek A). Recente ECB-publicaties hebben aangetoond hoe het verminderen van emissies tijdens de groene transitie de gemeten productiviteit tijdelijk zou kunnen verlagen.⁴ Deze gegevens duiden erop dat dit proces mogelijk al gaande is. Standaard TFP-maatstaven laten een vertraging van de gemiddelde jaarlijkse productiviteitsgroei zien in de periode van 2009 tot 2018 ten opzichte van de periode van 1996 tot 2008 in zowel een reeks van 12 landen van het eurogebied (EA12) (0,2% tegenover 0,5%) als de Verenigde Staten (0,6% tegenover 1,2%).⁵ Hoewel het voor milieu gecorrigeerde TFP tussen deze twee perioden ook daalde, geeft dit een minder pessimistisch beeld weer van de recente productiviteitsgroei. Op basis hiervan bedroeg de TFP-groei in de periode 2009-2018 gemiddeld 0,6% in de EA12 landen en 1% voor de Verenigde Staten.⁶

⁴ Zie het artikel getiteld "How climate change affects potential output", *Economic Bulletin*, Issue 6/2023, Europese Centrale Bank; en Bijmens et al, 2024, "The impact of climate change and policies on productivity", *ECB Occasional Paper Series*, No 340.

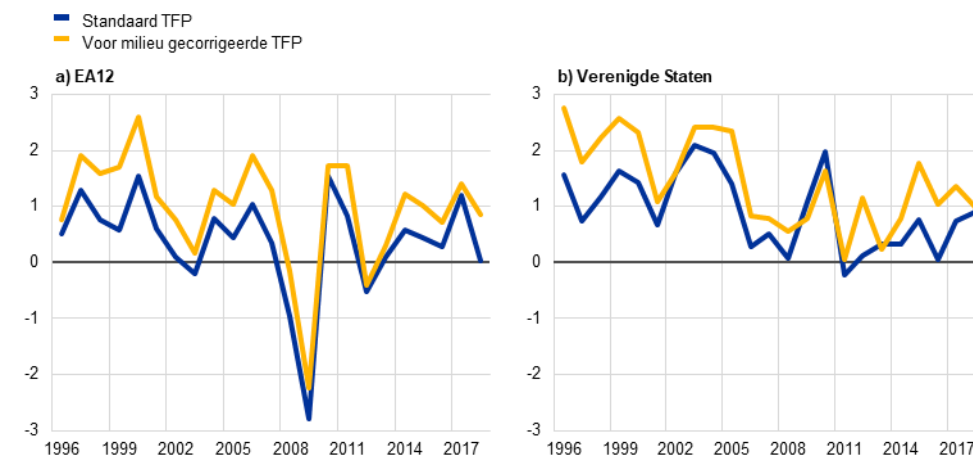
⁵ EA12 bestaat uit België, Duitsland, Finland, Frankrijk, Griekenland, Ierland, Italië, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, Portugal en Spanje, gewogen aan de hand van het bbp van 2013.

⁶ Het EA12-cijfer voor 2009 beïnvloedt deze gemiddelden sterk. In de periode 2010-2018 kwam de gemiddelde voor milieu gecorrigeerde TFP-groei in de EA12 grotendeels overeen met groeicijfers van de Verenigde Staten.

Grafiek A

Verskil tussen de standaard TFP en de voor milieu gecorrigeerde TFP-groei

(procenten op jaarbasis)



Bronnen: Cárdenas Rodríguez et al. (2023), berekeningen van de OESO en de ECB.

Toelichting: EA12 bestaat uit België, Duitsland, Finland, Frankrijk, Griekenland, Ierland, Italië, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, Portugal en Spanje, gewogen aan de hand van het bbp van 2013.

Het daadwerkelijke belang van de natuur voor de economische bedrijvigheid overtreft waarschijnlijk bovenstaande schattingen, wat betekent dat de voortdurende aantasting van de natuur de toekomstige productiecapaciteit substantieel kan doen afnemen.⁷ Veel ecosystemendiensten zijn nog niet gekwantificeerd, met als resultaat dat hun waarde wordt onderschat. Bovendien hangt hun economisch belang ook af van de vraag of ze kunnen worden vervangen door andere productiefactoren. Voor sommige hoogwaardige gewassen vervangt handmatig werk bijvoorbeeld al de natuurlijke bestuiving, maar het is onmogelijk om dat voor alle gewassen te doen. Overexploitatie van natuurlijke hulpbronnen kan de productie op korte termijn stimuleren, maar is mogelijk niet houdbaar op de langere termijn, omdat natuuraantasting uiteindelijk de stroom van ecosystemendiensten en daarmee dus de economische bedrijvigheid vermindert.⁸

Het rechtstreeks meten van ecosystemendiensten binnen het bbp is een belangrijke vooruitgang, maar biedt nog onvoldoende inzicht ten aanzien van de langetermijneffecten. Er worden al enkele gegevensverbeteringen beoogd: Eurostat is van plan om vanaf 2026 ecosystemerekeningen te publiceren, daarmee voortbouwend op het werk uitgevoerd in het kader van het INCA-project. In eerste instantie zal het zeven ecosystemendiensten in fysieke eenheden beslaan (bijvoorbeeld het volume van gewassen dat kan worden toegeschreven aan wilde bestuiving of de tonnen koolstof die zijn vastgelegd), waarbij de haalbaarheid van het berekenen van de monetaire waarde wordt onderzocht.⁹ Het *bruto* binnenlands

⁷ Zie Döhning, B., et al., "Reflections on the Role of Natural Capital for Economic Activity", *European Economy Discussion Papers*, nr. 180, Europese Commissie, februari 2023.

⁸ Zie Kuchler, T. et al., "The economics of biodiversity loss", paper gepresenteerd tijdens het ECB Sintra Forum, 2024.

⁹ Levering van gewassen, gewasbestuiving, levering van hout, luchtfiltratie, mondiale klimaatbeheersing, lokale klimaatbeheersing, diensten voor natuurgerelateerd toerisme. Zie [COM/2022/329 Verordening tot wijziging van Verordening \(EU\) nr. 691/2011 wat betreft de invoering van nieuwe modules voor milieu-economische rekeningen](#).

product dekt echter niet de gehele impact van natuuraantasting, omdat het geen rekening houdt met de waardevermindering van kapitaal. Natuuraantasting als gevolg van niet-duurzame exploitatie zal daarom nooit worden opgenomen in het bbp, zelfs niet wanneer ecosystemendiensten worden verantwoord. Om de implicaties voor de toekomstige productie volledig te begrijpen, moet het *netto* binnenlands product in beschouwing worden genomen, dat wel rekening houdt met waardevermindering. Bovendien verminderen verschillende ecosystemendiensten de impact van klimaatextremen, zoals overstromingen. De economische voordelen kunnen aanzienlijk zijn, maar ze zijn niet waarneembaar en kunnen alleen worden berekend met behulp van economische modellen om vast te stellen met hoeveel de bedrijvigheid zou afnemen zonder hun bescherming.

Er is ook vooruitgang nodig op het gebied van economische modellering om de voordelen van ecosystemendiensten beter te kwantificeren en te bepalen welke sectoren ervan afhankelijk zijn. Die kennis zal helpen bij het identificeren van situaties waarin investeringen in de natuur op middellange termijn nettovoordelen kunnen opleveren. Het zal ook helpen te verduidelijken hoe verstoringen van ecosystemendiensten, zowel in eigen land als over de grens, zich via toeleveringsketens door de economie verspreiden. Dergelijke verstoringen zullen de feitelijke economische bedrijvigheid temperen, ongeacht of ecosystemendiensten al dan niet rechtstreeks worden gemeten. Zie Artikel 2 in dit nummer voor een meer gedetailleerde bespreking van de economische en financiële impact van natuuraantasting en biodiversiteitsverlies.

3 **Waarom zien de huishoudens in het eurogebied het nog altijd somber in en wat zijn de gevolgen voor de particuliere consumptie?**

Door Alina Bobasu, Dario Esposito en Johannes Gareis

Het consumentenvertrouwen in het eurogebied kelderde toen Rusland zijn grootschalige invasie in Oekraïne begon en bleef sindsdien laag, ondanks enig herstel. Vervolgens verbeterde het geleidelijk na het dieptepunt van september 2022. Niettemin heeft het zijn gemiddelde van voor de pandemie nog niet opnieuw bereikt en lag het in augustus 2024 ver onder het niveau van voor de invasie (Grafiek A). In dit Kader volgt een analyse van de onderliggende factoren die dit gematigde consumentenvertrouwen verklaren en een inschatting van de kortetermijneffecten die het aanhoudend lage vertrouwen heeft voor de particuliere consumptie.

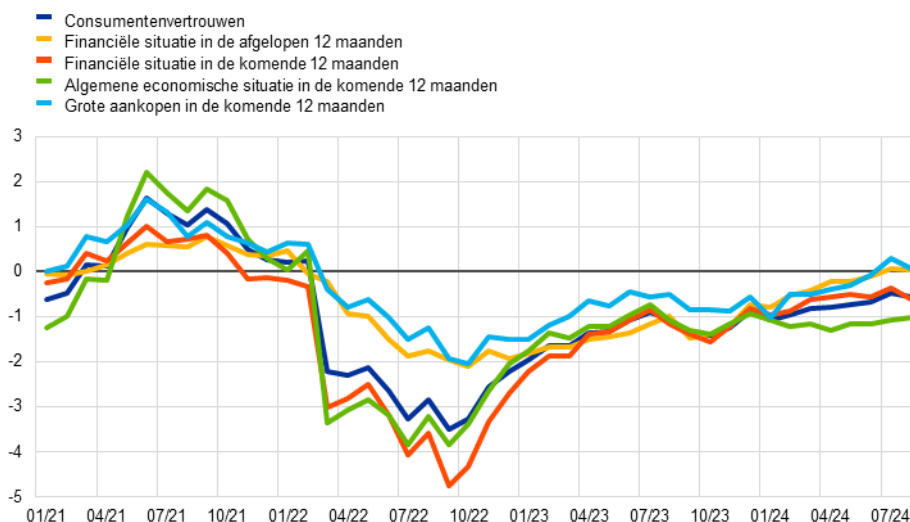
Vooraf de verwachtingen van de huishoudens voor de algemene economische situatie drukken het consumentenvertrouwen. De indicator van het consumentenvertrouwen van de Europese Commissie is een samengestelde indicator die wordt berekend als het rekenkundige gemiddelde van de balansreeksen (d.w.z. het percentage positieve antwoorden min het percentage negatieve antwoorden) voor vier enquêtevragen. Die vragen hebben betrekking op de verwachtingen voor de komende twaalf maanden van de huishoudens voor de eigen financiële situatie, de algemene economische situatie en grote aankopen, evenals met hun perceptie over de eigen financiële situatie in de afgelopen twaalf maanden.¹ De verwachtingen van de huishoudens voor de algemene economische situatie zijn sinds medio 2023 min of meer onveranderd, wat een belemmering vormt voor een verder herstel van het consumentenvertrouwen na de verbetering die volgde op de inzinking naar aanleiding van de invasie (Grafiek A). Alle andere componenten van het consumentenvertrouwen bleven daarentegen verbeteren. Zo lagen de beoordelingen van de huishoudens over de eigen vroegere financiële situatie en hun intentie om grote aankopen te doen medio 2024 iets hoger dan gemiddeld voor de pandemie.

¹ Zie "A revised consumer confidence indicator", Europese Commissie, 21 december 2018.

Grafiek A

Consumentenvertrouwen en de componenten ervan

(gestandaardiseerde balansreeksen)



Bronnen: Europese Commissie en berekeningen van ECB-medewerkers.

Toelichting: De gegevens zijn gestandaardiseerd voor de periode van januari 1999 tot december 2019 en de nullijn duidt het gemiddelde van voor de pandemie aan. De meest recente waarnemingen betreffen augustus 2024.

Een lineair regressiemodel geeft de historische relatie weer tussen het consumentenvertrouwen en verscheidene determinanten van de particuliere consumptie.² Het model omvat een regressieanalyse van het consumentenvertrouwen op een constante, twee vertragingen van het consumentenvertrouwen en de huidige waarden voor het inflatiepercentage, het werkloosheidscijfer, een maatstaf van de leenkosten, de jaar-op-jaarmutatie in procenten van de aandelenkoersen, de jaar-op-jaarmutatie in procenten van de huizenprijzen en de verwachtingen van de huishoudens voor de inflatie en werkloosheid voor de komende twaalf maanden.³ In de vertragingen wordt rekening gehouden met de geleidelijke reactie van het consumentenvertrouwen op veranderingen in de andere variabelen. De verwachtingen van de huishoudens voor de toekomstige inflatie en werkloosheid zijn opgenomen omdat ze het consumentenvertrouwen dikwijls beter weerspiegelen dan de werkelijke uitkomsten. Ze beïnvloeden immers de perceptie van het welzijn van de huishoudens.⁴ Ze

² Zie ook Bolhuis, M.A., Cramer, J.N., Schulz, K.O. en Summers, L.H., “[The Cost of Money is Part of the Cost of Living: New Evidence on the Consumer Sentiment Anomaly](#)”, *Working Paper*, nr. 32163, National Bureau of Economic Research, februari 2024.

³ De verwachtingen van de huishoudens voor de inflatie en de werkloosheid zijn ontleend aan de conjunctuurenquête van de Europese Commissie. De verwachtingen van de huishoudens voor de inflatie verwijzen naar de kwantitatieve inflatieverwachtingen op kwartaalbasis voor de komende twaalf maanden, terwijl die voor de werkloosheid verwijzen naar de kwalitatieve werkloosheidsverwachtingen van de huishoudens voor de komende twaalf maanden.

⁴ Voor inzicht in de relevantie van de inflatieverwachtingen van de huishoudens voor het consumentenvertrouwen in het eurogebied, zie “[European Business Cycle Indicators 2nd Quarter 2024: Low consumer confidence and the economy – Insights from the euro area](#)”, *Technical Paper*, nr. 074, Europese Commissie, juli 2024.

weerspiegelen per definitie ook het toekomstgerichte karakter van de meeste componenten van het consumentenvertrouwen.⁵

Volgens het model waren de stijgende werkelijke en verwachte inflatie de oorspronkelijke oorzaak van de daling van het consumentenvertrouwen in vergelijking met de periode voor de invasie, later gevolgd door de steeds negatievere gevolgen van de hogere leenkosten in combinatie met de dalende huizenprijzen. Uit het model blijkt dat de daling van het consumentenvertrouwen in het eurogebied na de Russische invasie in Oekraïne in vergelijking met het vierde kwartaal van 2021 grotendeels was toe te schrijven aan de stijgende inflatie – zowel de feitelijke als de verwachte (Grafiek B). Het daaropvolgende herstel van het consumentenvertrouwen had daarentegen vooral te maken met de dalende werkelijke inflatie en de lagere verwachte inflatie. De verwachtingen van de huishoudens voor de werkloosheid daalden in 2023 ook in vergelijking met 2022, maar bleven vanaf het tweede kwartaal van 2024 hoger dan in het vierde kwartaal van 2021.⁶ Daarnaast droeg de verkrapping van het monetair beleid bij tot hogere leenkosten en een daling van de huizenprijzen, die vanaf medio 2022 het consumentenvertrouwen negatief begonnen te beïnvloeden. Zoals blijkt uit de negatieve bijdrage van de regressieresiduen bleef het consumentenvertrouwen tot slot iets lager dan in het vierde kwartaal van 2021. Dat was toe te schrijven aan andere factoren, die niet in aanmerking werden genomen in het model, en weerspiegelde mogelijk de toegenomen onzekerheid rond het geopolitieke en economische beleid.⁷

⁵ Aangezien de verwachtingen van de huishoudens voor de toekomstige inflatie en werkloosheid in 2022 op één lijn lagen met de algemene onzekerheid rond de Russische invasie in Oekraïne, kunnen de geraamde coëfficiënten voor deze twee variabelen in het model niettemin ook andere oorlogsgerelateerde factoren dan de inflatie- en werkloosheidsgevolgen weergeven.

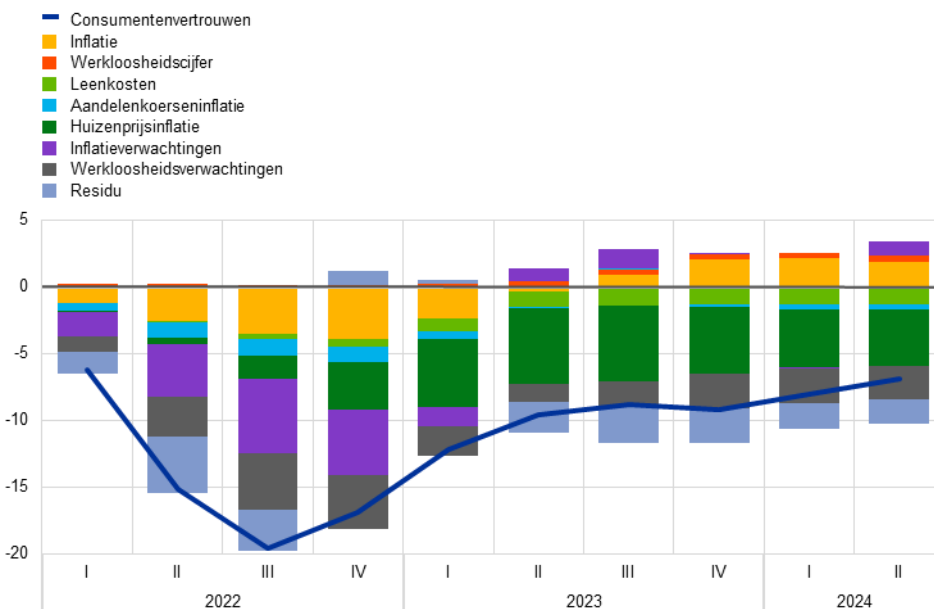
⁶ De in vergelijking met het vierde kwartaal van 2021 hoge werkloosheidsverwachtingen staan in contrast met de gunstige arbeidsmarktsituatie - met een gestage daling van het werkloosheidscijfer tussen het vierde kwartaal van 2021 en het tweede kwartaal van 2024 - die het consumentenvertrouwen in die periode in geringe mate heeft ondersteund. Het werkloosheidscijfer en de werkloosheidsverwachtingen ondersteunden het consumentenvertrouwen in het tweede kwartaal van 2024, aangezien ze allebei lager lagen dan hun gemiddeldes van voor de pandemie.

⁷ Dat stemt grotendeels overeen met de indicator voor consumentenonzekerheid van de Europese Commissie, die na de piek in het derde kwartaal van 2022 aanzienlijk afnam tot het tweede kwartaal van 2024, maar wel hoog bleef in vergelijking met het vierde kwartaal van 2021.

Grafiek B

Modelgebaseerde bepalende factoren voor het consumentenvertrouwen

(procentuele saldi en bijdragen in procentpunten, afwijkingen ten opzichte van 2021-IV)



Bronnen: Europese Commissie, Eurostat, ECB en berekeningen van ECB-medewerkers.

Toelichting: De grafiek toont de bijdragen van de regressoren voor een regressie van het consumentenvertrouwen op kwartaalbasis op een constante, twee vertragingen van het consumentenvertrouwen en de huidige waarden voor het inflatiepercentage, het werkloosheidscijfer, een maatstaf van de leenkosten, de jaar-op-jaarmutatie in procenten van de aandelenkoersen, de jaar-op-jaarmutatie in procenten per kwartaal van de huizenprijzen en de verwachtingen van de huishoudens voor de inflatie en de werkloosheid voor de komende twaalf maanden. De leenkosten worden benaderd met behulp van de rente op consumentleningen. Het model wordt geraamd met behulp van gegevens van het eerste kwartaal van 2004 tot het tweede kwartaal van 2024 en omvat een dummyvariabele voor elk kwartaal van 2020. De meest recente gegevenspunten hebben betrekking op het tweede kwartaal van 2024, behalve voor de huizenprijsinflatie, die voor het tweede kwartaal van 2024 wordt geraamd op basis van een univariaat AR(2)-model.

Het consumentenvertrouwen is doorgaans sterk gecorreleerd met de groei van de particuliere consumptie.

Zoals hierboven blijkt, wordt het consumentenvertrouwen beïnvloed door variabelen die ook belangrijke factoren van de particuliere consumptie zijn. Het weerspiegelt dus fundamentele informatie over de huidige en toekomstige stand van de economie.⁸ In de periode voor de pandemie was het consumentenvertrouwen in het algemeen bijvoorbeeld sterk gecorreleerd met de groei van de consumptie op kwartaalbasis, vooral tijdens periodes van economische neergang.⁹

Het aanhoudend gematigde consumentenvertrouwen wijst erop dat de particuliere consumptie op korte termijn slechts gematigd zal toenemen.

Een bridge-model dat het consumentenvertrouwen op kwartaalbasis in verband brengt met de groei van de particuliere consumptie op kwartaalbasis voorspelt een lichte toename van de consumptieve bestedingen in het derde kwartaal van 2024 (Grafiek

⁸ Een duidelijk voordeel van de indicator voor het consumentenvertrouwen ten opzichte van de determinanten van de particuliere consumptie is zijn tijdigheid. Zie ook het Kader “Does consumer confidence predict private consumption?”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2015.

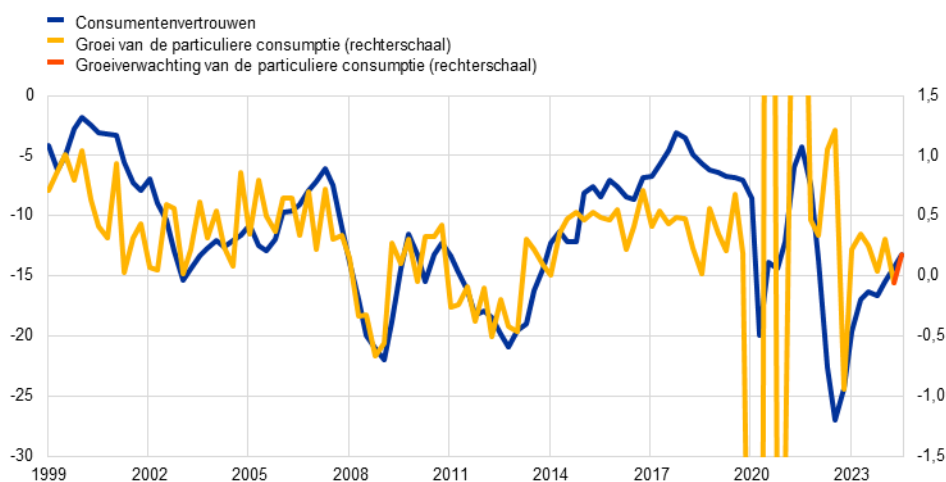
⁹ Zie bijvoorbeeld “Confidence indicators and economic developments”, *Monthly Bulletin*, ECB, januari 2013.

C).¹⁰ De vooruitzichten voor de particuliere consumptie worden daarentegen overschaduwd door onzekerheid over ontwikkelingen in de onderliggende factoren achter het consumentenvertrouwen. In de toekomst zal het consumentenvertrouwen in het eurogebied mogelijk verder aantrekken naarmate de inflatie verder afneemt, veerkrachtige arbeidsmarkten steun blijven bieden en de reële inkomens zich herstellen. De gevolgen van de recente verkrapting van het monetair beleid zullen niettemin mogelijk nog enige tijd aanhouden en de grote onzekerheid over het geopolitieke en economische beleid zou het vertrouwensherstel kunnen temperen.

Grafiek C

Consumentenvertrouwen en groei van de particuliere consumptie

(links: procentuele saldi; rechts: mutaties in procenten op kwartaalbasis)



Bronnen: Europese Commissie, Eurostat en berekeningen van ECB-medewerkers.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2024 voor de groei van de particuliere consumptie en augustus 2024 voor het consumentenvertrouwen. De rode lijn geeft de groeiverwachtingen van de particuliere consumptie weer voor het derde kwartaal van 2024 op basis van een bridge-model dat een regressieanalyse omvat van de kwartaalgroei van de particuliere consumptie op een constante, zijn eigen vertraging en het actuele consumentenvertrouwen op kwartaalbasis, met behulp van gegevens van het eerste kwartaal van 1999 tot het tweede kwartaal van 2024 en met inbegrip van een dummyvariabele voor elk kwartaal in 2020. De voorspelling voor het derde kwartaal van 2024 gaat uit van een consumentenvertrouwen op kwartaalbasis op het gemiddelde niveau van juli en augustus.

¹⁰ Uit een out-of-sample beoordeling van het bridge-model blijkt dat de voorspellende kracht, zoals afgemeten aan de wortel uit de gemiddelde kwadratische voorspelfout, aanzienlijk verslechterde tijdens de pandemie, maar sinds begin 2023 verbeterde. Wat de componenten van het consumentenvertrouwen betreft, wijst de beoordeling erop dat de financiële verwachtingen van de huishoudens iets sterker met de groei van de particuliere consumptie correleerden dan het algemene consumentenvertrouwen voor de pandemie, maar dat de relatieve verschillen tussen de voorspellende kracht van de componenten in de recentste periode minimaal zijn geworden. Over het geheel genomen, moeten de resultaten van deze beoordelingen behoedzaam worden geïnterpreteerd, rekening houdend met de kleine steekproef die beschikbaar is voor de recentste periode, en worden herzien als er nieuwe gegevens binnenkomen. Zie ook het Kader “[Is the PMI a reliable indicator for nowcasting euro area real GDP?](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2024.

4 Bevindingen van een enquête bij toonaangevende bedrijven over arbeidsmarkt-tendensen en het gebruik van generatieve AI

Door Agostino Consolo, Guzman Gonzalez-Torres Fernandez, Richard Morris en Christofer Schroeder

In een recente enquête van de ECB werden toonaangevende niet-financiële ondernemingen ondervraagd over de bepalende factoren achter enkele basiskennmerken van de arbeidsmarkt in het eurogebied tijdens de afgelopen jaren. Tot deze kenmerken behoren de verhoogde mate waarin bedrijven gewag maken van moeilijkheden om personeel aan te trekken, een hoge en groeiende werkgelegenheid ondanks de stagnerende economische bedrijvigheid (en daardoor een verminderde arbeidsproductiviteit), een opvallende daling van het gemiddelde aantal gewerkte uren en een toename van het thuiswerken. Dit gedeelte van de enquête bevatte een reeks algemene stellingen waarmee de respondenten het eens, helemaal eens, oneens, helemaal oneens, of niet eens en niet oneens konden zijn. De respondenten werd verzocht de blik op de middellange termijn te richten en de huidige omgeving te vergelijken met die van vijf tot tien jaar geleden. Als ze het eens of helemaal eens waren met een algemene stelling, werd hun ook gevraagd te reageren op een reeks nadere stellingen om zo de redenen daarvan te achterhalen.

De bedrijven werden ook ondervraagd over het gebruik van generatieve kunstmatige intelligentie (generatieve AI). Generatieve AI is de nieuwste vooruitgang in een fase van snelle technologische ontwikkeling en kan een diepgaande invloed uitoefenen op de arbeidsmarkt en op de productiviteit. Middels de enquête werd de bedrijven gevraagd: (i) of ze generatieve AI operationeel gebruikten; en zo ja, (ii) sinds wanneer; (iii) welk aandeel van de werknemers ten minste eenmaal per week generatieve AI gebruikte in hun werk; en (iv) wat de belangrijkste argumenten waren om de technologie aan te wenden. De enquête werd verstuurd naar ondernemingen waarmee de ECB regelmatige contacten onderhoudt om informatie te verzamelen over de vooruitzichten voor bedrijvigheid, prijzen en werkgelegenheid.¹ De enquête vond plaats van eind mei tot eind juni 2024 en er werden 46 reacties ontvangen.

De respondenten waren het er in zeer ruime mate over eens dat het de afgelopen jaren moeilijker was geworden personeel te werven, en ze benadrukten de schaarste aan werknemers met de vereiste vaardigheden (Grafiek A). Meer dan 90% was het eens of helemaal eens met de stelling dat het moeilijker dan vijf of tien jaar geleden was om de werknemers te werven die ze nodig hadden, wat een aanwijzing is voor wijdverspreide tekorten aan arbeidskrachten. Van die respondenten was 90% het erover eens dat er te weinig kandidaten waren met de vaardigheden die ze vereisten, wat wees op tekorten aan geschoolde arbeidskrachten. Een iets kleiner, hoewel significant aandeel (iets minder dan 50%)

¹ Voor nadere informatie over de aard en het doel van deze contacten, zie het artikel "The ECB's dialogue with non-financial companies", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2021.

stelde dat er sprake was van een algemene schaarste aan kandidaten, ongeacht de benodigde vaardigheden. De bedrijven die een algemene schaarste aan kandidaten vaststelden, waren voornamelijk actief in arbeidsintensieve dienstverlenende sectoren of hadden een aanzienlijke productie in Duitsland. In verband met de vraagfactoren was ongeveer twee derde het erover eens dat veranderingen in de door hen gevraagde vaardigheden hadden geleid tot toenemende wervingsproblemen, terwijl bijna 60% vond dat de geldende lonen het aantrekken van werknemers met de nodige vaardigheden bemoeilijkte.

Grafiek A

Overzicht van de antwoorden over arbeidskrachten

(als % van de antwoorden)



Bron: ECB.

Toelichting: De balken tonen het percentage respondenten die elk van de vijf mogelijke antwoorden gaf. Aan alle respondenten werd gevraagd te reageren op de algemene vetgedrukte stelling. Als ze het daarmee eens of helemaal eens waren, werd hun ook gevraagd te reageren op de nadere stellingen. De aandelen voor de nadere stellingen hebben betrekking op de subgroep van respondenten die het eens of helemaal eens waren met de algemene stelling.

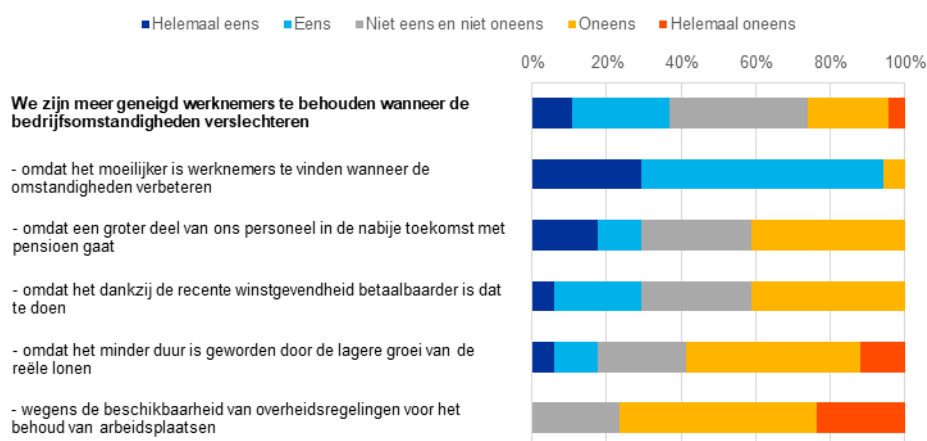
Iets meer dan een derde van de respondenten was het ermee eens dat hun bedrijven meer geneigd waren werknemers te behouden wanneer de bedrijfsomstandigheden verslechterden; bijna allemaal koppelden ze dit aan de verwachte wervingsproblemen bij een verbetering van de omstandigheden (Grafiek B). Dit wijst op een sterk verband tussen het behoud van arbeidskrachten (labour hoarding) en tekorten aan arbeidskrachten. Er waren meer bedrijven het oneens dan eens met elk van de overige nadere stellingen, hoewel ongeveer de helft van de bedrijven die meer geneigd waren personeel te behouden, het er wel mee eens was dat ten minste nog één andere factor relevant was. Ongeveer een derde meldde dat een verwachte verhoging van het aantal pensioneringen in de nabije toekomst een factor was. Een vergelijkbaar aandeel was het ermee eens dat de recente winstgevendheid het aanhouden van arbeidskrachten betaalbaarder had gemaakt en rond de 20% vond dat een lagere groei van de reële lonen een beweegreden was. Dit bevestigt enigszins, hoewel in beperkte mate, eerdere analyses van het belang van die factoren voor de veerkracht van de

werkgelegenheid sinds eind 2022.² Geen enkele respondent was het eens met de stelling dat overheidsregelingen voor het behoud van arbeidsplaatsen een bijdrage leverden.

Grafiek B

Overzicht van de antwoorden over het aanhouden van arbeidskrachten

(als % van de antwoorden)



Bron: ECB.

Toelichting: Zie de toelichting bij Grafiek A.

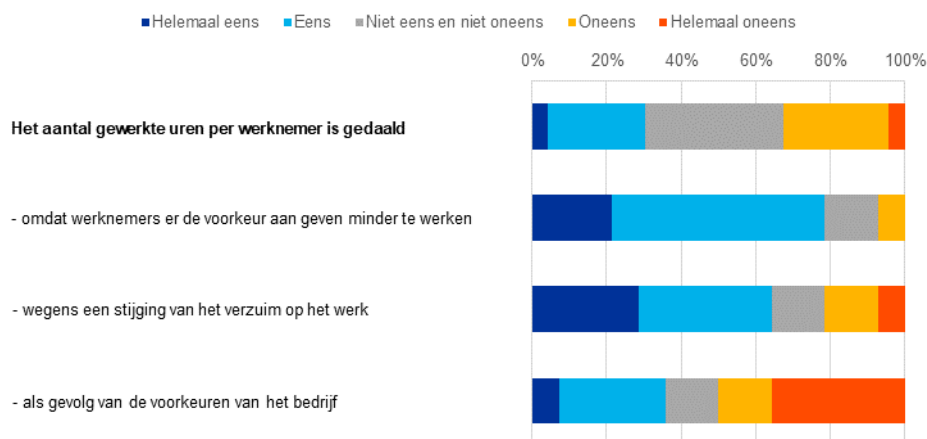
De respondenten die het ermee eens waren dat het aantal gewerkte uren per werknemer was gedaald, vermeldten als belangrijkste reden de voorkeur van werknemers om minder te werken (Grafiek C). Van de bedrijven die het ermee eens waren dat het aantal gewerkte uren was gedaald, stelde 80% dat dit (althans gedeeltelijk) kwam doordat werknemers er de voorkeur aan gaven minder te werken, en beschouwde twee derde een stijging van het verzuim op het werk als een factor. Daarentegen vond slechts een derde van hen dat die daling de voorkeuren van het bedrijf weerspiegelde (terwijl meer dan de helft het niet met deze nadere stelling eens was, waaronder een derde die het er helemaal mee oneens was).

² Zie de Kaders “Hogere winstmarges hebben bedrijven geholpen om werknemers aan te houden” en “Bepalende factoren achter de werkgelegenheids groei in het eurogebied na de pandemie – een modelgebaseerde benadering”, *Economisch Bulletin*, nummer 4, ECB, 2024.

Grafiek C

Overzicht van de antwoorden over het aantal gewerkte uren

(als % van de antwoorden)



Bron: ECB.

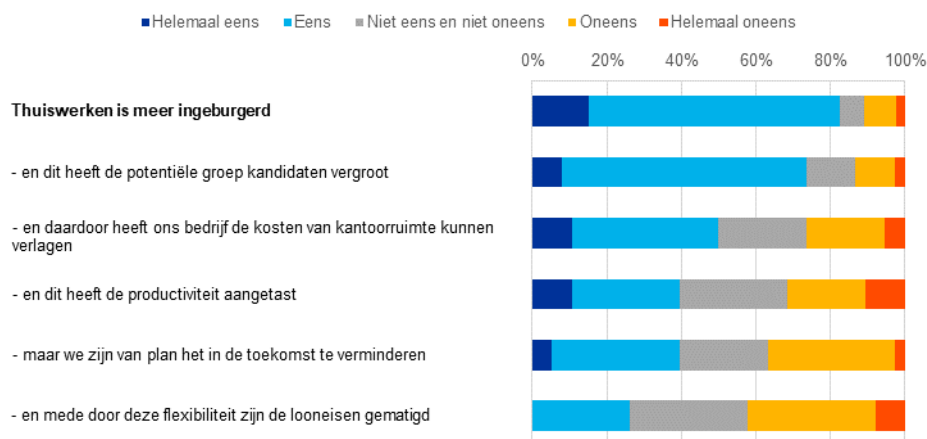
Toelichting: Zie de toelichting bij Grafiek A.

De respondenten bevestigden de wijdverspreide toename van het thuiswerken; de meesten waren het erover eens dat dit de potentiële groep kandidaten vergrootte (Grafiek D). Van de iets meer dan 80% bedrijven die stelden dat het thuiswerken meer ingeburgerd was, was driekwart het ermee eens dat dit de potentiële groep kandidaten had vergroot. Ongeveer de helft meldde dat thuiswerken hun bedrijf in staat had gesteld de kantoorruimte en de daarmee gepaard gaande vaste kosten te verminderen. Daarentegen was slechts een kwart het ermee eens dat het had bijgedragen aan een matiging van de looneisen, terwijl bijna de helft het daarmee oneens was. Ongeveer 40% stemde in met de stelling dat de toename van het thuiswerken de productiviteit had aangetast (waarbij een vergelijkbaar deel van hen meldde dat ze van plan waren het thuiswerken in de toekomst te verminderen), terwijl iets meer dan 30% het niet met de stelling eens was.

Grafiek D

Overzicht van de antwoorden over thuiswerken

(als % van de antwoorden)



Bron: ECB.

Toelichting: Zie de toelichting bij Grafiek A.

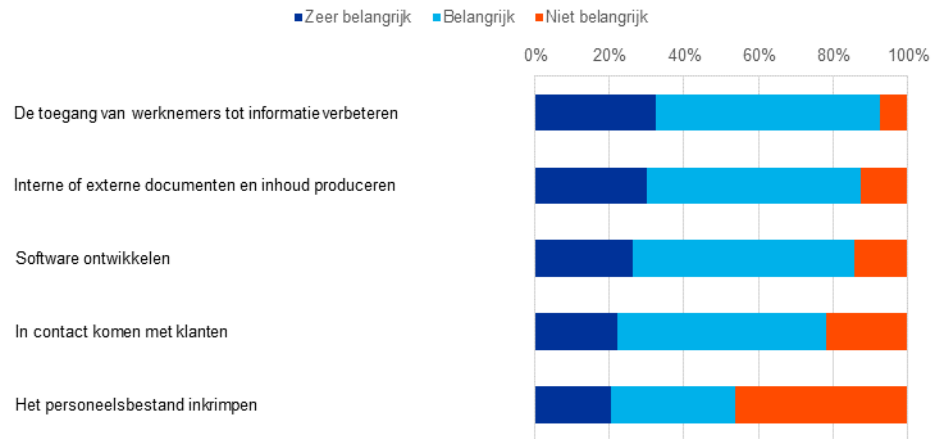
Bij de vragen over het gebruik van generatieve AI meldde bijna driekwart van de respondenten dat hun bedrijf deze technologie al aanwendde, en de redenen hiervoor liepen ver uiteen (Grafiek E).

Van de bedrijven die generatieve AI reeds operationeel gebruiken, waren de meeste hiermee relatief recentelijk begonnen, en een aanzienlijk deel van hen in 2023. Ongeveer de helft was van oordeel dat niet meer dan 10% van hun personeel ten minste eenmaal per week generatieve AI gebruikte, terwijl slechts 6% het aandeel van hun arbeidskrachten die de technologie geregeld aanwendden, op hoger dan 25% inschatte. Van de hoofdredenen om generatieve AI te gebruiken, neemt het verbeteren van de toegang van werknemers tot informatie de eerste plaats in; deze verklaring wordt belangrijk of zeer belangrijk geacht door meer dan 90% van de respondenten. Kort daarop volgt het gebruik van generatieve AI om inhoud te produceren, software te ontwikkelen en in contact te treden met klanten. Ongeveer de helft van de gebruikers van de technologie was het ermee eens dat de inkrimping van het personeelsbestand ook een belangrijke reden was. Daarnaast benadrukten verscheidene respondenten dat het gebruik van generatieve AI zich nog in een experimentele fase bevond, waarin bedrijven leren en gebruiksscenario's trachten uit te werken om de productiviteit, de kwaliteit en de efficiëntie te verhogen.

Grafiek E

Overzicht van de antwoorden over de hoofdredenen om generatieve AI te gebruiken

(als % van de antwoorden)



Bron: ECB.

Toelichting: De balken tonen het percentage respondenten die elk van de vijf mogelijke antwoorden gaf.

5 Recente loonontwikkelingen en de rol van loondrift

Door Colm Bates, Katalin Bodnár en Kathinka Schlieker

Het volgen van de loonontwikkelingen is een belangrijk onderdeel van de aanpak van de ECB bij haar analyses van de inflatievooruitzichten. Dit weerspiegelt de prominente rol van lonen in de dynamiek van de onderliggende inflatie, met name in de dienstencomponent, die hardnekkig is gebleven. De vooruitzichten voor verdere desinflatie in de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2024 zijn onder meer gebaseerd op de verwachting dat de loongroei zal matigen.

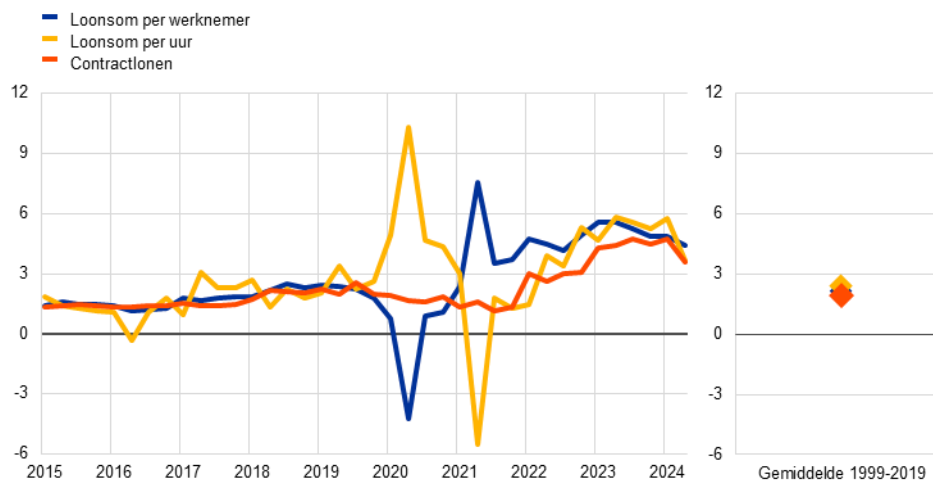
De loongroei in het eurogebied was hoog sinds de heropening na de pandemie, waarin eveneens de inflatieschok na de uitbraak van de ongerechtvaardigde oorlog van Rusland tegen Oekraïne tot uitdrukking komt, maar vertoont nu tekenen van vertraging. Een belangrijke indicator voor het beoordelen van de loongroei in het eurogebied is de jaarlijkse groei van de loonsom per werknemer. Deze was achtereenvolgens gestegen tot het hoge niveau van 5,5% in het tweede kwartaal van 2023, maar nam af tot 4,8% in het eerste kwartaal van 2024 en verder tot 4,3% in het tweede kwartaal, wat een iets sterkere matiging betekent dan verwacht in de projecties van ECB-medewerkers van september. Ook andere loonmaatstaven, zoals de loonsom per uur, laten tekenen van afzwakking zien. Ondanks deze matiging zijn de groeipercentages van de verschillende indicatoren hoog gebleven, op ongeveer het dubbele van hun historische gemiddelden (circa 2,1% voor alle indicatoren). Het langetermijngemiddelde omvat tevens perioden van geringe loongroei en dient derhalve niet als een streefcijfer te worden opgevat. De groeicijfers blijven derhalve eveneens boven de loongroei die strookt met het inflatiedoel van 2% en een productiviteitsgroei van 1%. Dit weerspiegelt met name de sterke impact van de compensatie voor de hoge inflatie in het verleden en de overeenkomstige inhaalbeweging van de reële lonen (Grafiek A). Verschillen tussen de groei van de loonsom per werknemer en de groei van de contractlonen wijzen op de rol van incidentele loonontwikkelingen in de loondynamiek, ook wel “loondrift” genoemd.¹

¹ Zie ook het Kader “[Recente ontwikkelingen van de loondrift in het eurogebied](#)”, *Economisch Bulletin*, Nummer 8, ECB, 2018.

Grafiek A

Arbeidskostenindicatoren in het eurogebied

(groei in procenten per jaar)



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

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2024.

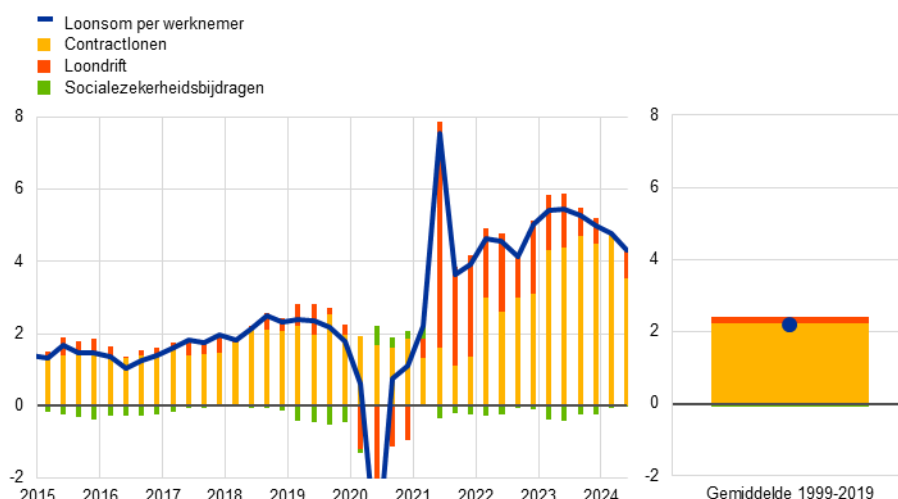
Loondrift omvat per definitie alle elementen van de effectief betaalde lonen en salarissen per werknemer die niet onder de collectief onderhandelde lonen vallen, zoals individuele bonussen en overwerk. De groei van de loonsom per werknemer kan worden uitgesplitst naar de bijdragen uit lonen en salarissen en de socialezekerheidsbijdragen van werkgevers. De groei van de lonen en salarissen per werknemer kan op zijn beurt worden verdeeld in de groei van contractlonen en loondrift, waarbij deze laatste wordt berekend als het verschil tussen de groei van lonen en salarissen per werknemer en de groei van contractlonen. De reeks contractlonen in het eurogebied geeft de impact weer van collectieve onderhandelingsprocessen op het loon van een gemiddelde of representatieve werknemer in de betrokken sectoren. Ze omvat ook eenmalige uitkeringen, voor zover deze onder de collectieve overeenkomsten vallen. Lonen en salarissen hebben echter nog andere componenten die niet worden gedekt door collectieve overeenkomsten, zoals individuele bonussen en loonsverhogingen als gevolg van promoties. Deze komen tot uiting in de werkelijke groei van de lonen en salarissen per werknemer en, bijgevolg, in de loondrift. Op geaggregeerd niveau weerspiegelt de loondrift ook elementen zoals verschillen tussen de groei van individueel onderhandelde lonen en collectief onderhandelde lonen. Deze verschillen zijn des te groter naarmate er minder werknemers onder collectieve onderhandelingen vallen (en omgekeerd). Aangezien er voor de contractlonen wordt uitgegaan van het loon van een representatieve of gemiddelde voltijdse werknemer, houdt de loondrift ten slotte ook rekening met veranderingen in het gemiddelde aantal gewerkte uren (bijvoorbeeld door overwerk of door omschakeling tussen voltijds en deeltijds werken) die bepalend zijn voor het werkelijke loon. Sommige van deze factoren kunnen ertoe leiden dat loondrift veranderingen op korte termijn in de economische omstandigheden sneller kan weerspiegelen dan contractlonen, die meestal voor een bepaalde tijd vastliggen. Dit maakt loondrift tot een belangrijk onderdeel van de analyse van de werkelijke groei van de loonsom per werknemer.

De recente matiging van de groei van de loonsom per werknemer is toe te schrijven aan een afnemende loondrift. De loondrift was een sterke drijvende kracht achter de groei van de loonsom per werknemer na de forse stijging van de inflatie, wat een gevolg kan zijn van het feit dat de compensatie voor deze stijging eerder wordt doorgevoerd bij individueel onderhandelde overeenkomsten of voortijdig (mogelijk op vrijwillige basis) bij collectief onderhandelde overeenkomsten. In 2023 kwam de opwaartse druk op de groei van de loonsom per werknemer eerder van de contractlonen dan van de loondrift, en dit bleef zo tot het tweede kwartaal van 2024 (Grafiek B). Deze verschuiving in relatief belang strookt met het idee dat inflatiecompensatie zich in de loop der tijd heeft verplaatst van loondrift naar contractlonen, zowel in de vorm van basisloonverhogingen als van eenmalige uitkeringen. De bijdrage van loondrift aan de groei van de loonsom per werknemer bedroeg gemiddeld 1,5 procentpunt in 2022-2023, aanzienlijk meer dan vóór de pandemie, en ook de recente niveaus liggen nog steeds boven het gemiddelde van vóór de pandemie (0,2 procentpunt tussen 1999 en 2019).

Grafiek B

Uitsplitsing van de groei van de loonsom per werknemer

(groei in procenten en bijdragen in procentpunten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van medewerkers van de ECB.

Toelichting: In het linkerpaneel is de onderkant van de schaal ingekort omwille van de leesbaarheid. De waarde van de groei van de loonsom per werknemer in het tweede kwartaal van 2020 was -4,2%. De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2024.

De recente periode illustreert dus hoe de economische omstandigheden sneller worden weerspiegeld in de loondrift dan in de groei van de contractlonen.

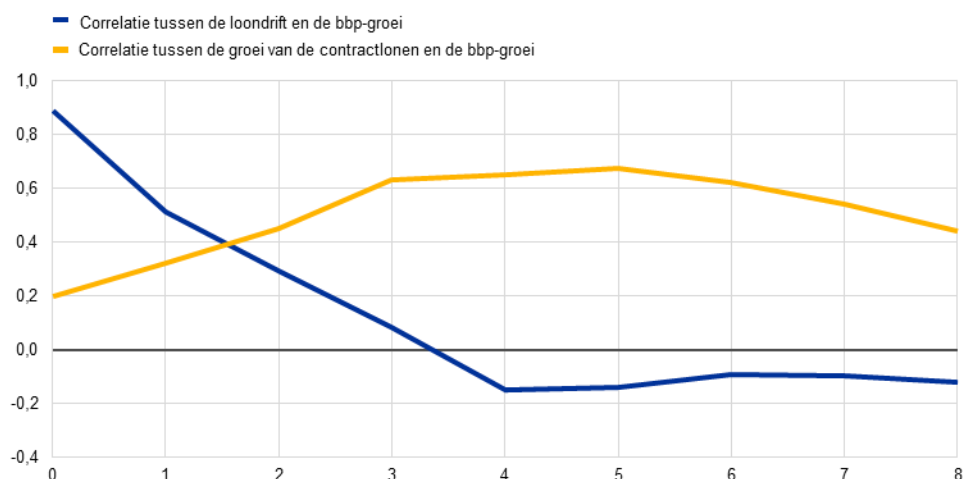
Over het algemeen zouden bedrijven bij een krappe arbeidsmarkt, waarop werkgevers werknemers wensen te behouden en te belonen, aan nieuwe of bestaande werknemers hogere loonschalen kunnen bieden dan die op grond van de geldende collectieve overeenkomsten, werknemers kunnen bevorderen tot hogere looncategorieën in de collectief overeengekomen loonschalen, of eenvoudigweg bonussen boven op de overeengekomen lonen kunnen uitkeren. Bovendien kunnen werknemers die niet onder een collectieve overeenkomst vallen, mogelijk sneller onderhandelen over loonaanpassingen dan vakbonden, die gebonden zijn aan de contractduur. Deze twee factoren kunnen de loondrift opdrijven. De kans dat ze zich

effectief voordoen, neemt toe in een situatie waarin de krapte op de arbeidsmarkten gepaard gaat met aanzienlijke dalingen van de reële lonen als gevolg van de hoge inflatie. Naarmate de groei van de contractlonen zich aanpast aan de vraag naar inflatiecompensatie, neemt de bijdrage van de loondrift echter af, wat uiteindelijk leidt tot een tegengesteld verloop van de twee belangrijkste componenten van loongroei. Uit een eenvoudige correlatieanalyse blijkt namelijk dat de loondrift eerder reageert op de conjunctuurcyclus dan de contractlonen. Grafiek C toont dat er een sterke positieve contemporaine correlatie is tussen de loondrift en de bbp-groei, die vervolgens afneemt, terwijl de groei van de contractlonen pas een aantal kwartalen later reageert.

Grafiek C

Correlatie van de loondrift en de contractlonen met de reële bbp-groei

(correlatiecoëfficiënt van de groei op jaarbasis)



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

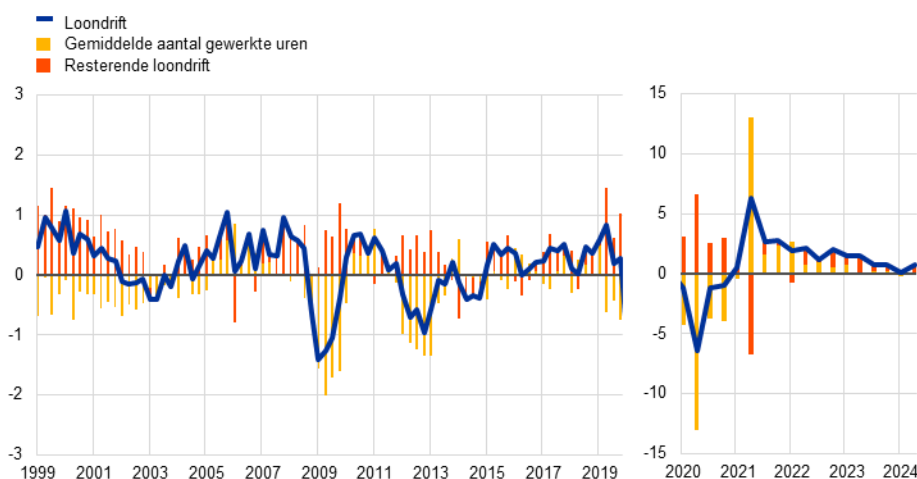
Toelichting: De x-as geeft het aantal kwartalen vertraging aan waarmee de loondrift en de groei van de contractlonen reageren op de bbp-groei. De berekeningen zijn gebaseerd op gegevens van 1999 tot het tweede kwartaal van 2024. De resultaten verschillen niet wezenlijk als enkel wordt gekeken naar de periode vóór de pandemie (van het eerste kwartaal van 1999 tot het vierde kwartaal van 2019).

Een van de kanalen waarlangs de conjunctuurcyclus de loondrift beïnvloedt, is het gemiddelde aantal gewerkte uren. Wanneer bedrijven geconfronteerd worden met een toenemende vraag, is hun eerste reactie normaliter om de werknemers te vragen meer uren te werken. De overuren die zij betalen, worden dan weerspiegeld in de loondrift. De sterke bijdrage van het gemiddelde aantal gewerkte uren aan de loondrift die onmiddellijk na de pandemie werd waargenomen, is echter niet toe te schrijven aan dit cyclische effect, maar aan het herstel van het gemiddelde aantal gewerkte uren toen de deelname aan overheidsregelingen voor het behoud van arbeidsplaatsen afnam (Grafiek D). De impact hiervan is recentelijk gedaald, wat bijdroeg aan de afname van de loondrift. Het verschil tussen de loondrift en de groei van het gemiddelde aantal gewerkte uren was de laatste tijd echter ook iets groter, wat wijst op de rol van inflatiecompensatie.

Grafiek D

Uitsplitsing van loondrift in groei van het gemiddelde aantal gewerkte uren en andere factoren

(jaar-op-jaar procentuele groei en bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat, ECB en berekeningen van medewerkers van de ECB.
Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen het tweede kwartaal van 2024.

Bij de interpretatie van de ontwikkelingen in de loondrift moet ook rekening worden gehouden met een aantal technische factoren. De gemiddelde lonen en salarissen - en dus de loondrift - kunnen veranderen wanneer verschillende loontarieven worden toegepast naargelang van de sector of het vaardigheidsniveau en wanneer er zich ontwikkelingen voordoen in de samenstelling van de werkgelegenheid in deze categorieën. Zo werd de werkgelegenheid in de toeristische sectoren, waar de lonen doorgaans relatief laag zijn, negatief beïnvloed door de pandemie. Dit heeft wellicht een opwaarts effect gehad op de groei van de loonsom per werknemer, die vervolgens wordt weerspiegeld in de loondrift, waardoor deze enigszins anticyclisch is en andere procyclische factoren gedeeltelijk worden gecompenseerd. Bovendien is de berekening van de loondrift gebaseerd op het verschil tussen twee indicatoren met een verschillende landendekking: de reeks contractlonen is geaggregeerd uit niet-geharmoniseerde nationale gegevens en dekt niet alle landen van het eurogebied, terwijl de beloning per werknemer ontleend is aan het Europees Systeem van Rekeningen, dat alle landen op een geharmoniseerde manier dekt.² Door dit verschil in dekking is er een zekere vertekening aanwezig in de aggregatie van de loondrift, wat bijvoorbeeld het feit weerspiegelt dat de Baltische staten geen gegevens hebben over collectief overeengekomen lonen, maar dat wel een zeer krachtige groei van de loonsom per werknemer hebben doorgemaakt.³ Deze vertekening is doorgaans erg klein, maar was de laatste kwartalen iets groter (gemiddeld 0,2 procentpunt tussen het eerste kwartaal van 2022 en het tweede kwartaal van 2024) dan vóór de pandemie

² De reeks contractlonen voor het eurogebied wordt samengesteld door de ECB op basis van gegevens van negen landen (Oostenrijk, België, Duitsland, Spanje, Finland, Frankrijk, Italië, Nederland en Portugal) en omvat ongeveer 94% van de totale loonsom van werknemers in het eurogebied.

³ Hoewel in de meeste landen van het eurogebied de meerderheid van de werknemers onder sectorale collectieve loonovereenkomsten valt, zijn er ook enkele landen waar de meeste werknemers onder onderhandelingen op bedrijfsniveau vallen. Zie ook Górnicka en Koester (red.), "A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area", *Occasional Paper Series*, No 338, ECB, februari 2024.

(0,1 procentpunt tussen 1999 en 2019). Tot slot, zoals hierboven al is besproken, kwam het effect van de overheidsregelingen voor het behoud van arbeidsplaatsen tijdens de pandemie op de loonsom per werknemer vooral tot uiting in de loondrift, en werden de contractlonen niet beïnvloed door deze verstoringen.⁴

Samenvattend kan de groei van de loonsom per werknemer grofweg worden onderverdeeld in groei van de contractlonen en loondrift, waarbij de loondrift sneller reageert op de economische cyclus dan de groei van de contractlonen.

Hoewel het eurogebied nog steeds een historisch sterke groei van de loonsom per werknemer kent, zijn we nu op een punt in het desinflatieproces aanbeland waar de opwaartse druk van de loondrift afneemt. In plaats daarvan, nu de inflatiecompensatie steeds meer is ingebed in de collectieve loononderhandelingen, ondersteunt de hoge groei van de contractlonen de huidige groei van de loonsom per werknemer. Nu de inflatiegolf achter de rug is, kunnen de reële lonen nog hun laatste achterstand inhalen, maar de opwaartse druk op de groei van de contractlonen zal vermoedelijk afnemen.

⁴ Ook de bijstellingen voor de groei van de loonsom per werknemer worden voornamelijk weerspiegeld in de loondrift, omdat de gegevens over de groei van de contractlonen in mindere mate worden bijgesteld.

6 Liquiditeitsverhoudingen en monetairbeleidstransacties van 17 april tot en met 23 juli 2024

Door Samuel Bieber en Christian Lizarazo

Dit Kader geeft een overzicht van de liquiditeitsontwikkelingen en van de monetairbeleidstransacties van het Eurosysteem in de derde en vierde reserveaanhoudingsperiode van 2024. Deze twee aanhoudingsperiodes liepen samen van 17 april tot en met 23 juli 2024 (de “verslagperiode”).

De gemiddelde overliquiditeit in het bankwezen in het eurogebied is gedurende de verslagperiode verder afgenomen, tot € 3.176,5 miljard. Dit was het gevolg van het vervallen van de achtste transactie in de derde reeks van gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO III.8) en de vervroegde aflossingen door banken van uitstaande bedragen in het kader van TLTRO III-transacties op 26 juni 2024. De liquiditeitsverschaffing nam ook af als gevolg van de vermindering van de omvang van de portefeuille van de programma's voor de aankoop van activa (asset purchase programmes, APP's), doordat de herinvesteringen in het kader van het APP vanaf begin juli 2023 werden stopgezet. Vanaf begin juli begon ook de PEPP-portefeuille (pandemie-noodaankoopprogramma) te dalen, nu de aflossingen op effecten die de vervaldatum hebben bereikt slechts gedeeltelijk worden geherinvesteerd. De lagere liquiditeitsverschaffing werd deels gecompenseerd door de aanhoudende daling van de netto autonome factoren.

Liquiditeitsbehoefte

Gedurende de verslagperiode daalde de gemiddelde dagelijkse liquiditeitsbehoefte van het bankwezen (gedefinieerd als de som van de netto autonome factoren en de reserveverplichtingen) met € 47,1 miljard naar € 1.484,0 miljard. Dit was vrijwel geheel toe te schrijven aan een afname met € 47,2 miljard van de netto autonome factoren tot € 1.322,5 miljard (zie het onderdeel “Overige liquiditeitsgegevens” van Tabel A), veroorzaakt door een toename van de liquiditeitsverruimende autonome factoren die niet volledig werd gecompenseerd door een toename van de liquiditeitsverkrappende autonome factoren. De minimumreserveverplichtingen namen slechts marginaal toe, met € 0,1 miljard tot € 161,6 miljard.

De liquiditeitsverkrappende autonome factoren stegen gedurende de verslagperiode met € 20,8 miljard tot € 2.640,6 miljard, voornamelijk als gevolg van een stijging van de andere autonome factoren. Gemiddeld namen de netto overige autonome factoren per saldo met € 47,5 miljard toe. Dit was voornamelijk het gevolg van een stijging van de herwaarderingsrekeningen met € 66,4 miljard in verband met stijgende goudprijzen, waarvan het liquiditeitseffect grotendeels werd gecompenseerd door hogere netto externe activa. De overheidsdeposito's, die tijdens de verslagperiode met gemiddeld € 36,9 miljard daalden tot € 117,7 miljard,

waren dan ook de voornaamste drijvende kracht achter de afname van de netto autonome factoren (zie het onderdeel “Overige liquiditeitsgegevens” van Tabel A). Dit weerspiegelt de aanhoudende normalisering van het totale volume van liquide middelen die door nationale ministeries van financiën bij het Eurosysteem worden aangehouden, wat ook werd gestimuleerd door de wijzigingen die op 1 mei 2023 van kracht werden met betrekking tot de vergoedingen die op 1 mei 2023 van kracht werden en die vervolgens op 16 april 2024 werden bevestigd door de Raad van Bestuur (zie Economisch Bulletin, Nummer 4, 2024). De gemiddelde waarde van de bankbiljetten in omloop steeg tijdens de verslagperiode met € 10,3 miljard tot € 1.554,9 miljard. De vraag naar bankbiljetten heeft zich na een piek van iets meer dan € 1.600 miljard in juli 2022 op een lager niveau gestabiliseerd.

De liquiditeitsverruimende autonome factoren namen met € 68,3 miljard toe tot € 1.318,6 miljard, voornamelijk door een stijging van de netto externe activa met € 65,8 miljard. Die stijging was te danken aan een gemiddelde stijging van de waarde van de goudreserves met € 61,4 miljard als gevolg van hogere goudprijzen. De in euro luidende netto activa namen gedurende de verslagperiode licht toe, met € 2,5 miljard.

Tabel A
Liquiditeitsverhoudingen Eurosysteem

Passiva

(gemiddelden; EUR miljard)

	Huidige verslagperiode: 17 april t/m 23 juli 2024						Vorige verslagperiode: 31 januari t/m 16 april 2024	
	Derde en vierde aanhoudingsperiode		Derde aanhoudingsperiode: 17 april t/m 11 juni 2024		Vierde aanhoudingsperiode: 12 juni t/m 23 juli 2024		Eerste en tweede aanhoudingsperiode	
Liquiditeitsverkrappende autonome factoren	2.640,6	(+20,8)	2.632,4	(+14,1)	2.651,5	(+19,1)	2.619,7	(-33,7)
Bankbiljetten in omloop	1.554,9	(+10,3)	1.551,5	(+5,2)	1.559,5	(+8,0)	1.544,6	(-9,1)
Overheidsdeposito's	117,7	(-36,9)	119,5	(-18,3)	115,2	(-4,3)	154,6	(-27,7)
Overige autonome factoren (netto) ¹⁾	968,0	(+47,5)	961,4	(+27,2)	976,8	(+15,4)	920,6	(+3,1)
Rekeningen-courant boven minimumreserveverplichtingen	5,7	(-1,3)	5,4	(-1,4)	6,2	(+0,8)	7,0	(-1,1)
Minimumreserveverplichtingen²⁾	161,6	(+0,1)	161,3	(-0,3)	161,9	(+0,7)	161,5	(-1,7)
Depositofaciliteit	3.170,8	(-250,6)	3.214,0	(-124,0)	3.113,2	(-100,7)	3.421,3	(-99,1)
Liquiditeitsverkrappende 'fine-tuning'-transacties	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Bron: ECB.

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

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

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

Activa

(gemiddelden; EUR miljard)

	Huidige verslagperiode: 17 april t/m 23 juli 2024						Vorige verslagperiode: 31 januari t/m 16 april 2024	
	Derde en vierde aanhoudingsperiode		Derde aanhoudingsperiode: 17 april t/m 11 juni 2024		Vierde aanhoudingsperiode: 12 juni t/m 23 juli 2024		Eerste en tweede aanhoudingsperiode	
Liquiditeitsverruimende autonome factoren	1.318,6	(+68,3)	1.311,3	(+39,1)	1.328,3	(+17,1)	1.250,3	(+64,1)
Netto buitenlandse activa	1.045,4	(+65,8)	1.031,7	(+36,2)	1.063,7	(+32,1)	979,6	(+34,8)
In euro luidende nettoactiva	273,2	(+2,5)	279,6	(+2,9)	264,6	(-15,0)	270,7	(+29,3)
Monetairbeleidsinstrumenten	4.660,5	(-299,0)	4.702,3	(-150,3)	4.604,9	(-97,4)	4.959,5	(-199,9)
Openmarkttransacties	4.660,5	(-299,0)	4.702,3	(-150,3)	4.604,9	(-97,4)	4.959,5	(-199,9)
Krediettransacties	134,0	(-199,9)	151,6	(-100,6)	110,6	(-40,9)	334,0	(-123,5)
MRO's	3,9	(-0,0)	2,5	(-0,3)	5,7	(+3,2)	3,9	(-3,7)
Driemaands LTRO's	7,7	(+1,3)	8,1	(+0,2)	7,0	(-1,2)	6,4	(+2,0)
TLTRO III	122,5	(-201,2)	140,9	(-100,5)	97,9	(-43,0)	323,7	(-121,8)
Rechtstreeks effectenverkeer ¹⁾	4.526,5	(-99,0)	4.550,7	(-49,7)	4.494,3	(-56,5)	4.625,5	(-76,5)
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. "MRO's" staat voor basisherfinancieringstransacties, "LTRO's" voor langerlopende herfinancieringstransacties en "TLTRO III" voor de derde reeks gerichte langerlopende herfinancieringstransacties. 1) Nu de aankoop van nettoactiva is beëindigd, wordt de individuele uitsplitsing van het rechtstreekse effectenverkeer niet langer weergegeven.

Overige liquiditeitsgegevens

(gemiddelden; EUR miljard)

	Huidige verslagperiode: 17 april t/m 23 juli 2024						Vorige verslagperiode: 31 januari t/m 16 april 2024	
	Derde en vierde aanhoudingsperiode		Derde aanhoudingsperiode: 17 april t/m 11 juni 2024		Vierde aanhoudingsperiode: 12 juni t/m 23 juli 2024		Eerste en tweede aanhoudingsperiode	
Totale liquiditeitsbehoefte ¹⁾	1.484,0	(-47,1)	1.482,9	(-25,1)	1.485,5	(+2,6)	1.531,2	(-99,7)
Netto autonome factoren ²⁾	1.322,5	(-47,2)	1.321,6	(-24,8)	1.323,6	(+1,9)	1.369,7	(-98,0)
Overliquiditeit ³⁾	3.176,5	(-251,8)	3.219,3	(-125,3)	3.119,4	(-100,0)	3.428,3	(-100,2)

Bron: ECB.

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

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

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

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

Renteontwikkelingen

(gemiddelden; percentages en procentpunten)

	Huidige verslagperiode: 17 april t/m 23 juli 2024				Vorige verslagperiode: 31 januari 2024 t/m 16 april 2024			
	Derde aanhoudings- periode: 17 april t/m 11 juni 2024		Vierde aanhoudings- periode: 12 juni t/m 23 juli 2024		Eerste aanhoudings- periode: 31 januari t/m 12 maart 2024		Tweede aanhoudings- periode: 13 maart t/m 16 april 2024	
MRO's	4,50	(+0,00)	4,25	(-0,25)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)
Marginale beleningsfaciliteit	4,75	(+0,00)	4,50	(-0,25)	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)
Depositofaciliteit	4,00	(+0,00)	3,75	(-0,25)	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)
€STR	3,907	(-0,000)	3,663	(-0,244)	3,907	(+0,01)	3,907	(+0,000)
RepoFunds Rate Euro	3,953	(+0,007)	3,714	(-0,239)	3,955	(+0,049)	3,947	(-0,008)

Bronnen: ECB, CME Group en Bloomberg.

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

Liquiditeitsverschaffing door monetairbeleidsinstrumenten

Het gemiddelde bedrag van de liquiditeit die werd verschaft via monetairbeleidsinstrumenten daalde gedurende de verslagperiode met € 299,0 miljard naar € 4.660,5 miljard (Grafiek A). De afname van de liquiditeitsverschaffing werd voornamelijk veroorzaakt door een daling van de krediettransacties en, in mindere mate, door een afname van het rechtstreeks effectenverkeer.

Het gemiddelde bedrag van de liquiditeit die werd verschaft door krediettransacties daalde gedurende de verslagperiode met € 199,9 miljard naar € 134,0 miljard. Deze daling weerspiegelt grotendeels de afname van de uitstaande TLTRO III-bedragen als gevolg van het vervallen van TLTRO III.8 (€ 47,4 miljard), in combinatie met vervroegde TLTRO III-aflossingen ten bedrage van € 17,1 miljard op 26 juni 2024. Er was sprake van een marginale daling van het gemiddeld uitstaande bedrag in het kader van de driemaands langerlopende herfinancieringstransacties (LTRO's) van het Eurosysteem, met € 1,3 miljard, terwijl de basisherfinancieringstransacties (MRO's) in grote lijnen ongewijzigd bleven. De beperkte deelname van banken aan deze reguliere transacties en hun vermogen om aanzienlijke TLTRO-bedragen af te lossen zonder over te gaan op reguliere herfinancieringstransacties wijst op de ruime liquiditeitspositie en de beschikbaarheid van alternatieve financieringsbronnen tegen aantrekkelijke tarieven.

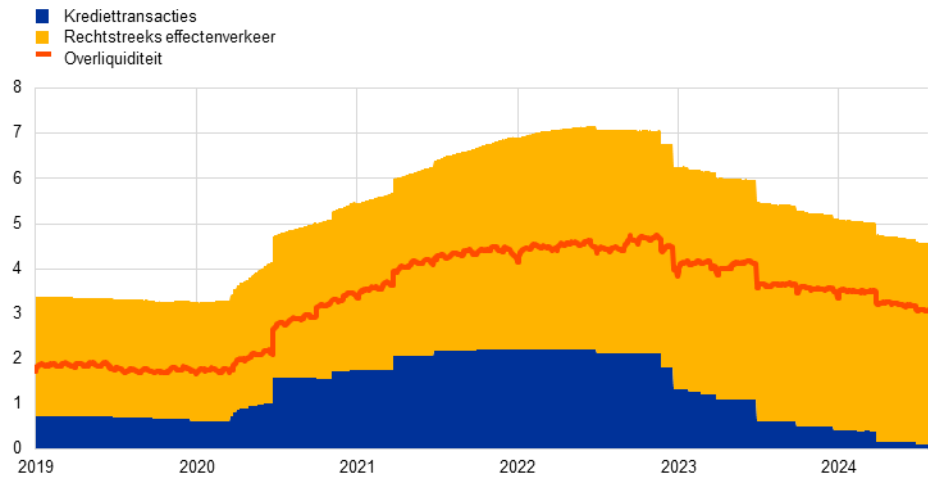
Het gemiddelde bedrag van de liquiditeit die werd verschaft middels effecten in de rechtstreekse portefeuilles daalde gedurende de verslagperiode met € 99,0 miljard tot € 4.526,5 miljard. Dit was het gevolg van het stopzetten van

herinvesteringen in het kader van het APP vanaf 1 juli 2023 en, in mindere mate, van gedeeltelijke herinvesteringen in het kader van het PEPP sinds 1 juli 2024.^{1,2}

Grafiek A

Mutaties in de liquiditeit die werd verschaft via openmarkttransacties en overliquiditeit

(EUR biljoen)



Bron: ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen 23 juli 2024.

Overliquiditeit

De gemiddelde overliquiditeit daalde tijdens de verslagperiode met € 251,8 miljard tot € 3.176,5 miljard (Grafiek A). Overliquiditeit wordt berekend als de som van de reserves van banken naast de minimumreserveverplichtingen en het beroep op de depositofaciliteit na aftrek van het beroep op de marginale beleningsfaciliteit. Het weerspiegelt het verschil tussen de totale aan het bankwezen verschafte liquiditeit en de liquiditeitsbehoefte van de banken om aan de minimumreserveverplichtingen te kunnen voldoen. Na een piek van € 4.748 miljard in november 2022 is de overliquiditeit gestaag afgenomen.

Renteontwikkelingen

De Raad van Bestuur heeft besloten de drie basisrentetarieven van de ECB met ingang van 12 juni 2024 met 25 basispunten te verlagen. De rentetarieven voor de depositofaciliteit, de basisherfinancieringstransacties en de marginale

- ¹ Effecten in de rechtstreekse portefeuilles worden opgenomen tegen geamortiseerde kostprijs en aan het einde van ieder kwartaal geherwaardeerd, hetgeen tevens invloed heeft op de totale gemiddelden en de mutaties in de rechtstreekse portefeuilles.
- ² In juni 2024 bevestigde de Raad van Bestuur dat de ECB de effecten die de vervaldatum hebben bereikt in het kader van het PEPP in de tweede helft van 2024 slechts gedeeltelijk zal herinvesteren en eind 2024 de herinvesteringen geheel beëindigt.

beleningsfaciliteit bedroegen aan het einde van de verslagperiode respectievelijk 3,75%, 4,25% en 4,50%.

De gemiddelde kortetermijnrente voor de euro (€STR) weerspiegelde de verlagingen van de beleidsrente, terwijl de spread ten opzichte van de rente op de depositofaciliteit van de ECB stabiel bleef. De €STR handelde gedurende de verslagperiode gemiddeld op 9,0 basispunten onder de rente op de depositofaciliteit, tegen gemiddeld 9,3 basispunten voor de eerste twee aanhoudingsperioden van 2024.

De gemiddelde reporente in het eurogebied, afgemeten aan de RepoFunds Rate Euro-index, lag opnieuw dicht bij de rente op de depositofaciliteit. De reporente lag tijdens de verslagperiode gemiddeld 4,2 basispunten onder de rente op de depositofaciliteit, tegen gemiddeld 4,9 basispunten voor de eerste twee aanhoudingsperioden van 2024. Dit weerspiegelt de voortgaande omslag van factoren die een neerwaartse druk uitoefenen op de reporente, zoals de hogere netto-uitgifte sinds het begin van het jaar, de vrijgave van gemobiliseerd onderpand dat is verpand tegen vervallende/afgeloste TLTRO's en de grotere beschikbaarheid van overheidspapier als gevolg van de daling van het aantal uitstaande APP- en PEPP-effecten.

Geld- en kredietontwikkelingen in het eurogebied en een vergelijking met de Verenigde Staten

Door Ramón Adalid, Lucía Kazarian, Davide Malacrino en Silvia Scopel

In dit Kader wordt de doorwerking van het monetair beleid naar de geld- en kredietvolumes en de rentetarieven in het eurogebied onderzocht en vergeleken met die in de Verenigde Staten, waarbij de belangrijkste verschillen en overeenkomsten tijdens de pandemie worden belicht. Ten eerste hebben de

depositorentes in het eurogebied een hoger niveau bereikt dan die in de Verenigde Staten (de VS), ondanks een geringere stijging van de beleidsrente en een lager uitgangspunt. Ten tweede is de kredietgroei in het eurogebied sinds het begin van de verkrapping van het monetaire beleid sterker afgenomen, mogelijk als gevolg van een hogere vraag en ruimere beschikbaarheid van deposito's in de VS. Ten derde lijkt de matiging van de groei van het ruim monetaire aggregaat in de VS ten opzichte van de piek in de pandemie veel groter, aangezien de aankopen van activa door het Amerikaanse Federal Reserve System (de Fed) tijdens de pandemie bijna het dubbele bedroegen van die door het Eurosysteem, uitgedrukt in verhouding tot het bbp.

Ondanks een kleinere stijging van de beleidsrente en een lager uitgangspunt heeft de rente op klantendeposito's in het eurogebied een hoger peil bereikt.

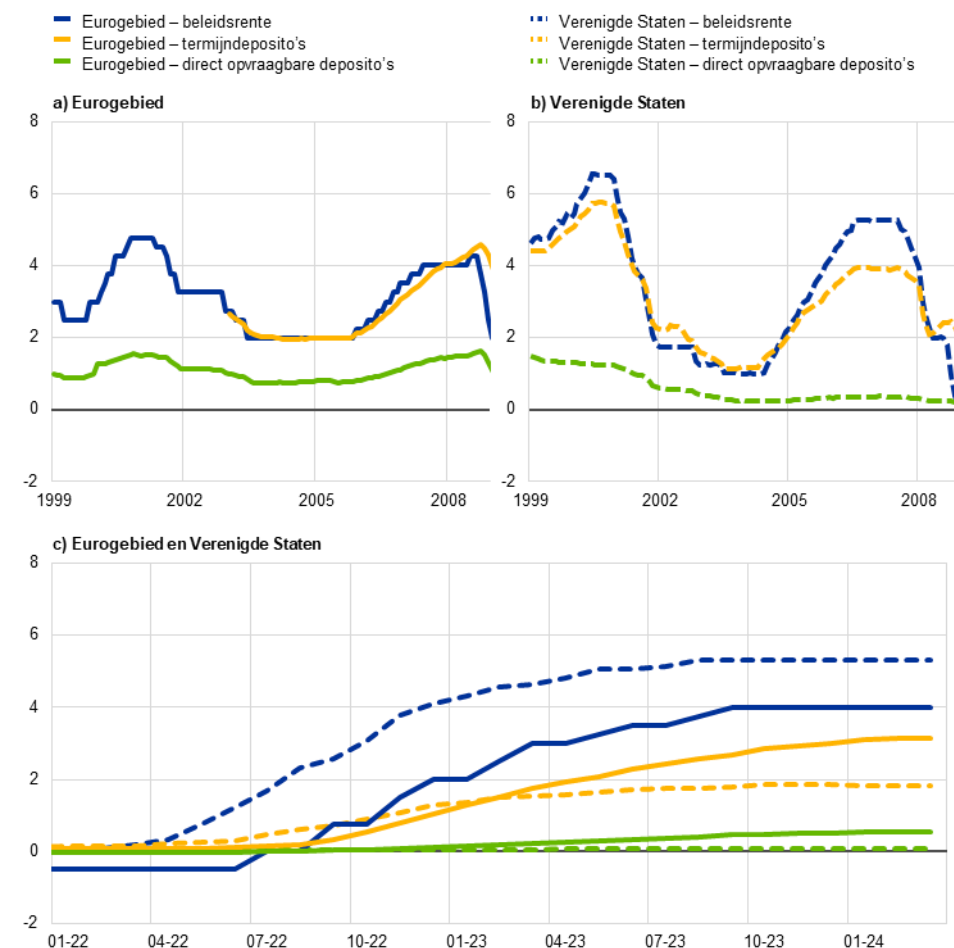
Door de verkrapping van het monetaire beleid stegen de depositorentes zowel in het eurogebied als in de VS.¹ In beide economieën reageerden de termijndeposito's sneller en sterker dan girale deposito's, vergelijkbaar met de situatie in de jaren 2000 toen de beleidsrente duidelijk positief was (Grafiek A, paneel a en b). De doorwerking was echter aanzienlijk sterker in het eurogebied dan in de Verenigde Staten. Ondanks een lagere beleidsrente (4% in het eurogebied tegenover 5,25% tot 5,50% in de VS), lag de gewogen gemiddelde rente op kortlopende termijndeposito's in het eurogebied in maart 2024 boven de 3%, terwijl deze in de VS onder de 2% bleef. Girale deposito's laten een vergelijkbaar beeld zien, met iets meer dan 0,5% in het eurogebied, terwijl ze in de VS onder de 0,1% bleven (Grafiek A, paneel c).

¹ Vanwege de beschikbaarheid van vergelijkbare gegevens is de analyse gebaseerd op de rentetarieven op uitstaande bedragen. In ieder geval voor het eurogebied zijn de rentebewegingen op uitstaande deposito's grotendeels vergelijkbaar met die op nieuwe deposito's.

Grafiek A

Rente op uitstaande klantendeposito's

(procenten per jaar)



Bronnen: ECB (MFI-rentestatistieken, gegevens over de financiële markten), RateWatch, Federal Deposit Insurance Corporation en berekeningen van de ECB.

Opmerkingen: 'Direct opvraagbare deposito's' verwijst naar girale deposito's voor het eurogebied en zogenoemde 'checkable deposits' voor de VS. 'Termijndeposito's' betreft deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar in het eurogebied en twaalfmaands depositocertificaten in de VS. De meest recente waarnemingen betreffen maart 2024.

Tijdens de pandemie bouwden Amerikaanse banken meer deposito's op. In de verkrappingscyclus zagen ze echter grotere verschuivingen weg van deze deposito's, deels door hogere rendementen op obligaties en concurrentie van geldmarktfondsen, die in de VS traditioneel een groter deel van de portefeuilles uitmaken dan in het eurogebied. Girale deposito's stegen sterk in beide economieën tijdens de pandemie, tegen de achtergrond van lage rentetarieven, monetaire groei en gedwongen besparingen. Naarmate het monetaire beleid werd aangescherpt, stegen de rendementen op andere spaarsystemen en begonnen gelden weg te vloeien van de meest liquide deposito's. Tijdens de verkrappingscyclus zagen de Verenigde Staten een uitstroom van 11% van het bbp aan liquide deposito's, vergeleken met minder dan 8% in het eurogebied, wat leidde tot een sterke negatieve M1-groei in beide economieën. De omvang van de opgebouwde deposito's vóór de verkrappingscyclus, die in de VS opmerkelijker was dan in het eurogebied, kan ervoor hebben gezorgd dat banken in eerste instantie minder geneigd waren om de rente op deposito's te verhogen. Dit heeft er

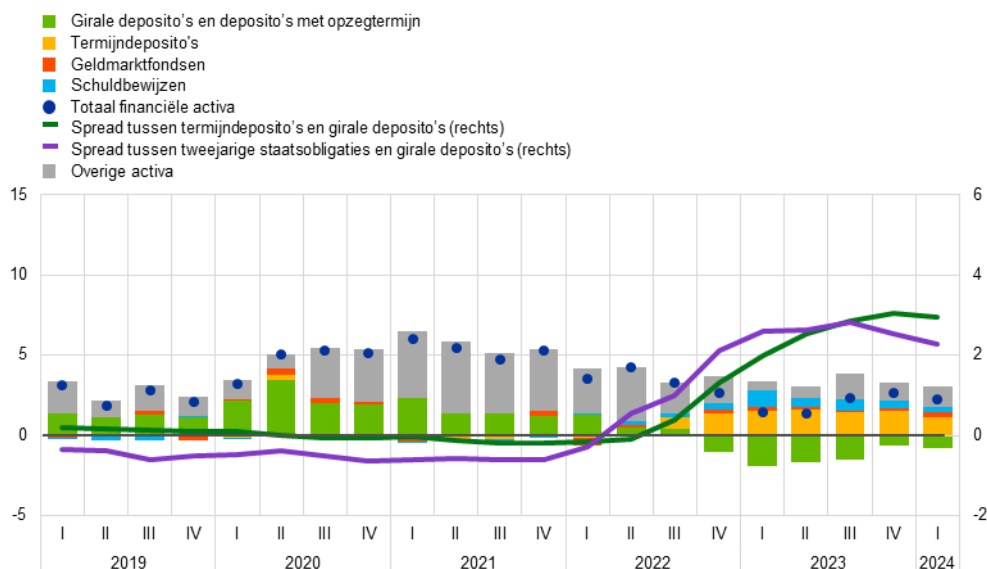
waarschijnlijk toe bijgedragen dat het verschil tussen de rendementen op staatsobligaties en de depositorentes sinds het tweede kwartaal van 2022 in de VS steeds groter is gebleven dan in het eurogebied, wat ook de grotere uitstroom uit deposito's in de VS verklaart (Grafiek B). Amerikaanse beleggers verplaatsten meer middelen naar obligaties (ongeveer 10% van het bbp) dan naar termijndeposito's (ongeveer 8%), terwijl in het eurogebied termijndeposito's het grootste deel van de geldinstroom ontvingen (bijna 9% van het bbp tegenover iets meer dan 3% dat naar obligaties ging). In de VS vloeide aanzienlijk meer geld naar geldmarktfondsen (5% van het bbp) dan in het eurogebied (1%), hoewel dit deels te wijten is aan de periode van onrust rond het faillissement van Silicon Valley Bank als gevolg van de zorgen over de solvabiliteit van Amerikaanse regionale banken. Rond die periode werd ongeveer de helft van de Amerikaanse instroom in geldmarktfondsen genoteerd. Recentelijk, nu de verkrappingscyclus verder is gevorderd, zijn de instromen in termijndeposito's, obligaties en geldmarktfondsen in beide economieën afgenomen.

Grafiek B

Portefeuilleherschikking

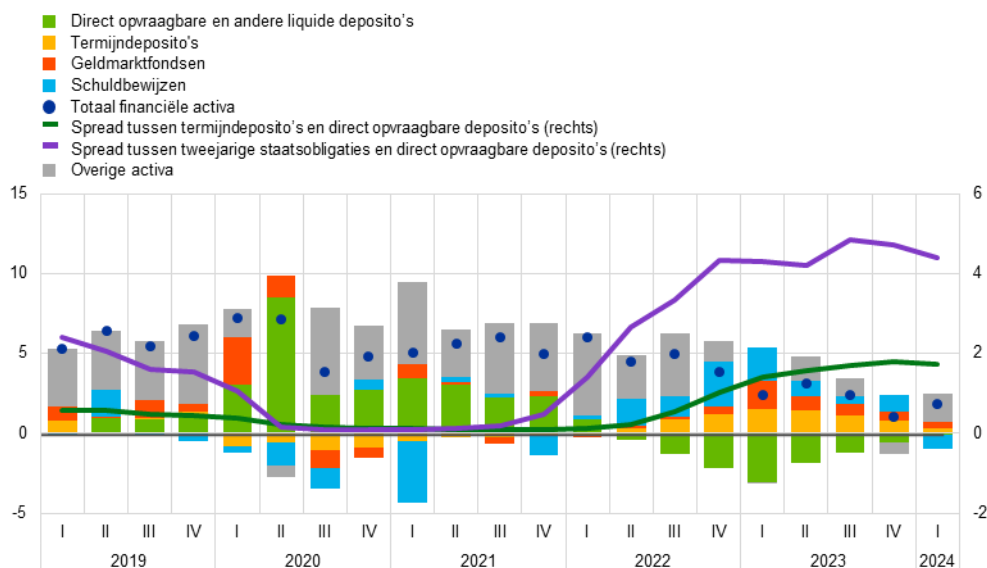
a) Eurogebied

(links: procenten van het jaarlijkse bbp; rechts: procentpunten)



b) Verenigde Staten

(links: procenten van het jaarlijkse bbp; rechts: procentpunten)



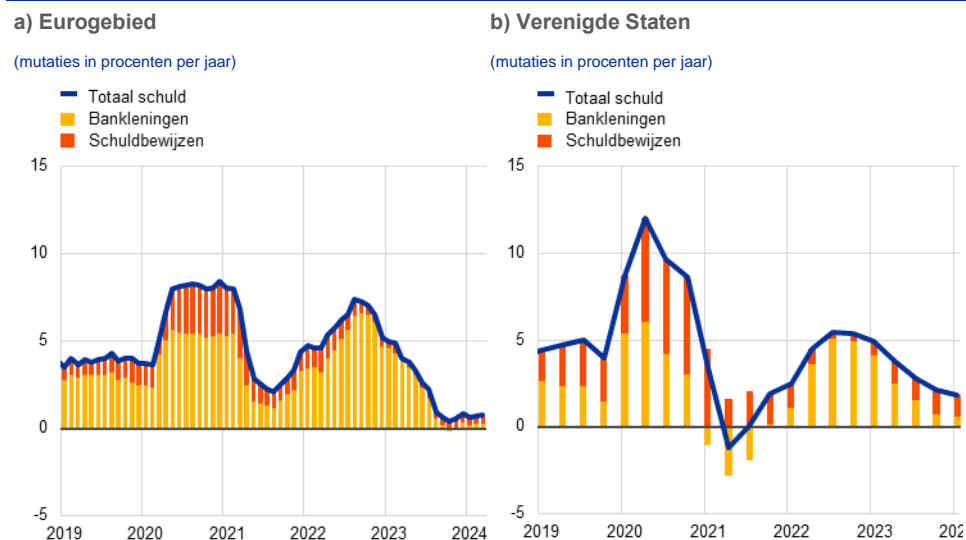
Bronnen: Voor paneel a), ECB (MFI-balansposten, kwartaalrekeningen per sector, MFI-rentestatistieken, gegevens over de financiële markten), Eurostat en berekeningen van de ECB; voor paneel b), geldstroomgegevens voor de VS, Federal Reserve Board/Haver Analytics, RateWatch, Federal Deposit Insurance Corporation, IDCM-dataset, Bloomberg en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen het eerste kwartaal van 2024.

Naarmate de beleidsrentes stegen, daalde de kredietverlening aan bedrijven in het eurogebied sterker dan in de Verenigde Staten, terwijl de doorwerking in de krediettarieven vergelijkbaar was. Na de sterke schommelingen in de kredietgroei tussen 2020 en 2021 zette de krimp van de externe schuldfinanciering van bedrijven snel in nadat de ECB en de Fed hun cycli van renteverhogingen hadden opgestart. De groei van de bedrijfskredieten (bankleningen en

bedrijfsobligaties) daalde in het eurogebied op jaarbasis sterker, van een piek van 7,4% in augustus 2022 tot 0,7% 12 maanden later. Bij Amerikaanse bedrijven was de daling minder fors. Het groeicijfer daalde hier van de piek van 5,4% in het derde kwartaal van 2022 tot 2,2% in het vierde kwartaal van 2023 (grafiek C). De verschillen blijven bestaan als ook niet-bancaire leningen worden meegenomen, maar worden wel iets kleiner. De geringere groeidaling van de kredietverlening aan bedrijven in de VS is mogelijk het gevolg van de sterkere kredietvraag in de veerkrachtigere economie en de nog steeds grotere overvloed aan deposito's in de VS door de sterkere kwantitatieve verruiming als reactie op de pandemie. Bovendien wijst dit waarschijnlijk op een iets zwakkere doorwerking van het monetaire beleid in de krediettarieven voor bedrijven. Hoewel de Fed tussen februari 2022 en augustus 2023 haar belangrijkste beleidsrente met 525 basispunten verhoogde – 75 basispunten meer dan de ECB tijdens haar verkrappingscyclus – stegen de tarieven voor nieuwe bedrijfskredieten met ongeveer 3,8 procentpunt, slechts 20 basispunten meer dan in het eurogebied (grafiek D). De verhouding tussen de verandering in de krediettarieven en de wijziging van de beleidsrente bedroeg in de VS 72%, iets minder dan de 79% voor het eurogebied. Toch lag de verandering in de gemiddelde tarieven op uitstaande bedragen in beide economieën op bijna 50% van de beleidsrente. Gezien de hogere aanvangsniveaus zijn de krediettarieven in de VS echter alsnog aanzienlijk hoger dan in het eurogebied.

Grafiek C

Totale kredietverlening aan bedrijven exclusief niet-bancaire leningen

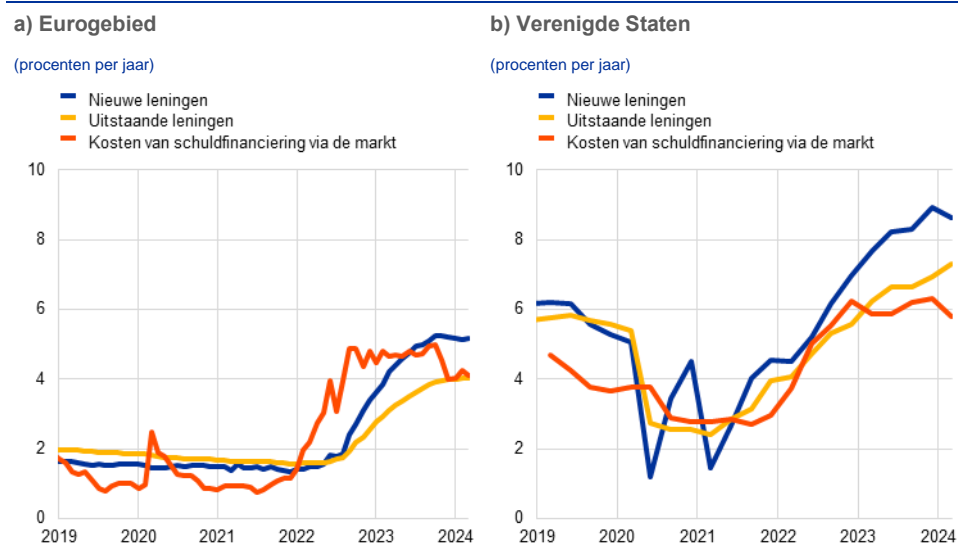


Bronnen: Geldstroomgegevens van de ECB en voor de VS.

Toelichting: In het eurogebied zijn de bankleningen gecorrigeerd voor verkopen, securitisaties en saldocompensatie. De gegevens voor het eurogebied zijn op maandbasis en die voor de Verenigde Staten op kwartaalbasis, wat komt doordat de bronnen verschillende frequenties hanteren. De meest recente waarnemingen betreffen maart 2024 voor het eurogebied en het eerste kwartaal van 2024 voor de VS.

Grafiek D

Kosten van schuldfinanciering voor bedrijven



Bronnen: ECB (MFI-rentestatistieken), Federal Reserve Economic Data, Merrill Lynch, Small Business Lending Survey van de Federal Reserve Bank of Kansas City en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen maart 2024 voor het eurogebied en het eerste kwartaal van 2024 voor de VS.

Het verloop van de kredietverlening aan huishoudens was zwakker in het eurogebied, met een afnemende hypotheekgroei en snellere transmissie naar de rente op bestaande hypotheekleningen, ondanks de lagere rente op nieuwe leningen dan in de VS.

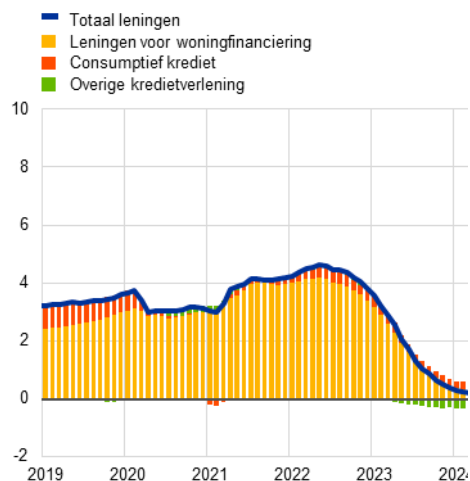
In het eurogebied daalde de groei van de leningen aan huishoudens op jaarbasis van het hoogtepunt van 4,6% in mei 2022 tot ongeveer 0,2% in de afgelopen maanden. In de VS was de daling met 5,5 procentpunt tussen het eerste kwartaal van 2022 en het vierde kwartaal van 2023 sterker, maar deze begon wel op een veel hoger niveau door het recordaantal afgesloten hypotheekleningen tijdens de pandemie. Zo kwam het groeicijfer in de VS eind 2023 nog steeds uit op 2,7%, met een bijdrage van woninghypotheekleningen dicht op het niveau van vóór de pandemie (grafiek E). De rente op nieuwe hypotheekleningen steeg sterker in de VS dan in het eurogebied. De Amerikaanse hypotheekrentes (zowel voor hypotheekleningen met vijfjaarlijkse herziening als met vaste rente) stegen met ongeveer 4 procentpunt, ongeveer 75% van de verhoging van de beleidsrente, tegen een stijging van de samengestelde financieringskosten in het eurogebied met 2,1 procentpunt, of ongeveer 47%. De transmissie naar de rente op uitstaande bedragen verliep in de VS echter aanzienlijk trager. Door het grotere aandeel hypotheekleningen met vaste rente in de VS steeg deze rente met slechts met 43 basispunten, tegen 74 basispunten in het eurogebied (Grafiek F).

Grafiek E

Leningen aan huishoudens

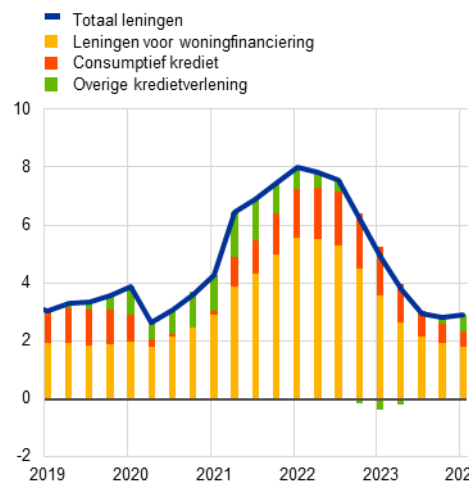
a) Eurogebied

(mutaties in procenten per jaar)



b) Verenigde Staten

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Geldstroomgegevens van de ECB en voor de VS.

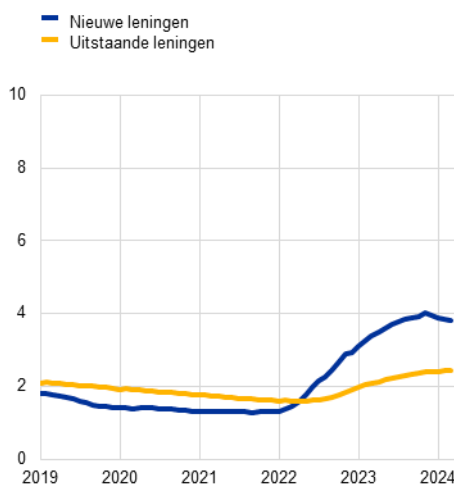
Toelichting: In het eurogebied omvatten leningen aan huishoudens alleen bankleningen; in de VS omvatten deze alle leningen. De meest recente waarnemingen betreffen maart 2024 voor het eurogebied en het eerste kwartaal van 2024 voor de VS.

Grafiek F

Hypotheekrente

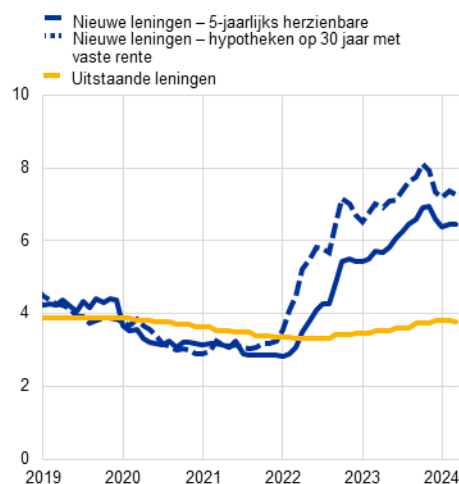
a) Eurogebied

(procenten per jaar)



b) Verenigde Staten

(procenten per jaar)



Bronnen: ECB en Wall Street Journal.

Toelichting: In de VS is een vijfjaarlijks herzienbare hypotheek een hypotheek met een rente die na vijf jaar opnieuw wordt vastgesteld. Een 30-jaars hypotheek met vaste rente is een hypotheek met een vaste rente gedurende de gehele looptijd van 30 jaar. De meest recente waarnemingen betreffen maart 2024.

Deze ontwikkelingen kwamen ook tot uiting in de groei van het ruime monetaire aggregaat, waarbij het hoge volume Amerikaanse deposito's de veel grotere aankopen van activa in verband met de pandemie door de Fed weerspiegelden. Vlak voor de uitbraak van de pandemie was het groeiverloop van het ruime monetaire aggregaat in beide economieën vergelijkbaar. M3 in het

eurogebied en M2 in de Verenigde Staten zijn de belangrijkste en meest vergelijkbare monetaire aggregaten. Hoewel er qua reikwijdte en definitie enkele verschillen bestaan, zijn deze niet van invloed op de belangrijkste onderhavige trends. De kwalitatieve beleidsreactie op de noodsituatie door de pandemie was aan beide zijden van de Atlantische Oceaan vergelijkbaar, met krachtige steun vanuit de centrale bank door de aankoop van activa, aangevuld met maatregelen ter versoepeling van het regelgevend en monetair beleid om de kredietstroom naar de reële economie te faciliteren. Dit stimuleerde de geldgroei. De omvang van deze aankopen (en van de verruiming van het begrotingsbeleid) was echter veel groter in de VS (een jaar na het uitbreken van de pandemie bedroeg deze ongeveer 15% van het bbp, tegen minder dan 9% in het eurogebied). Dit vertaalde zich in een veel hogere geldgroei in de VS, met een piek van 26,8% ten opzichte van 12,6% in het eurogebied.

Tijdens de cyclus van beleidsrenteverhogingen was de voornaamste bron van de verzwakking van de geldschepping in het eurogebied de kredietverlening door banken, terwijl in de VS andere bronnen de aanvankelijke aanjagers waren en de bancaire kredietverlening pas later ging bijdragen. In augustus 2022, vlak na de eerste verhoging van de beleidsrente, was de M3-groei in het eurogebied ongeveer 6%, waaraan bankleningen aan bedrijven en huishoudens meer dan 4,5 procentpunt bijdroegen (grafiek G). De aankopen van activa door het Eurosysteem droegen ruim 3 procentpunt bij, maar werden gecompenseerd door de externe gelduitstroom en de verkoop van overheidsobligaties door banken, beide onder invloed van de aankopen door het Eurosysteem. Tegen september 2023 was de bijdrage van de bancaire kredietverlening vrijwel nihil en was M3 op jaarbasis gedaald tot ongeveer -1%. Terwijl de groei van M2 in de Verenigde Staten eveneens negatief werd tijdens de cyclus van renteverhogingen, speelden tegenposten anders dan kredietverlening (namelijk effectenaankopen door banken, externe geldstromen, wholesalefinanciering door banken en kwantitatieve verkrapping) de overheersende rol. Pas vanaf maart 2023 begonnen bankleningen in de VS minder bij te dragen aan de groei van M2 op jaarbasis.

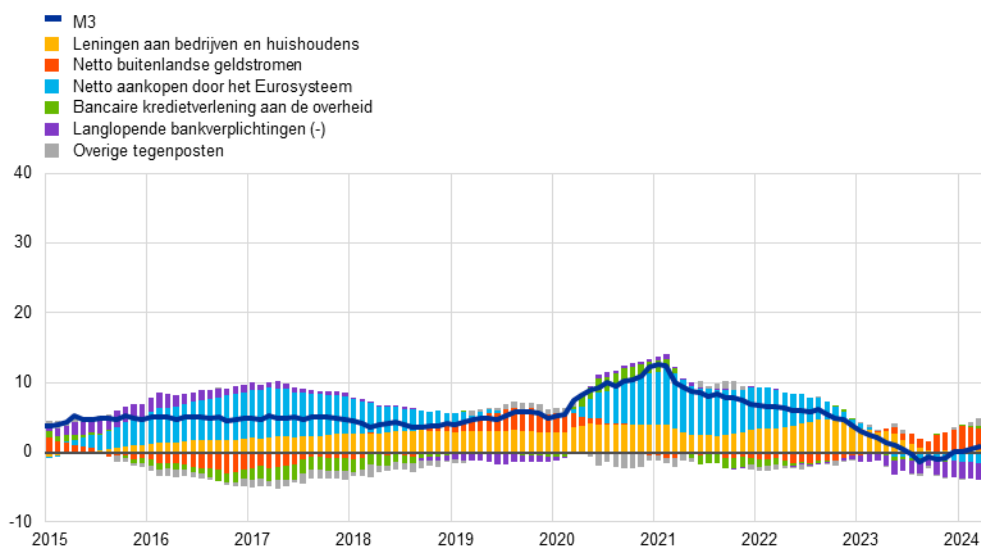
De gematigde omslag in de M2-groei in de VS is het gevolg van verminderde wholesalefinanciering door banken en, in mindere mate, de aankoop van obligaties door banken en buitenlandse stromen, terwijl de instroom uit het buitenland de belangrijkste oorzaak is van de omslag van de M3-groei in het eurogebied. De groei van M2 in de VS bereikte in april 2023 een dieptepunt van -4,5% als gevolg van de kwantitatieve verkrapping van de Fed en alle andere bronnen van geldschepping, met uitzondering van bankleningen. Sindsdien heeft de afbouw van de effectenportefeuille van de Fed het verkrappende effect van kwantitatieve verkrapping versterkt, maar andere tegenposten (behalve bankleningen) hebben de M2-groei weer richting nul getrokken. Terwijl de netto buitenlandse stromen in de Verenigde Staten net als in het eurogebied werden ondersteund door het effectenverkeer, drukt het aanhoudende tekort op de lopende rekening in de Verenigde Staten op de totale geldinstroom uit het buitenland.

Grafiek G

Bronnen van geldschepping

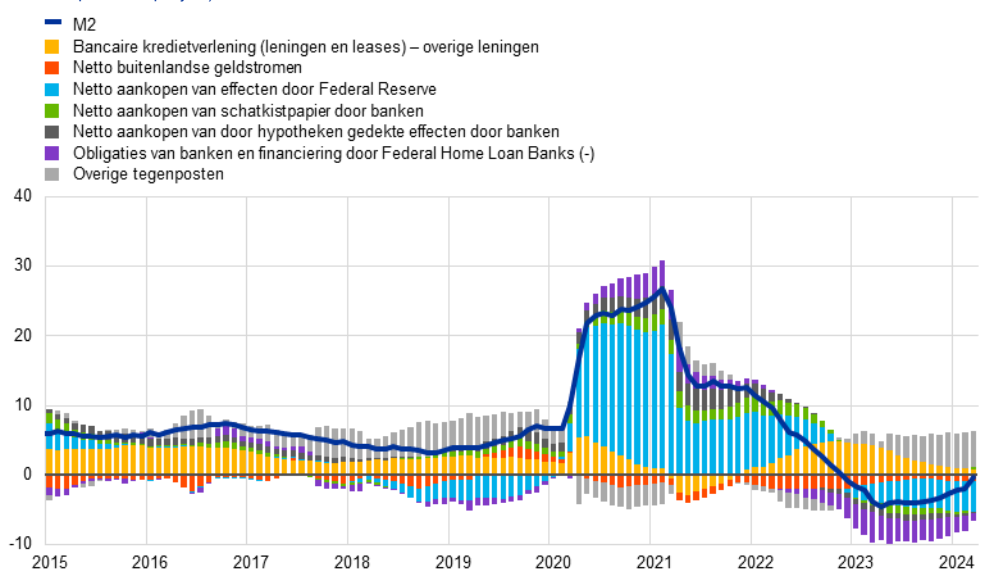
a) Eurogebied

(mutaties in procenten per jaar)



b) Verenigde Staten

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Voor paneel a), ECB (MFI-balansposten) en berekeningen van de ECB; voor paneel b), Federal Reserve Board/Haver Analytics, Bureau of Economic Analysis en berekeningen van de ECB.

Toelichting: In paneel b) zijn de "Netto buitenlandse geldstromen" (bestaande uit de uitwisselingen tussen de niet-MFI-sector en de rest van de wereld) verkregen door de bijdragen van instellingen die deposito's aannemen en de centrale bank (indien beschikbaar) in mindering te brengen op de Amerikaanse betalingsbalans. De meest recente waarnemingen betreffen maart 2024.

Artikelen

1 Past and future challenges for the external competitiveness of the euro area

Prepared by Michael Fidora and Vanessa Gunnella

1 Introduction

Euro area exporters have been going through a difficult period since the pandemic and have lost competitiveness in global trade. Over the past two decades, the euro area has experienced a gradual decline in its market share in global trade. This downward trend is not unique to the euro area: other advanced economies have also been losing market shares as emerging economies become more integrated in global trade. While decreasing market shares do not necessarily reflect a decrease in competitiveness, the decline in the euro area's role in trade has accelerated more sharply than in other regions since the pandemic, suggesting that the euro area is facing particular challenges to its external competitiveness.

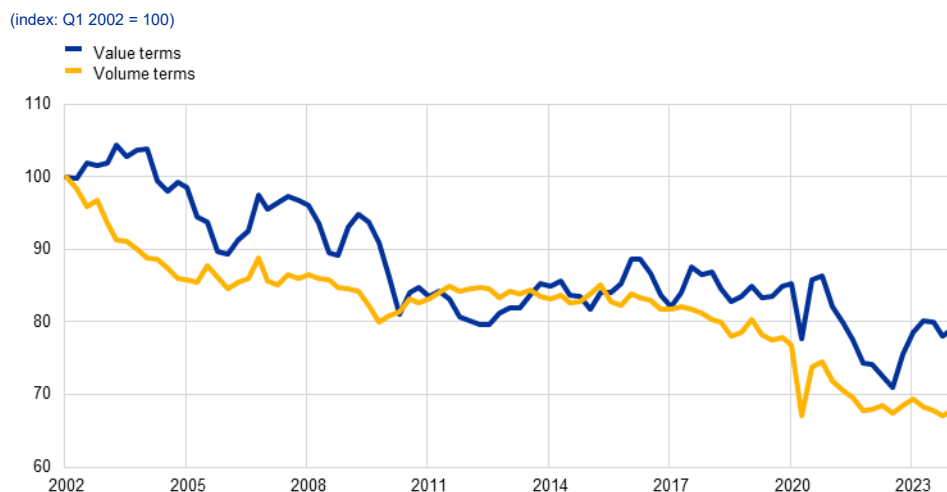
This article analyses the long-term trends contributing to the decline in the euro area's market share in the last two decades and relates more recent declines to a series of global shocks that had an asymmetric effect on the region, exposing important vulnerabilities in its external competitiveness. The article describes the longer-term trends in relative euro area export performance before discussing the drivers of the euro area's weak export performance since the pandemic. These drivers include the energy shock following Russia's invasion of Ukraine, supply disruptions, other factors affecting price and non-price competitiveness, and the role of trade in services since the pandemic. The article concludes by outlining some of the challenges that lie ahead, which relate to the persistence of the energy shock, risks associated with geo-economic fragmentation and the ongoing structural transformation of the European and global economies.

2 Longer-term trends in relative euro area export performance

Over the past two decades the euro area has gradually lost market share in global exports of manufacturing goods. The euro area's share in the volume of global goods exports, as well as that of other advanced economies, has followed a declining trend (Chart 1). This has largely been due to the growing integration of major emerging economies such as China in the global economy. Yet the decline in market share has been less pronounced in value terms, and market shares actually stabilised after 2012, reflecting higher export prices for euro area goods sold in

pricier market segments. However, the last four years have seen renewed falls in the market share of the euro area.¹

Chart 1
Euro area export market shares in goods



Sources: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, ECB, IMF World Economic Outlook and ECB staff calculations.
Notes: Export market shares are calculated in value and volume terms. Export market shares in value terms are calculated by dividing the value of extra-euro exports by the value of world imports excluding the euro area. Similarly, export market shares in volume terms are calculated by dividing the volume of extra-euro exports by the volume of world imports excluding the euro area.

The evolution of the market share of the euro area reflects the euro area’s positioning and specialisation in key markets in terms of geography, as well as other factors affecting its competitiveness. The global export market share of an economy typically increases if that economy has established strong links with fast-growing trading partners that are outperforming the global economy or if it has acquired market power in product segments for which global import demand is expanding faster than average global imports. In this respect, a shift-share analysis provides a framework for decomposing changes in total market share into changes owing to (i) the growth of destination countries (geographical effect), (ii) the growth of specific product markets (sectoral effect), and (iii) other factors capturing changes in exporters’ price and non-price competitiveness (performance effect).²

Before the pandemic, exporters in the euro area benefited from the growth of its key trading partners and product segments. In the two decades up to the pandemic, geographical and sectoral effects supported the euro area’s market share. In fact, had the geographical and sectoral composition of euro area exports

¹ Long-run trends in export market shares in volume terms should be interpreted with caution. Euro area export volumes and world import volumes are not fully consistent, as each statistical office employs specific methodologies for deflating and outlier cleaning. These methodologies may differ in terms of outlier detection and replacement and quality adjustment.

² See Cheptea, A., Fontagné, L., and Zignago, S., “European export performance”, *Review of World Economics*, Vol. 150, 2014, pp. 25-58. The geographical, sectoral, and performance effects are estimated using bilateral product-level non-energy goods export data from Trade Data Monitor:

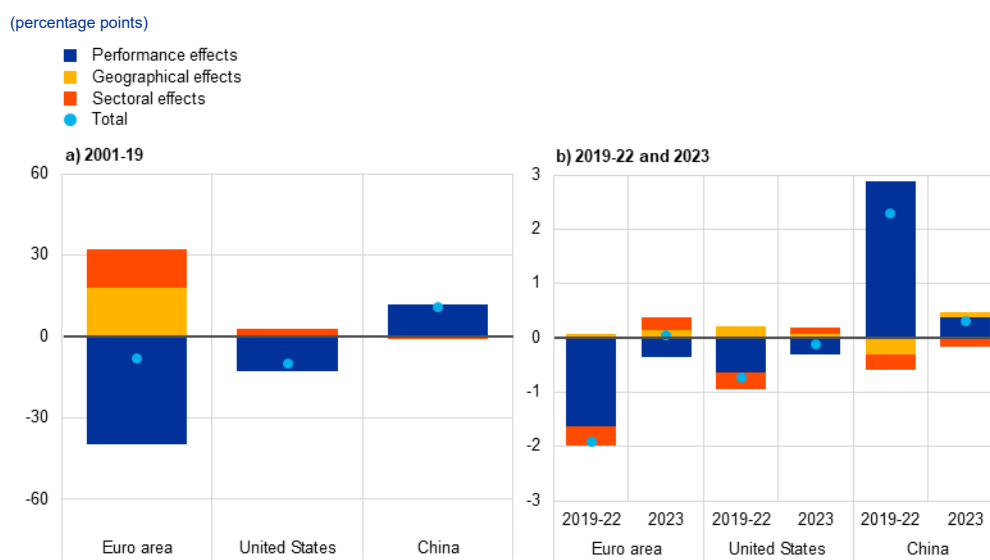
$$\ln \left(\frac{X_{ijk}^t}{X_{ijk}^{t-1}} \right) = FE_i^t + FE_j^t + FE_k^t + \varepsilon_{ijk}^t$$

The growth rate of each individual export flow (X) is estimated by a fixed-effects (FE) regression in which the geographical, sectoral and performance effects correspond to the fixed effects on importer j, product segment k and exporter i. In a second step, those are aggregated to the exporter level and translated into market share growth.

been less favourable, the losses in market share would have been almost twice as large as those observed between 2001 and 2019 (Chart 2). This pattern is not unique to the euro area – it can also be seen for other advanced economies such as the United States, albeit to a lesser extent. Performance-related losses in competitiveness in the United States may have been mitigated by more favourable developments in energy and labour costs and productivity compared with the euro area.³ Emerging economies, notably China, recorded limited negative sectoral or geographical effects. As documented in the literature, this largely reflects differences in the technology intensity of exports between advanced and emerging economies. Higher technology intensity tends to support compositional effects in advanced economies, while price and cost factors strengthen the performance of emerging economies.⁴

Chart 2

Euro area goods export market shares and contributions



Sources: Trade Data Monitor and ECB staff calculations.

Notes: Figures are expressed in terms of percentage changes in market shares with respect to 2001 in panel a) and with respect to 2019 and 2022 in the two columns in panel b), respectively. Market shares consider only the intensive margin and exclude energy and other specific and non-classified products (two-digit Harmonised System codes 25, 26, 27, 97, 98, 99).

During the pandemic, the composition of euro area exports temporarily caused the decline in market share to accelerate. Between 2019 and 2022 the beneficial compositional effect of euro area exports reversed, mainly reflecting low growth in the euro area's main product segments. The low growth was partly due to lower demand for capital goods and industrial inputs as lockdown measures and supply disruptions fed through the value chain and curtailed production in the euro area's trading partners. At the same time, households shifted their spending away from services towards at-home consumption, increasing global demand for consumer goods and electronic equipment primarily produced outside the euro area. Moreover,

³ See the box entitled "Key factors behind productivity trends in euro area countries", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2021.

⁴ See, for example, Beltramo, A., De Backer, K. and Moussié, L., "The export performance of countries within global value chains (GVCs)", *OECD Science, Technology and Industry Working Papers*, No 2012/2, OECD Publishing, Paris, 2012.

the literature finds that containment measures had a greater effect on production in industries that are located more downstream (such as the automotive, pharmaceutical, food and beverage and consumer electronics industries). These industries are more prevalent in the euro area than in its main trading partners.⁵

Although key markets in the euro area recovered to some extent in 2023, export performance was still rather anaemic. After the post-pandemic recovery, euro area exporters again benefited from some more favourable sectoral and geographical factors, but export growth remained weak. The following section provides an overview of the shocks that have contributed to the recent weakness in euro area exports.

3 Drivers of the recent weakness in euro area exports

This section looks at the main factors behind the euro area’s weak export performance since the pandemic. The previous section summarised broad trends in the deterioration of the euro area’s market share and isolated the impact of sectoral and geographical compositional effects over the past two decades. This section identifies the main drivers of export performance after the pandemic and during the subsequent period of surging energy prices. Specifically, it disentangles common elements, such as changes in price and non-price competitiveness, as well as new challenges posed by supply chain disruptions and the energy crisis.

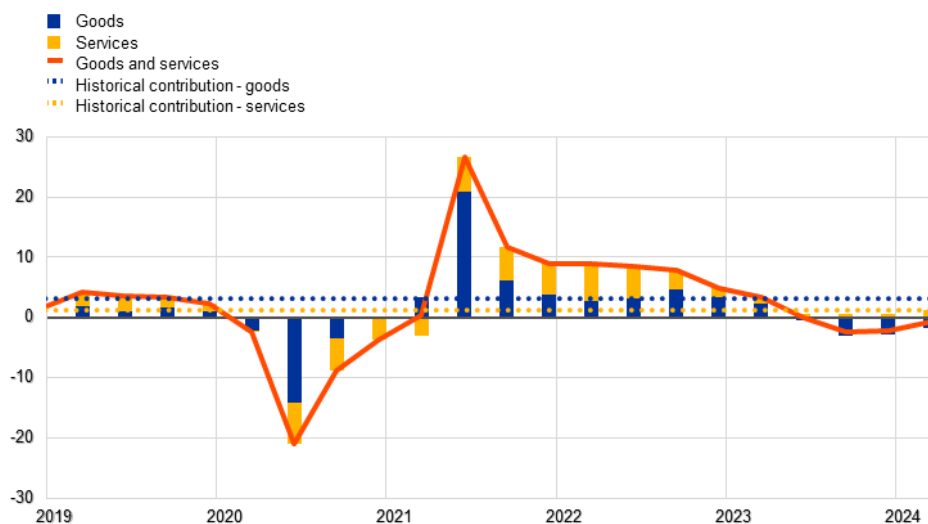
Mobility restrictions during the pandemic and the related persistent supply disruptions depressed euro area exports of goods and, to a greater extent, services; since then, services exports have strongly recovered but goods exports remain weak. Pandemic-induced demand shifts and supply chain disruptions were one of the main drivers of the deterioration in euro area export performance. Lockdowns, mobility restrictions and the ensuing transport and supply disruptions impeded the flow of goods globally. This had a particularly strong effect on the euro area as it is more deeply integrated in regional and global supply chains than other economies.⁶ Global goods trade rebounded swiftly after the pandemic in 2021. However, it fell below historical trends towards the end of 2022, which was also reflected in weak euro area goods export growth (Chart 3). In addition, from 2022 euro area goods exports were held back by the energy price shock, recording negative growth from the second quarter of 2023. By contrast, services exports – which were a significant drag on euro area exports during the pandemic, especially in high-contact categories such as travel – became a driver of the recovery as mobility restrictions were gradually lifted and economies reopened. Box 1 discusses the resilience of the services export sector in recent years and the factors contributing to its unusual divergence from the goods sector.

⁵ See, for example, “[Global Trade and Value Chains during the Pandemic](#)”, *World Economic Outlook: War Sets Back the Global Recovery*, IMF, Washington DC, April 2022.

⁶ See the box entitled “[Global value chains and the pandemic: the impact of supply bottlenecks](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2023.

Chart 3**Euro area exports of goods and services**

(volumes, year-on-year percentage changes)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

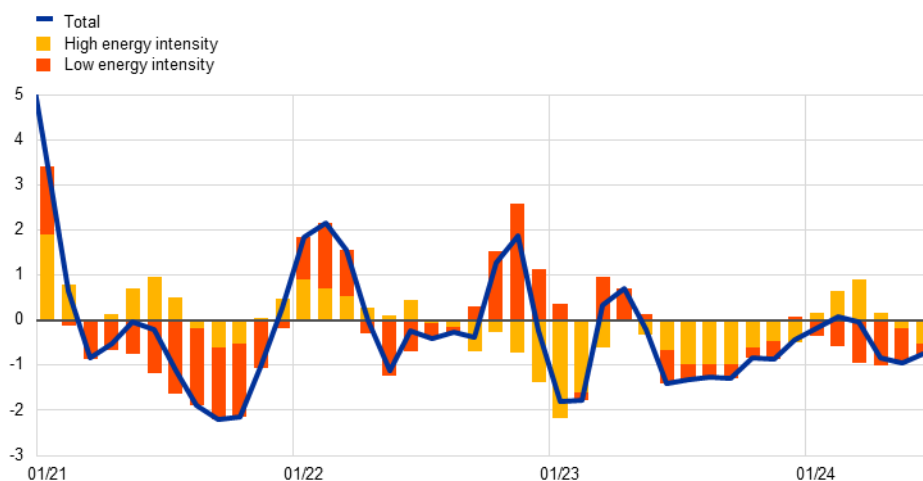
Note: Historical contribution refers to the average contribution over the period from the first quarter of 1995 to the first quarter of 2024.

The key driver of the continued weakness in euro area goods exports was the energy shock following Russia's invasion of Ukraine, as exports in energy-intensive sectors declined substantially. Energy prices began to rise from late 2021 as Europe experienced a particularly cold winter and Russia gradually reduced gas supplies to Europe. Gas prices then spiralled following Russia's full-scale invasion of Ukraine in February 2022. Production costs rose to such an extent that some energy-intensive industries were forced to cut back or pause production. As a result, the exports of energy-intensive sectors decreased strongly, accounting for almost the entire decline in total exports in 2023 (Chart 4).⁷

⁷ For the effects of high energy costs on production, see the box entitled "How have higher energy prices affected industrial production and imports?", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2023.

Chart 4**Contributions of sectors to euro area goods export growth by energy intensity**

(three-month-on-three-month percentage changes; percentage point contributions)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: Seasonally adjusted volume indices of manufactured goods exports. Low (high) energy-intensity sectors have energy intensity below (above) the median. Energy intensity is the share of energy (direct and indirect use) in total inputs. The latest observations are for June 2024.

The recent gas price shock hit the euro area more than other regions and substantially worsened its competitiveness relative to its main trading partners.

The gas price shock following Russia's invasion of Ukraine was different from past energy crises – which were caused by oil price shocks – because of its regional nature, with cuts in gas supplies from Russia primarily affecting Europe.⁸ In the third quarter of 2022, at the peak of the European gas crisis, the EU benchmark gas price index was 20 times its historical average, ten times the US benchmark and well above Asian benchmarks, highlighting the exceptional nature of the European gas shock. The asymmetric nature of the energy shock hit euro area export market shares as input costs of euro area exporters rose relative to those of their competitors in the euro area's main trading partners (see Box 2).

Losses of price and cost competitiveness owing to the asymmetric energy shock were to some extent – but far from completely – buffered by exchange rate movements.

The impact of rising costs in the euro area was cushioned by the depreciation of the exchange rate of the euro during the early phase of the energy crisis. The euro weakened significantly in nominal effective terms in 2021 and early 2022, which helped to buffer the euro area's competitive position.⁹ In real effective terms, this was further supported by relatively contained increases in unit labour costs compared with competitors.¹⁰ However, unit labour costs primarily capture domestic cost pressures, whereas external cost pressures from higher-input import prices are better reflected in the producer price index (PPI). PPI-based real effective

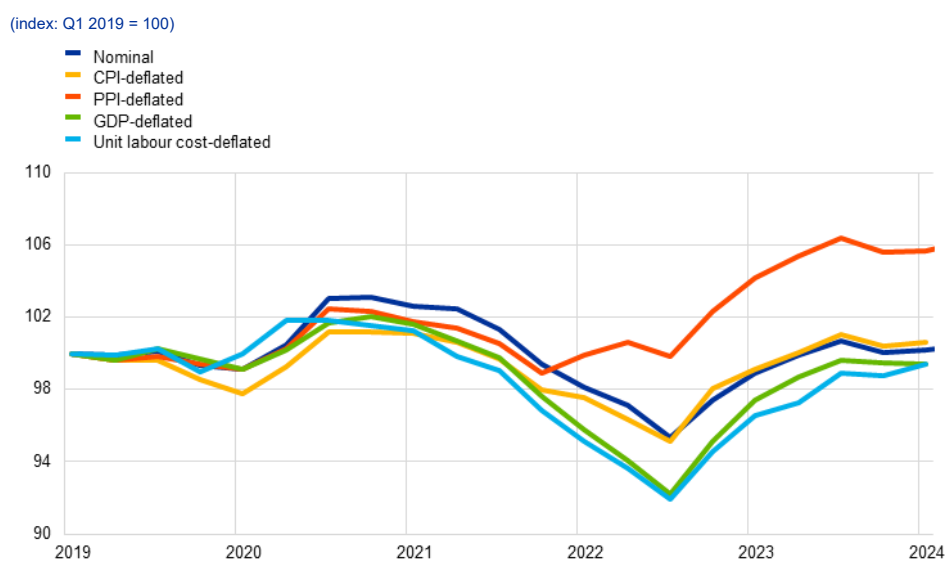
⁸ See the box entitled “[The energy shock, price competitiveness and euro area export performance](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2023.

⁹ See also “[Relative energy price rise hurting, euro depreciation supporting Germany's international price competitiveness](#)”, *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, December 2022.

¹⁰ For a comparison of labour costs in the euro area and the United States, see the box entitled “[Inflation developments in the euro area and the United States](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2022.

exchange rates, which summarise relative price pressures for tradable goods, point to a deterioration in export price competitiveness and suggest that the energy shock had a bigger impact on euro area competitiveness (Chart 5). Moreover, the previous gains in competitiveness from the nominal depreciation of the euro started to unwind from mid-2022 owing to a strengthening euro and rising price and cost pressures relative to competitors.¹¹

Chart 5
Euro area effective exchange rate



Source: ECB.
Note: CPI refers to consumer price index.

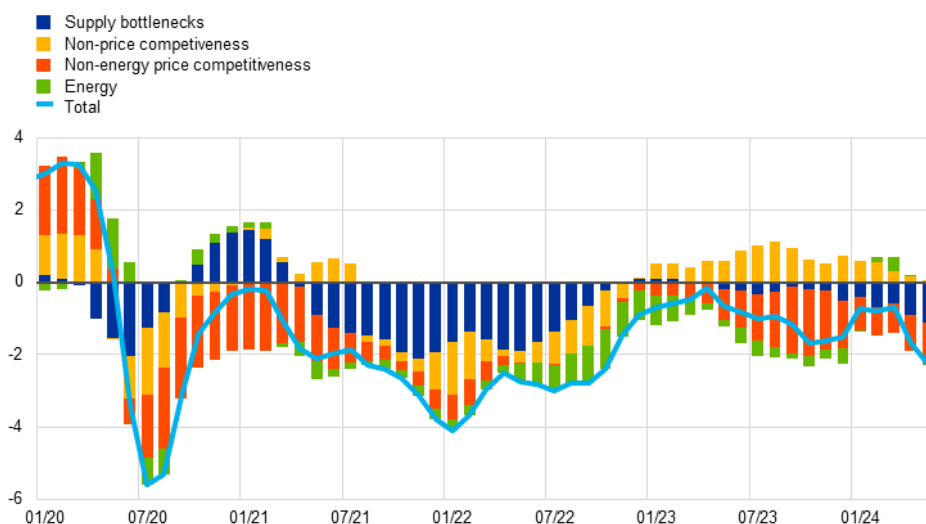
A model-based analysis confirms that, while pandemic-related supply bottlenecks were the main initial driver of weak export performance, energy costs and other price competitiveness factors have since become the main drag on euro area competitiveness. Results from a Bayesian structural vector autoregression (SVAR) analysis with sign restrictions illustrate the relative importance of four specific shocks: supply disruptions, energy price shocks, other price competitiveness shocks and non-price competitiveness shocks. Non-energy price competitiveness shocks encompass all factors that affect export shares through relative prices, such as input prices, labour costs and exchange rate conditions. Shocks to non-price competitiveness include all other conditions that affect demand for euro area products, sectoral demand growth, productivity gains and other idiosyncratic factors enhancing market presence (Chart 6). Supply chain disruptions and losses in non-price competitiveness explain about two-thirds of the deterioration in export market shares following the outbreak of the pandemic, given

¹¹ With regard to competitiveness factors, at the end of 2023 unit labour cost growth remained strong in the euro area whereas it had already started to decelerate in other countries (e.g. the United States), albeit remaining at higher levels. Higher unit labour costs reflect relatively higher wages and lower productivity in the euro area. See the box entitled “Recent inflation developments and wage pressures in the euro area and the United States”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2024.

the euro area's high degree of integration in regional and global supply chains.¹² The negative contribution of non-price competitiveness reflects a shift in global consumer demand away from goods traded by the euro area – such as investment-related goods – towards other items such as computer equipment and home improvement products, which are more extensively exported by competitors. They could also partly reflect the breakdown of trade relations with Russia. Following the invasion of Ukraine and the imposition of sanctions on Russia, euro area exports to Russia halved within months and have continued to decline since then. Since mid-2022, as supply disruptions faded and global demand patterns began to normalise, these factors no longer weighed on, or even buffered, euro area market shares.¹³ At the same time, energy costs and other price competitiveness factors became a major drag on the euro area's export performance relative to its competitors.

Chart 6
Structural drivers of euro area goods exports market shares

(percentage deviations from trend; percentage point contributions)



Source: Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: The SVAR is estimated at a monthly frequency over the period from January 2004 to May 2024 and includes the following variables: extra-euro area export market shares (de-trended), euro area nominal effective exchange rate (increase = appreciation), euro area relative export prices, and the ratio of energy-intensive to non-energy-intensive industrial production. The assumed sign restrictions on impact are: a non-price competitiveness shock implies extra-euro area export market shares (+), euro area relative export prices (+); a price competitiveness shock implies extra-euro area export market shares (+), euro area nominal effective exchange rate (-), euro area relative export prices (-); a supply bottleneck shock implies extra-euro area export market shares (-), euro area nominal effective exchange rate (-), euro area relative export prices (+), energy-intensive to non-energy-intensive industrial production (+); an energy shock implies extra-euro area export market shares (-), euro area nominal effective exchange rate (-), euro area relative export prices (+), energy-intensive to non-energy-intensive industrial production (-).¹⁴

¹² For more details, see the box entitled “The impact of supply bottlenecks on trade”, *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2021. See also Lebastard, L. and Serafini, R., “Understanding the impact of COVID-19 supply disruptions on exporters in global value chains”, *Research Bulletin*, No 105, ECB, March 2023.

¹³ Some of the negative contributions of supply bottlenecks from mid-2023 may be related to a deterioration in supplier delivery times as activity recovered and to disruptions in the Red Sea following attacks by Houthi rebels. See Attinasi M.G., Boeckelmann L., Emter L., Ferrari M.M., Gerinovic R., Gunnella V., Meunier B. and Serafini R., “Sailing through storms: The fallout of Red Sea disruptions for global trade and inflation”, *VoxEU Column*, April 2024.

¹⁴ A positive sign of supply bottlenecks for energy-intensive to non-energy intensive industrial production is motivated by the fact that highly energy-intensive sectors rely more on commodity inputs that are not disrupted by supply bottlenecks.

Box 1

Will trade in services continue to act as a buffer for euro area export growth?

Prepared by Camilla Altieri, Nina Furbach and Tobias Schuler

In recent years, exports of services have majorly supported euro area trade, significantly outperforming exports of goods. This box examines whether this unusual decoupling of growth in services exports and goods exports can be expected to continue.

Services exports have grown at a faster pace than goods exports over the past 20 years as technological progress has made it possible for many services to be delivered and consumed in locations different from their origin, making them more tradable across borders. The share of services in the total value of euro area exports increased from 24% in 2000 to around 31% in 2023.

However, the recent stronger performance of services exports has been particularly notable. Services rebounded substantially after the pandemic and have continued to grow even as goods exports have contracted (Chart A). In 2022 services exports accounted for two-thirds of the annual growth in total euro area export volumes. This divergence has continued since September 2023, with goods exports falling and services exports continuing to expand.

Chart A

Euro area goods and services export growth

(three-month moving average of year-on-year percentage changes, constant prices)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: Extra-euro area exports from the balance of payments are deflated using prices of intra-euro area plus extra-euro area exports from the main national accounts. The latest observations are for March 2024.

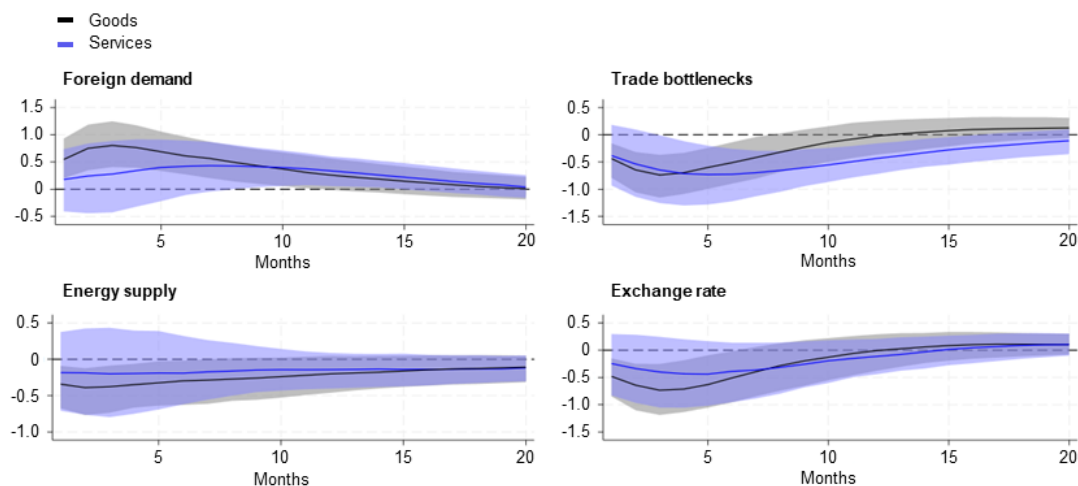
Services and goods exports have co-moved closely in the past. Over the past 15 years the correlation between the year-on-year growth rates of services and goods export volumes is roughly 0.6. Empirical evidence from an SVAR model suggests that goods and services exports react

similarly to a variety of shocks (Chart B).¹⁵ Indeed, the main macroeconomic drivers of services and goods exports are similar, with the bulk of the cyclical fluctuation (74% of goods and 66% of services exports) explained by foreign demand, supply bottlenecks, energy supply and the exchange rate.

Chart B

Impulse responses of goods and services exports volumes

(response to a one-standard-deviation shock; percentage point deviation from steady state)



Source: Eurostat, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Federal Reserve of New York and ECB calculations.

Notes: Shaded blue and grey areas are confidence intervals for services and goods exports (both 68%). For details on the estimation, see footnote 15.

The historical similarity in the cyclical dynamics of goods and services exports reflect the close links between the two sectors. First, a large share of services exports are used as intermediates for goods production – just under half of the euro area’s value added in services exports are used as intermediate inputs for goods production in other countries.¹⁶ Second, many services exports are directly related to goods exports. Sectors such as transport, trade-related services and freight insurance account for more than 20% of euro area services exports.¹⁷ Finally, an important share of services are exported by manufacturers that bundle goods and services products together.¹⁸

The recent episode of pronounced decoupling was unusual and stemmed from the pandemic and large swings in travel services. The sectoral decomposition highlights the after-effects of the pandemic, including a strong rebound in exports of travel services (Chart C). In 2021 travel

¹⁵ The model extends the SVAR with sign restrictions used to analyse goods exports – see the box entitled “[The energy shock, price competitiveness and euro area export performance](#)”, op. cit. The analysis imposes no restrictions on the response of services exports to identified shocks, which ensures that co-movement in the responses is not driven by assumptions. The following variables are included: synthetic energy price index, ratio of energy-intensive to non-energy-intensive industrial production, world imports, Harmonised Index of Consumer Prices, global supply chain pressure index, extra-euro area goods exports, euro area nominal effective exchange rate, extra-euro area services exports. Note that confidence intervals for services exports are somewhat wider than those for goods exports (Chart B), potentially owing to their more diverse composition, with services exports in different sub-sectors likely showing heterogeneous responses to shocks.

¹⁶ Based on ECB staff calculations using multiregional input-output data from the Asian Development Bank.

¹⁷ The analysis applies the [classification of the United Nations Statistics Division](#) for goods-related services sub-sectors to euro area export data.

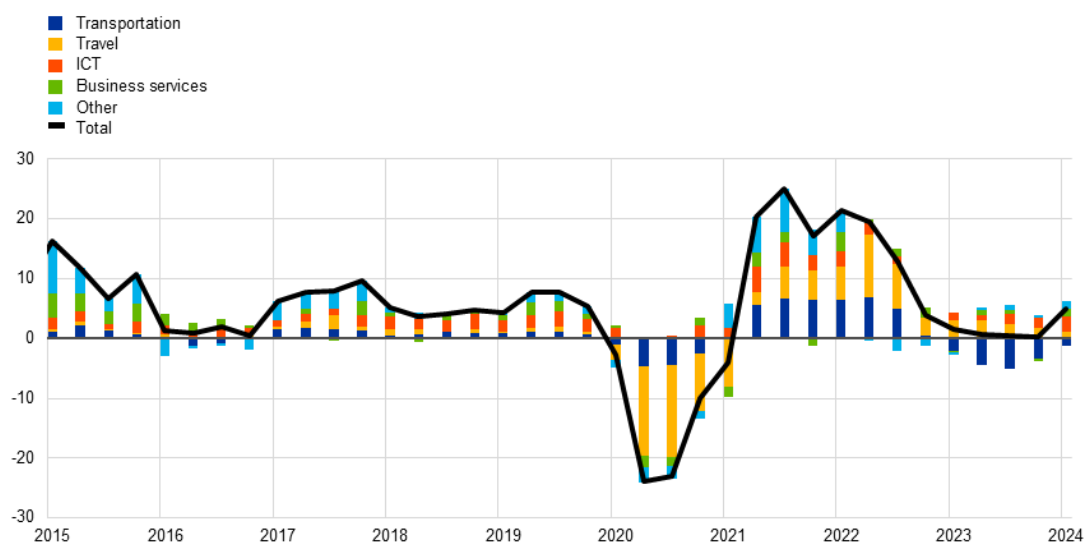
¹⁸ Ariu, A. et al. document that 23% of services exports from Belgium are bundled together with exports of goods. See Ariu, A., Mayneris, F. and Parenti, M., “One way to the top: How services boost the demand for goods”, *Journal of International Economics*, Vol. 123, March 2020.

contributed around 30% to the growth in services exports, although it accounted for only 12% of total services export volumes. Services exports have held up thanks to the positive contribution of travel exports in 2023.¹⁹ By contrast, transport exports, which had recovered from the pandemic by 2021, have been declining since 2022 owing to a period of restocking coming to an end and the impact of the energy shock on manufacturing firms.

Chart C

Sectoral decomposition of growth in euro area services export volumes

(year-on-year percentage changes; percentage point contributions)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: Volumes are calculated by applying the overall services exports deflator. ICT refers to information and communications technology. The latest observations are for the first quarter of 2024.

Over longer periods, services exports are likely to grow at a faster pace than goods exports, consistent with their stronger long-run trend. However, in the near-term that stronger performance may be boosted by the ongoing strength of travel services exports, which are yet to recover to their pre-pandemic level (Chart D, panel a). Tourism sector surveys remain more buoyant than those of broader services (and goods) export sectors, which suggests near-term strength (Chart D, panel b).

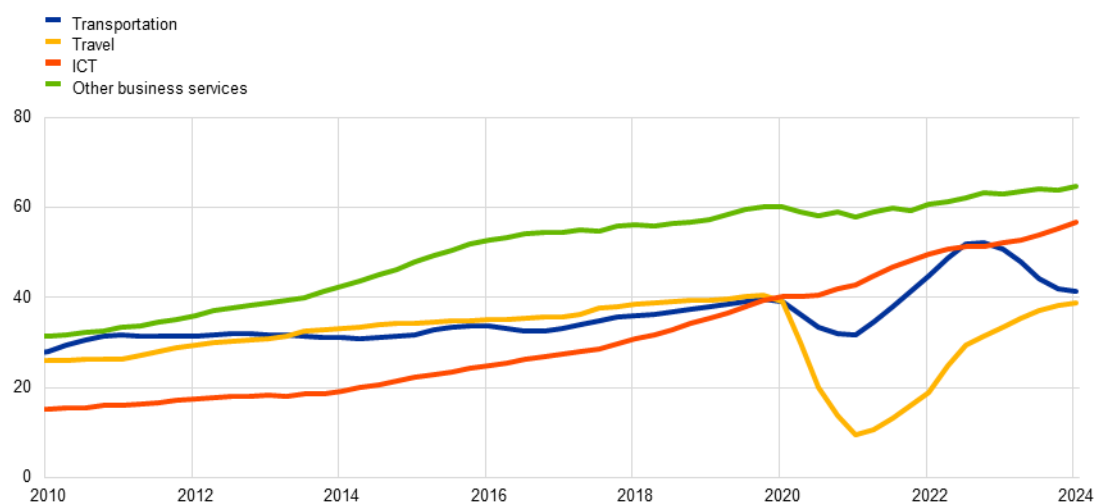
¹⁹ The share of business in total travel exports has declined from 18% in 2019 to 12% in 2022. For more on the performance of the travel sector during the pandemic, see the box entitled “[Developments in the tourism sector during the COVID-19 pandemic](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2020.

Chart D

Euro area services exports volumes by sub-sector and PMI orders

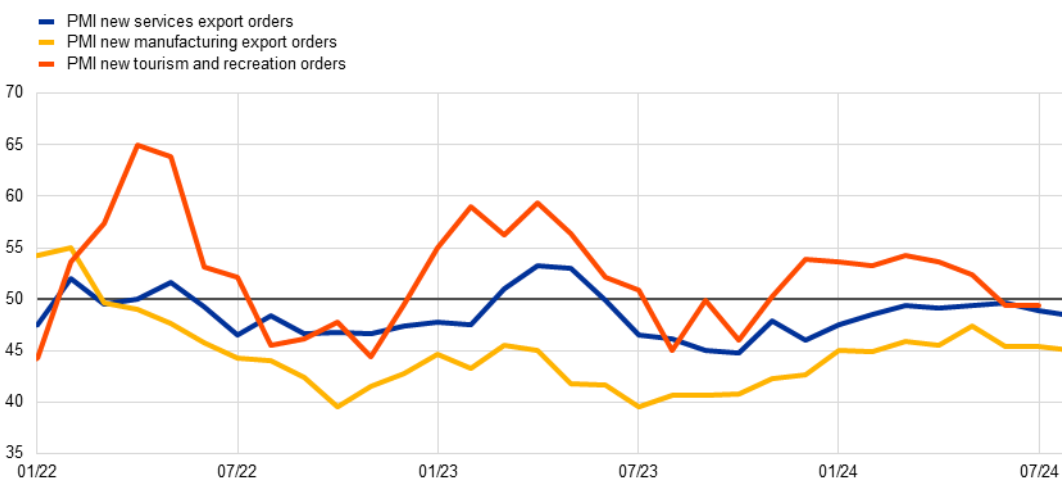
a) Euro area services exports volumes by sub-sector

(EUR billions; four-quarter moving average)



b) PMI manufacturing, services and tourism orders

(diffusion index)



Sources: Eurostat, S&P Global and ECB calculations.

Notes: Volumes in panel a) are calculated by applying the overall services exports deflator. PMIs shown in panel b) are for the EU. A number above 50 indicates an expansion and a number below 50 indicates a contraction. The latest observations are the first quarter of 2024 for panel a), and August 2024 for manufacturing and services export orders and July 2024 for tourism orders in panel b).

Box 2

Energy cost differentials and euro area competitiveness

Prepared by Virginia Di Nino and Marta Salazar Rodríguez

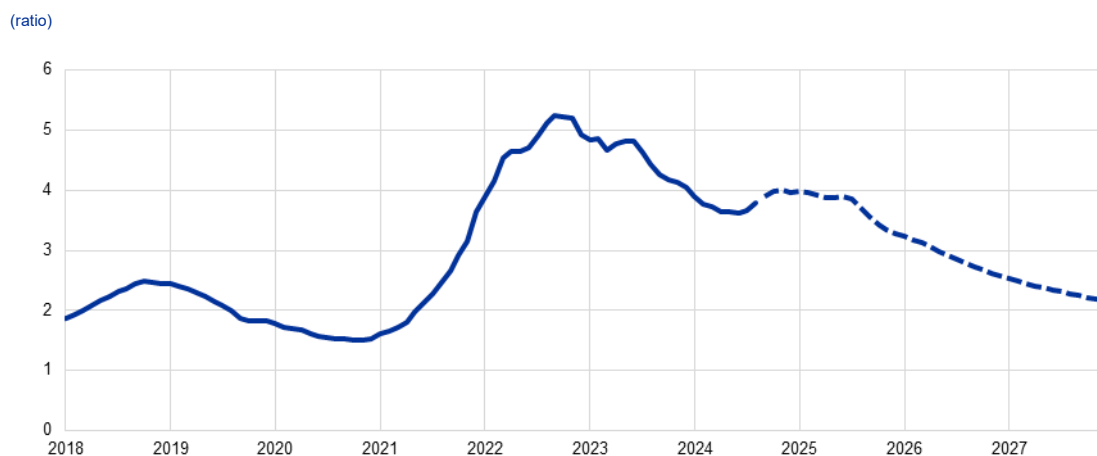
During the energy crisis the price differential for gas and electricity in Europe relative to other regions reached unprecedented highs.²⁰ Euro area producer prices for energy were twice as high

²⁰ The cost differential remained contained for oil, whose quotations rose in tandem across regions.

as those of its main competitors.²¹ The differential relative to the United States was even wider (Chart A). This box assesses the impact of the energy shock on the competitiveness of euro area exporters and illustrates the shock's heterogeneous effects on firms.²²

Chart A

Energy prices in the euro area relative to the United States



Sources: ADB MRIO, IMF, Bloomberg, Trade Data Monitor and ECB staff calculations.

Notes: The relative energy price is computed as a weighted average of the relative natural gas price and the relative oil price. The solid line represents historical data up to August 2024. The dashed line shows the estimated evolution of the relative energy price based on future prices for crude oil and natural gas in Europe and in the United States. The last estimate is for December 2027.

Exposure to the energy shock varied substantially across industries depending on the energy intensity of production processes and the share of natural gas in total energy consumption. However, the impact of an energy shock on an industry's export prices and market share does not only depend on an industry's input costs. It also depends on its position in the production chain. At industry level, the position of production processes in the chain can be determined by two coordinates, the distance from final demand ("upstreamness") and the distance from primary inputs ("downstreamness"). Positioning can influence the transmission of energy shocks in several ways. Upstream industries generally operate on tighter margins and thus tend to pass on the entire shock. In addition, since energy is often a key input for upstream industries, it may not be as easy for them to substitute domestic inputs with outsourced inputs as it is for downstream industries. At the same time, the more downstream a firm is in a production chain, the more likely it is for part of the energy shock to have been absorbed by the profit margins of producers positioned earlier in the chain. Thus, while upstreamness could magnify the effect of energy shocks, downstreamness may temper the effect as shocks move down the production chain.²³

We test these arguments in a panel setting, which enables us to measure how the impact of the energy shock varies across industries and economies and to differentiate industries according to their position in the production chain. It also makes it possible to control for those factors which are difficult to observe or measure but are correlated with energy cost differentials, such as government

²¹ The producer price index for energy in the euro area is compared with the weighted average of the PPI for energy of its main competitors (United States, United Kingdom, China and Japan), with weights assigned based on the share of each competitor in the competitors' total sum of exports.

²² See also the box entitled "[The energy shock, price competitiveness and euro area export performance](#)", op. cit.

²³ For computation of upstreamness and downstreamness metrics, see Mancini, M., Montalbano, P., Nenci, S. and Vurchio, D., "Positioning in Global Value Chains: World Map and Indicators, a New Dataset Available for GVC Analyses", *The World Bank Economic Review*, 2024.

measures.²⁴ This box shows the results of a panel study of euro area export market shares. The study uses quarterly data spanning from the beginning of 2007 to the end of 2022 for 17 manufacturing industries in 20 euro area countries. It proxies the energy shock for the euro area by including a variable that measures the energy cost differential relative to a key competitor, the United States. The equation is specified as a logarithmic dynamic panel with fixed effects:

$$XMS_{sct} = \rho XMS_{sct-1} + \delta P_{sct} + \gamma IP_{sct} + \beta_1 E_{sct} + \beta_2 E_{sct} \times Up_{sct} + \beta_3 E_{sct} \times Down_{sct} + \mu_1 Up_{sct} + \mu_2 Down_{sct} + FE_{sc} + FE_{ct} + \varepsilon_{sct} \quad (1)$$

$XMS (P)$ are exports (export prices) of a sector (s) in a euro area country (c) relative to exports (export prices) for the same sector (s) in non-euro area countries at a time (t).²⁵ The energy shock (E) in a sector (s) of a euro area country (c) at a time (t) is defined by the energy cost differential scaled by the energy intensity of production. Heterogeneity in the exposure to the energy crisis is allowed to differ across industry-country pairs by relating the energy cost shock (E) to a measure of an industry's position in the chain, that is the number of links with upstream (Up) and downstream ($Down$) industries. Finally, the analysis controls for unobserved effects by including sector-country fixed effects (FE_{sc}) and country-time fixed effects (FE_{ct}). The estimated coefficients ($\beta_1, \beta_2, \beta_3$) are historical elasticities of euro area external competitiveness to energy cost differentials depending on energy intensity and upstream and downstream positioning.

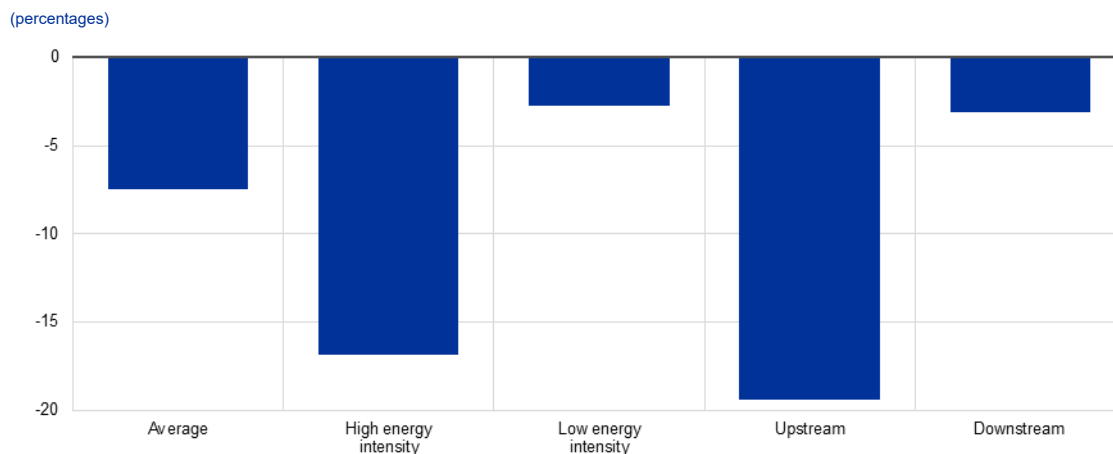
The panel estimates indicate that, at the peak of the European gas crisis, the average adverse impact on euro area export market shares was -7%. However, the estimates show marked heterogeneity. The impact on industries with the highest energy intensity was a decline of more than 15% in export market shares; this can grow to almost 20% for industries located very upstream in the chain and fall to around 3% for industries at the very end of the supply chain.

²⁴ Governments reacted to the energy shock by implementing measures to limit the impact on businesses and consumers. Failing to control for these measures could result in an underestimation of the potential impact of a widening in the energy cost differential vis-à-vis competitors for euro area external competitiveness. Similar attenuation biases could stem from exchange rate repricing dynamics and expenditure shifting away from expensive energy-intensive items.

²⁵ Relative export prices in equation (1) are instrumented with their four lags and other exogenous determinants to remove the simultaneity bias of P and XMS , under the assumption that past values of P (XMS) are predetermined to future $XMS (P)$ developments.

Chart B

The impact on export market shares of the energy cost differential at the peak of the gas crisis in the third quarter of 2022 by type of industry



Sources: Trade Data Monitor, IMF, MRIO, TiVA, Mancini, M. et al. (2024) and ECB staff calculations.

Notes: Changes in export market shares evaluated at the highest/lowest energy intensity. Most upstream/downstream industries are based on coefficients estimated in equation (1). The effect of one determinant is evaluated at a time, setting the others to zero. This simplification helps us to isolate the effect of each determinant. As positioning in the chain for each industry-country pair is mapped by two coordinates (upstream and downstream) the total effect of positioning in the supply chain is given by the weighted average of the effect implied by the two coordinates.

4 Challenges ahead

Looking ahead, some of the factors that have affected euro area export market shares in the recent past should fade away. The supply disruptions and shifts in global demand preferences that hindered euro area exports during the pandemic are gradually diminishing. Price competitiveness challenges in the medium term should also fade as comparatively higher costs in the euro area subside.²⁶ Nonetheless, euro area exporters could continue to face a challenging environment.

At the same time, competitiveness challenges could persist as energy costs will likely remain elevated, and the euro area is still vulnerable to changes in global market conditions owing to its continued dependence on energy imports. The energy shock was a major driver of the deterioration in euro area market shares. Meanwhile, elevated energy costs for the foreseeable future pose a significant challenge to the competitiveness of the euro area, especially as energy prices in the euro area are still substantially higher than those of its main competitors and – based on futures prices – are expected to remain twice as high as those in the United States in the coming years.

The recent crises have also exposed the euro area’s vulnerability to input supply and cost shocks more generally, which may be further compounded by geo-economic fragmentation. Recent evidence on the incidence of geo-economic fragmentation, notably with respect to trade and foreign direct investment flows,

²⁶ See Lane, P. R. and Milesi-Ferretti, G.M., “External Wealth, the Trade Balance, and the Real Exchange Rate”, *European Economic Review*, Vol. 46, No 6, 2002, pp. 1049-1071, and Bobeica E., Christodouloupoulou, S. and Tkačevs, O., “The role of price and cost competitiveness for intra-and extra-euro area trade of euro area countries”, *Working Paper Series*, No 1941, ECB, Frankfurt am Main, July 2016.

shows how economic linkages are increasingly influenced by geopolitical considerations.²⁷ For the euro area, there is evidence that firms progressively seek to diversify their supply of strategic goods to source these from producers in geopolitically aligned countries.²⁸ Such strategic diversification, while potentially increasing the resilience of supply chains, could lead to cost increases and have important implications for the competitiveness of euro area exporters. At the same time, fragmentation patterns may also affect the demand for euro area exports. Moreover, increasing geopolitical tensions may lead to new waves of tariffs and other trade restrictions that would weigh on global trade, with significant consequences for the euro area export sector.

Looking ahead, the structural transformation of the European and global economies could present challenges and opportunities for euro area exporters.

The transformation of the EU's energy market and supplies and the green transition will have important implications for the competitiveness of the euro area.²⁹ Likewise, the shift of global trade towards services and the potential opportunities emerging from advances in information technology and artificial intelligence are expected to significantly affect euro area exporters' competitiveness in the future.³⁰ In particular, euro area exporters are increasingly confronted with growing competitive pressures from emerging economies, which are becoming suppliers of high value-added content and competing in some of the euro area's key markets. Euro area exporters are currently facing competition from Chinese manufacturers that benefit from vast capacity, partly owing to sizeable subsidies. This capacity well exceeds domestic demand in China, leading to downward pressure on Chinese export prices and ultimately translating into significant losses of price competitiveness for the euro area.³¹ Nevertheless, euro area exporters can maintain their market presence in value terms by specialising in higher-value segments such as services, for which the euro area is the world's leading exporter. This would allow them to charge premium prices and improve the euro area terms of trade.

²⁷ See, for example, Aiyar, S. et al., "Goeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism", *Staff Discussion Notes*, No 2023/001, International Monetary Fund, Washington DC, January 2023.

²⁸ See the box entitled "[How geopolitics is changing trade](#)", *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2024

²⁹ See, for example the box entitled "[Will the euro area car sector recover?](#)", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2024, which includes a discussion of competitive challenges emerging from the greening of the car sector.

³⁰ On the increasing relevance of services and automation, see Baldwin, R., "Globotics and macroeconomics: Globalisation and automation of the service sector", *Working Paper Series*, No. 30317, National Bureau of Economic Research, August 2022.

³¹ See Emter, L., Gunnella, V., Ordoñez Martínez, I., Schuler, T., Al-Haschimi, A. and Spital, T., "Export markets: why China and the euro area are competing more than ever", *The ECB Blog*, ECB, September 2024 and the article entitled "[The evolution of China's growth model: challenges and long-term prospects](#)", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2024.

2 Economische en financiële impact van natuuraantasting en biodiversiteitsverlies

Door Andrej Ceglar, Miles Parker, Carlo Pasqua, Simone Boldrini, Marie Gabet en Sjoerd van der Zwaag

1 Inleiding

De natuur is cruciaal voor het welzijn van de mens en levert essentiële ecosysteemdiensten die de economische bedrijvigheid ondersteunen. De natuur omvat alle levende en niet-levende elementen op onze planeet en vormt ecosystemen zoals bossen, meren en wetlands.¹ Deze ecosystemen fungeren als habitats voor talloze planten- en diersoorten, maar leveren ook materiële goederen zoals voedsel, zoet water, hout en grondstoffen voor geneesmiddelen. Daarnaast houden ze het milieuevenwicht in stand, bijvoorbeeld doordat ze de luchtkwaliteit reguleren, het klimaat beheersen en overstromingen beperken. Belangrijke processen die door ecosystemen mogelijk worden gemaakt, zijn onder andere bodemvorming, de nutriëntencyclus en bestuiving. De natuur biedt ook immateriële voordelen, zoals recreatie en toerisme. Als gevolg van het ongekeerde tempo waarmee aantasting van de natuur en verlies van biodiversiteit zich momenteel voltrekken, lopen deze voordelen een groot risico.

Bedrijven, de financiële sector en beleidsmakers hebben de economische relevantie van ecosysteemdiensten lange tijd onderschat of zelfs genegeerd – veel van deze diensten worden immers niet op markten verhandeld en er wordt evenmin rechtstreeks een geldelijke waarde aan toegekend. Zo fungeren wetlands als natuurlijke waterfiltratiesystemen en stormvloedkeringen, waardoor miljarden worden bespaard op kosten voor waterzuivering en rampenbestrijding. Bossen absorberen kooldioxide, spelen een cruciale rol bij de regulering van het klimaat en verzachten de economische impact van klimaatverandering. Gezonde bodems en bestuivers zijn essentieel voor de productie van gewassen. Zonder bestuivers zou de opbrengst van gewassen dalen, wat leidt tot hogere productiekosten, stijgende consumentenprijzen en mogelijk voedseltekorten. Veel van de diensten die door ecosystemen worden geleverd, zijn collectieve goederen en worden op markten ondergewaardeerd, of momenteel in het geheel niet ingeprijsd. Daardoor worden ze bij economische besluitvorming vaak over het hoofd gezien, met alle gevolgen van dien voor de natuur. In 2019 schatte het Integrated Natural Capital Accounting (INCA) project, een geïntegreerd stelsel van ecosysteemrekeningen voor de EU, dat in 2019 tien ecosysteemdiensten in de EU28 een totale jaarlijkse stroom van voordelen genereerden ter waarde van € 234 miljard.² In Kader 2 van dit Economisch Bulletin wordt nader ingegaan op de

¹ Verenigde Naties, [System of Environmental Economic Accounting](#).

² Eurostat, *Accounting for ecosystems and their services in the European Union (INCA)*, 2021.

uitdagingen die het opnemen van ecosysteemdiensten in maatstaven van de economische bedrijvigheid met zich meebrengt.

Recent onderzoek heeft het hoge niet-lineaire karakter van

biodiversiteitsverlies aangetoond.³ Hoewel de tot dusver vastgestelde financiële schade wellicht beperkt lijkt, is het van belang om te onderkennen dat zelfs een schijnbaar kleine gebeurtenis – zoals het verlies van één bijensoort – domino-effecten met aanzienlijke economische gevolgen kan hebben. Het verlies van soorten kan de economische productiviteit afremmen en de levering van ecosysteemdiensten kwetsbaarder maken. Deze kwetsbaarheid kan de economische veerkracht in gevaar brengen, de groeikansen verkleinen en onze kwetsbaarheid voor toekomstig biodiversiteitsverlies vergroten. Natuuraantasting kan dus belangrijke economische effecten hebben, waarvan centrale banken zich bewust dienen te zijn bij het handhaven van prijsstabiliteit en financiële stabiliteit. Negatief nieuws over biodiversiteit leidt immers al tot een toename van risicomaatstaven op de financiële markten, vooral in landen waar ecosystemen verder uitgeput zijn.⁴

Centrale banken kunnen hun doelstellingen voor prijsstabiliteit en financiële stabiliteit alleen bereiken als ze begrijpen en voorspellen hoe economische schokken en trends de inflatie, de economie in ruimere zin en het financiële stelsel beïnvloeden.

Gezien het potentieel van klimaatverandering en natuuraantasting om aanzienlijke economische verstoringen teweeg te brengen, moeten deze milieucrisis in beleidskaders worden geïntegreerd, naast factoren als globalisering, demografische ontwikkelingen en financiële innovatie. Zij brengen ernstige risico's met zich mee die de conjunctuurcyclus kunnen beïnvloeden, en er is dan ook dringend behoefte aan een grondige analyse en doortastende beleidsmaatregelen. Tijdens orkaan Sandy, bijvoorbeeld, hebben wetlands aan de kust in het noordoosten van de Verenigde Staten \$ 625 miljoen aan overstromingsschade voorkomen.⁵ Dit geeft aan hoe het afnemende vermogen van ecosystemen om bescherming tegen overstromingen te bieden de kans vergroot dat toekomstige extreme neerslag overstromingen veroorzaakt, waardoor de economische bedrijvigheid binnen de frequentie van de conjunctuurcyclus wordt verstoord. Het verlies van dergelijke ecosysteemdiensten kan tot grotere schade leiden, met langdurige gevolgen voor de economie, de infrastructuur en de financiële stabiliteit van het betreffende gebied.

In dit artikel worden de gevolgen van natuuraantasting en biodiversiteitsverlies voor de economie en de financiële stabiliteit besproken.

Er wordt gekeken naar de oorzaken van biodiversiteitsverlies, de verwevenheid ervan met klimaatverandering en de materiële gevolgen van deze risico's in het eurogebied. Verder wordt de voortgang bij het kwantificeren van natuurgerelateerde risico's belicht, met een apart kader met onderzoek naar Nederlandse en Franse financiële instellingen. Tot slot worden de vervolgstappen geschetst voor het

³ Giglio, S., Kuchler, T., Stroebel, J. en Wang, O., "The economics of biodiversity loss", paper gepresenteerd op het ECB Forum on Central Banking "Monetary policy in an era of transformation", Sintra, Portugal, 2024.

⁴ *ibid.*

⁵ Narayan, S. et al., "The Value of Coastal Wetlands for Flood Damage Reduction in the Northeastern USA", *Scientific Reports*, 7, 9463, 2017.

beheersen van deze risico's en de gevolgen ervan vanuit het perspectief van de centrale bank.

2 Oorzaken van biodiversiteitsverlies en de verwevenheid met klimaatverandering

Door toedoen van de mens gaat de biodiversiteit achteruit en wordt de continuïteit van cruciale ecosysteemdiensten bedreigd. De vraag van de mens gaat het vermogen van de planeet om op duurzame wijze ecosysteemdiensten te leveren te boven, wat tot natuuraantasting en biodiversiteitsverlies op een niet eerder vertoonde schaal leidt.⁶ Sinds 1970 zijn de gevolgde populaties van wilde dieren wereldwijd met gemiddeld 69% afgenomen.⁷ Het wereldwijde tempo waarin soorten uitsterven ligt momenteel tientallen tot honderden keren hoger dan het gemiddelde over de afgelopen tien miljoen jaar.⁸ Europa vormt daarbij geen uitzondering, nu momenteel meer dan 80% van de habitats wordt aangetast.⁹ Qua staat van behoud en habitattrends staat het er voor bestuivers slechter voor dan voor andere soorten.

De belangrijkste oorzaken van biodiversiteitsverlies en veranderingen in ecosystemen zijn het gebruik van grond en zee, klimaatverandering, overexploitatie van natuurlijke hulpbronnen (zowel levende als niet-levende), vervuiling en invasieve soorten.¹⁰ Het gebruik van grond en zee omvat de conversie van ongerepte habitats zoals bossen en wetlands voor andere doeleinden, waaronder als landbouwgrond en voor stedelijke bebouwing. Sinds 1990 is wereldwijd bijna 420 miljoen hectare bos verloren gegaan – een gebied zo groot als de Europese Unie. Klimaatverandering vormt een steeds grotere bedreiging voor de biodiversiteit en brengt wereldwijd al één op de zes soorten in gevaar. Ook levert klimaatverandering gevaar op voor ecosystemen die dienen als essentiële opslagplaats voor koolstof en die cruciaal zijn voor het behalen van klimaatdoelstellingen. Invasieve soorten, die door menselijk toedoen zijn geïntroduceerd, kunnen lokale ecosystemen verstoren, inheemse soorten verdringen en een aanzienlijke invloed hebben op de economie, het milieu en de volksgezondheid. Ze spelen een sleutelrol bij 60% van de uitstervende planten en dieren over de hele wereld, wat in 2019 tot wereldwijde economische kosten van ruim \$ 423 miljard per jaar heeft geleid.¹¹

⁶ Verenigde Naties, Kunming-Montreal Global Biodiversity Framework (CBD/COP/DEC/15/4), december 2022.

⁷ WWF - World Wide Fund for Nature, *Living Planet Report 2022 - Building a nature-positive society*, 2022.

⁸ Verenigde Naties, "[Species Extinction Rate Hundreds of Times Higher Than in Past 10 Million Years, Warns Secretary-General Observance Message, Urging Action to End Biodiversity Loss by 2030](#)", persbericht, 22 mei 2022.

⁹ Europees Milieuagentschap, "[Conservation status of habitats under the EU Habitats Directive](#)", 2021.

¹⁰ Brondízio, E.S., Settele, J., Díaz, S. en Ngo, H.T. (red.), *Global assessment report on biodiversity and ecosystem services van het Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services*, IPBES-secretariaat, Bonn, Duitsland, 2019.

¹¹ IPBES, *Thematic Assessment Report on Invasive Alien Species and their Control*, 2023.

Daarnaast kan biodiversiteitsverlies risico's met betrekking tot klimaatverandering en aanverwante risico's versterken, vooral wanneer ecosystemen die koolstof opslaan of aanpassingsvoordelen bieden, worden aangetast of verloren gaan. Door ecosystemen te herstellen kunnen klimaatgerelateerde risico's worden verminderd. Maar het omgekeerde is niet altijd waar: maatregelen om klimaatverandering tegen te gaan kunnen de natuur ten goede komen, maar kunnen ook bijdragen aan de aantasting ervan. Voorbeelden hiervan zijn niet goed geplande herbebossingsinitiatieven, zoals monoculturen, of de winning van mineralen die van essentieel belang zijn bij de energietransitie in biodiversiteitshotspots. Situaties als deze illustreren de vergroting van risico's en de mogelijke noodzaak van afruilen, en waarom het nodig is dat klimaat- en bredere natuurgerelateerde risico's op integrale wijze worden aangepakt.¹²

Nu de omvang van de natuuraantasting met de dag duidelijker wordt, worden er steeds meer inspanningen gedaan om natuurverlies een halt toe te roepen en ongedaan te maken, wat ook weer vereist dat financiële instellingen de daarmee samenhangende economische en financiële risico's beheersen. In december 2022 hebben de EU en 195 landen het Kunming-Montreal Global Biodiversity Framework (GBF) vastgesteld. Dit raamwerk wordt voor de natuur en de biodiversiteit van even groot belang geacht als het Akkoord van Parijs van 2015 voor klimaatverandering. Het GBF bevat doelen zoals de bescherming van ten minste 30% van de grond en het water in de wereld in 2030, en de afbouw van schadelijke overheidssubsidies met ten minste \$ 500 miljard per jaar. Daarnaast moet volgens het raamwerk in 2030 jaarlijks minstens \$ 200 miljard, zowel uit publieke als private middelen, worden ingezet om biodiversiteitsstrategieën effectief te ondersteunen, zoals het bevorderen van private investeringen en innovatieve financiële mechanismen. Van groot belang is dat van de ondertekenaars actie wordt verlangd om ervoor te zorgen dat financiële instellingen “regelmatig voor ieder aspect van hun operationele, toeleverings- en waardeketen en hun portefeuilles hun risico's, afhankelijkheden en impact op de biodiversiteit monitoren, onderzoeken en op transparante wijze openbaar maken.”¹³

Om de zorgwekkende snelheid waarmee de ecosystemen worden aangetast aan te pakken, voert de EU in het kader van de Europese Green Deal een reeks gerichte beleidsmaatregelen en wetten uit. Voorbeelden hiervan zijn de biodiversiteitsstrategie van de EU voor 2030, plannen om de Vogelrichtlijn en de Habitatrichtlijn van de EU te verbeteren en het EU-initiatief inzake bestuivers. In juni 2024 heeft de EU de Natuurherstelwet aangenomen, een verordening die zich onder meer richt op het herstellen van aangetaste ecosystemen, het verbeteren van de biodiversiteit, het vergroten van groene stedelijke ruimten en het beter bestand maken van natuurlijke habitats tegen klimaatverandering.¹⁴ De lidstaten van de EU moeten hun nationale herstelplannen binnen twee jaar na de inwerkingtreding van de wet bij de Europese Commissie indienen. In deze plannen moeten de strategieën

¹² Network for Greening the Financial System, *Nature-related Financial Risks: a Conceptual Framework to guide Action by Central Banks and Supervisors*, NGFS, juli 2024.

¹³ [GBF-doelstelling 15](#): De ondernemingen onderzoeken biodiversiteitsgerelateerde risico's en negatieve impact, maken ze openbaar en verminderen ze.

¹⁴ Europese Commissie, "[Natuurherstelwet: Ondersteuning van het herstel van ecosystemen voor mensen, het klimaat en de planeet](#)".

worden beschreven om de vastgestelde doelen te halen. De Natuurherstelwet brengt transitierisico's met zich mee, aangezien bedrijven zich moeten aanpassen aan de nieuwe regelgeving, maar biedt op de langere termijn ook voordelen voor de financiële stabiliteit doordat ecosystemen en de diensten die zij leveren worden behouden.

3 Natuuraantasting en biodiversiteitsverlies brengen materiële economische en financiële risico's met zich mee

Via diverse transmissiekanalen kunnen natuurgerelateerde risico's de prijsstabiliteit en de financiële stabiliteit beïnvloeden. Net als bij klimaatgerelateerde risico's kan bij natuuraantasting onderscheid worden gemaakt tussen fysieke risico's (voor economische bedrijvigheid die afhankelijk is van ecosystemen), en transitierisico's (die voortvloeien uit bijvoorbeeld veranderingen in beleid, juridisch precedent, consumentenvoorkeuren en marktsentiment). Hierbij vormen juridische risico's een subcategorie van de fysieke en transitierisico's, die kunnen voortvloeien uit een verscheidenheid aan factoren, waaronder aansprakelijkheidsclaims, veranderingen in beleid en regelgeving en wangedrag.¹⁵

Fysieke risico's doen zich voor in zowel acute als chronische vorm en raken vooral sectoren die afhankelijker zijn van specifieke ecosysteemdiensten (zie Figuur 1). Acute natuuraantasting doet zich abrupt voor, bijvoorbeeld door bosbranden, olielekken en ongedierteplagen. Chronische aantasting, daarentegen, bouwt zich in de loop van de tijd op, zoals de aantasting van grond waardoor akkerland uiteindelijk ongeschikt wordt voor verbouwing. Het kan lastig zijn om onderscheid te maken tussen acute en chronische aantasting omdat de verschillende elementen in de natuur sterk met elkaar verweven zijn, wat leidt tot samengestelde effecten en moeilijk te voorziene omslagpunten.¹⁶ Zo kan ook chronische aantasting op een bepaald moment leiden tot een abrupte forse achteruitgang van ecosysteemdiensten.

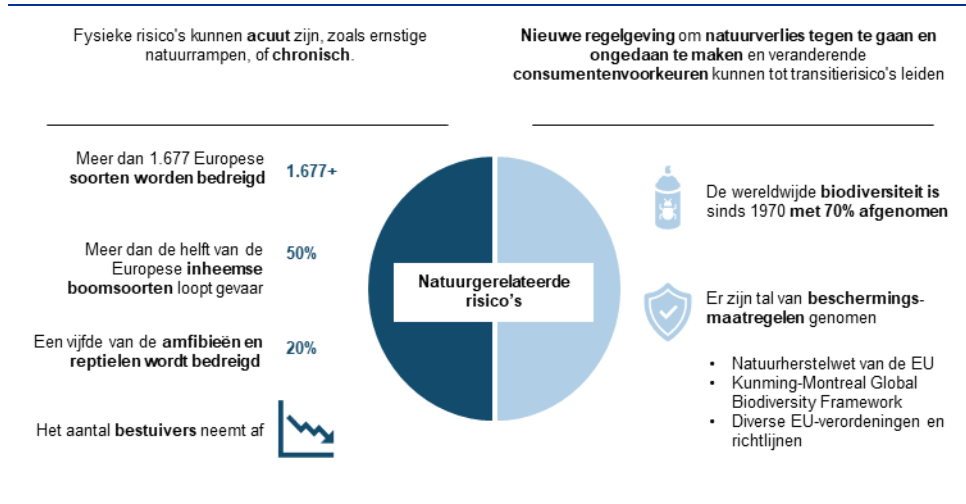
Transitierisico's hebben vooral gevolgen voor activiteiten die de natuur aantasten en dus gevoelig zijn voor maatregelen om de natuur te beschermen en te herstellen (zie Figuur 1). Overheden voeren hun inspanningen op om de natuur en de biodiversiteit te beschermen. Dit doen ze door regelgeving en beleid te versterken waarmee de exploitatie van natuurlijke hulpbronnen wordt beperkt of door bepaalde producten die natuuraantasting veroorzaken, te verbieden. Ook technologische innovatie, nieuwe bedrijfsmodellen en veranderingen in het consumenten- of beleggerssentiment kunnen transitierisico's en -kosten met zich meebrengen, aangezien bedrijven gedwongen worden zich aan te passen.

¹⁵ O'Connell, M., "Birth of a naturalist? Nature-related risks and biodiversity loss: legal implications for the ECB", *Legal Working Paper Series*, nr. 22, ECB, juni 2024.

¹⁶ Samengestelde effecten binnen onderling verweven ecosystemen treden op wanneer meerdere milieustressoren op elkaar inwerken, wat leidt tot ernstigere gevolgen dan één stressor zou veroorzaken. Zie Lenton, T.M. et al. (red.), *The Global Tipping Points Report 2023*, University of Exeter, Verenigd Koninkrijk, voor bewijs van omslagpunten in verschillende ecosystemen, zoals bossterfte, woestijnvorming in droge gebieden, eutrofiëring van meren, het afsterven van koraalriffen en de teloorgang van de visserij.

Figuur 1

Natuuraantasting, waaronder biodiversiteitsverlies, leidt tot fysieke risico's en transitierisico's voor de Europese economie en het financiële stelsel



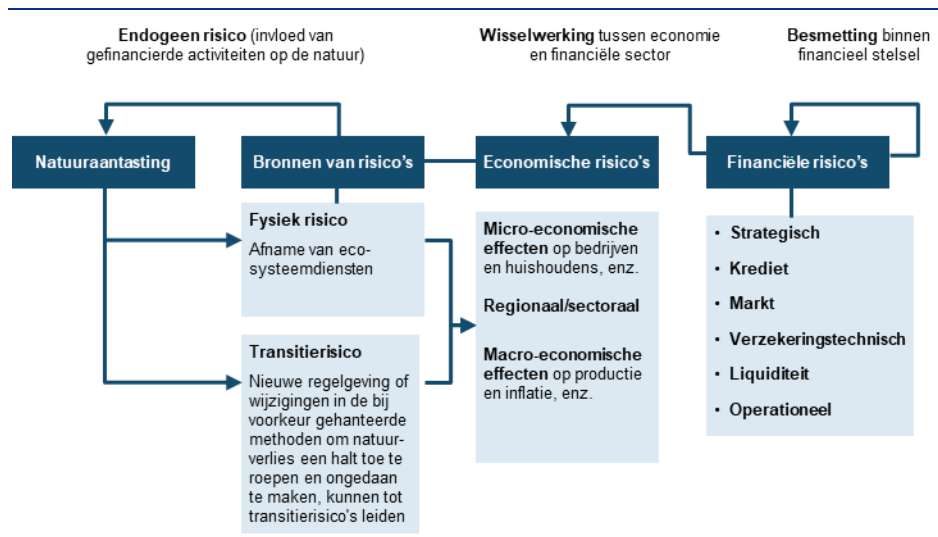
Bron: ECB.

Wanneer zowel fysieke als transitierisico's zich manifesteren, kan dat grote gevolgen hebben voor de prijsstabiliteitsdoelstelling van het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) uit hoofde van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie en kunnen zich verliezen voordoen die de financiële stabiliteit kunnen bedreigen (zie Figuur 2). Deze gevolgen kunnen

direct zijn, zoals bodemerrosie en het verlies van bestuivers – waardoor de productiviteit van de landbouw afneemt en de voedselprijzen worden opgedreven, en waardoor ook de waarde van de grond en het inkomen van boeren afneemt. De gevolgen kunnen eveneens indirect zijn, doordat gevolgen die elders in de wereld optreden via de waardeketens naar de binnenlandse economie worden overdragen. Voor afzonderlijke financiële instellingen of financiële stelsels kunnen economische gevolgen zich vervolgens via gefinancierde activiteiten vertalen in financiële risico's, waaronder kredietrisico's, marktrisico's en verzekeringstechnische risico's. Dergelijke risico's kunnen door een samenloop van afzonderlijke risico's of door financiële besmetting nog verder worden versterkt. Ze kunnen bovendien endogeen van aard zijn en voortkomen uit de schade aan de natuur die wordt veroorzaakt door de economische activiteiten die door deze instellingen wordt gefinancierd. De macro-economische effecten van deze natuurgerelateerde risico's kunnen van invloed zijn op de uitvoering van het monetair beleid, onder andere door verstoring van de financiële stabiliteit. Bovendien kan de gelijkmatige transmissie van monetairbeleidsimpulsen in het gehele eurogebied worden belemmerd als natuurgerelateerde risico's zich in de verschillende landen op verschillende wijze manifesteren.

Figuur 2

Transmissiekanalen in het onderzoekskader voor natuurgerelateerde risico's



Toelichting: Deze grafiek is in aangepaste vorm overgenomen uit NGFS, "Nature-related Financial Risks: a Conceptual Framework to guide Action by Central Banks and Supervisors", juli 2024.

Naast de directe invloed op de primaire doelstelling, heeft het ESCB zich ook aan andere Verdragsbepalingen te houden. Voor zover het beschermen van de natuur rechtstreeks bijdraagt aan het beperken van de klimaatcrisis, kan dit worden beschouwd als in overeenstemming met de verplichting van het ESCB om het algemene economische beleid in de EU te ondersteunen.¹⁷ Bovendien moet het ESCB krachtens artikel 7 en 11 van het Verdrag toezien op de samenhang van de wetgeving van de Unie, de vereisten inzake milieubescherming integreren in zijn beleid en optreden en zich onthouden van besluiten die tegen deze vereisten indruisen.

4 Voortgang bij het kwantificeren van natuurgerelateerde risico's

Uit recent onderzoek van de ECB is gebleken dat de economie en het financiële stelsel van het eurogebied sterk afhankelijk zijn van de natuur en haar ecosysteemdiensten.¹⁸ Van de 4,2 miljoen niet-financiële ondernemingen (NFC's) in het eurogebied geldt voor 72% dat zij sterk afhankelijk zijn van ecosysteemdiensten en door aantasting van ecosystemen aanzienlijke economische problemen zouden ondervinden. Bodembedekking door vegetatie vermindert bijvoorbeeld erosie, voorkomt lawines en aardverschuivingen en biedt bescherming tegen overstromingen en stormen. Aantasting daarvan kan dus grote economische gevolgen hebben. Ongeveer 75% van alle bedrijfsleningen in het eurogebied wordt verstrekt aan NFC's die sterk afhankelijk zijn van ten minste één ecosysteemdienst (zie Grafiek 1). Als de achteruitgang van het milieu volgens de huidige trends

¹⁷ O'Connell, M., op. cit.

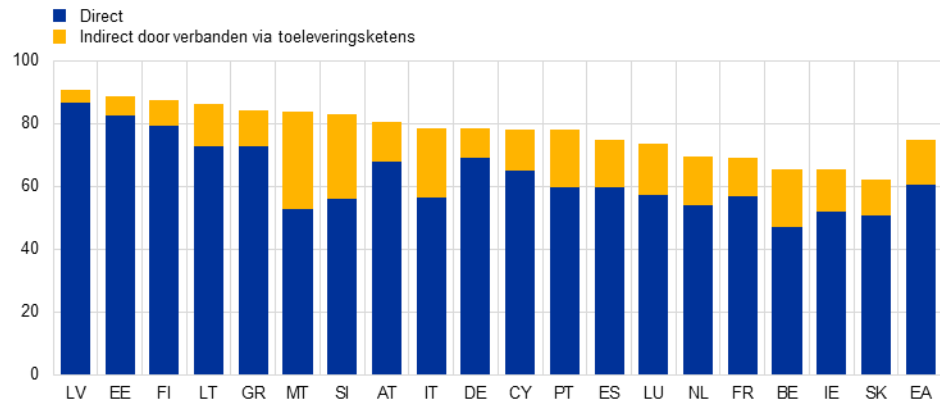
¹⁸ Boldrini, S., Ceglar, A., Lelli, C., Parisi, L. en Heemskerk, I., "Living in a world of disappearing nature: physical risk and the implications for financial stability", *Occasional Paper Series*, nr. 333, ECB, 2023.

doorgaat, kan dit substantiële gevolgen hebben voor kredietportefeuilles, met een concentratie van grotere kwetsbaarheden in bepaalde regio's en economische sectoren.

Grafiek 1

Blootstelling van kredietportefeuilles van banken in het eurogebied aan natuurgerelateerde risico's

(december 2021, y-as: percentages; aandeel leningen met hoge afhankelijkheidsscore)



Bronnen: EXIOBASE, ENCORE, AnaCredit en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De grafiek toont het aandeel leningen met een hoge afhankelijkheidsscore (groter dan 0,7) voor ten minste één ecosysteemdienst. Een lening geldt als zeer afhankelijk wanneer de debiteur-onderneming hoog genoeg scoort op directe afhankelijkheid (blauwe balk) of hoog genoeg scoort rekening houdend met mogelijke verbanden via toeleveringsketens (gele balk).

In een andere ECB-analyse wordt onderzocht hoe de economie van het eurogebied van invloed is op de natuur en haar ecosysteemdiensten, en wordt de dubbele materialiteit van natuurgerelateerde risico's aangetoond. De economie van het eurogebied heeft de natuur en de biodiversiteit aanzienlijk beïnvloed via twee belangrijke factoren: grondgebruik en klimaatverandering.¹⁹ In totaal hebben de NFC's in het eurogebied een impact die alleen al in het eurogebied gelijk staat aan het verlies van ongeveer 365 miljoen hectare aan natuurlijke habitat. Dit cijfer omvat het verlies aan biodiversiteit als gevolg van (i) de reeds waargenomen grondconversie en (ii) het potentiële biodiversiteitsverlies in de komende 100 jaar als gevolg van het potentieel voor wereldwijde opwarming van broeikasgasemissies in 2021.

Natuurgerelateerde risico's hebben een wereldwijde reikwijdte doordat de vraag die NFC's in het eurogebied via hun toeleveringsketen uitoefenen hun milieu-impact tot mondiale dimensies vergroot. NFC's in het eurogebied zijn afhankelijk van grondstoffen die van buiten Europa afkomstig zijn, waardoor activiteiten die bijdragen aan de achteruitgang van de natuur, zoals mijnbouw, worden gestimuleerd. Azië en Afrika worden het zwaarst getroffen, omdat de NFC's in het eurogebied sterk afhankelijk zijn van de levering van landbouw-, mijnbouw- en industrieproducten uit deze continenten. In totaal veroorzaken NFC's in het eurogebied een verlies van circa 217 miljoen hectare aan natuurlijke habitats buiten het eurogebied. Samengenomen staat de Europese en wereldwijde impact gelijk aan

¹⁹ Ceglar, A., Boldrini, S., Lelli, C., Parisi, L. en Heemskerk, I., "The impact of euro area economy and banks on biodiversity", *Occasional Paper Series*, nr. 335, ECB.

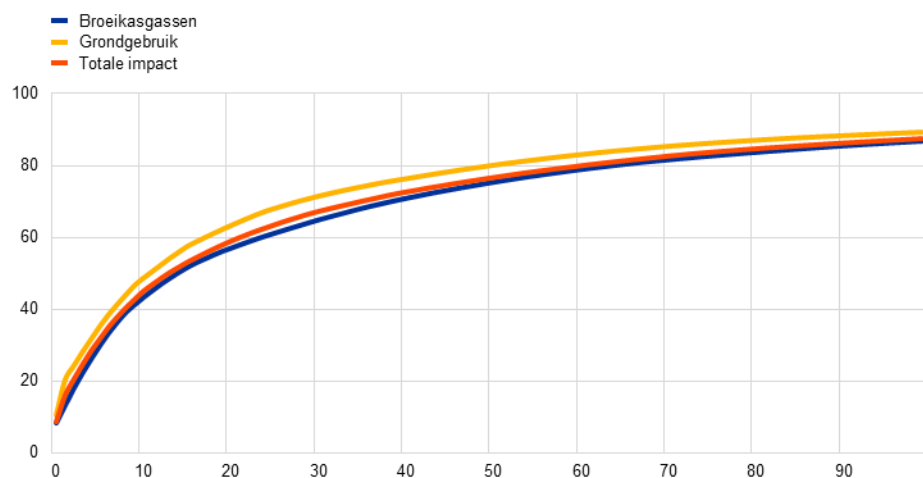
het verlies van 582 miljoen hectare aan ongerepte natuurgebieden wereldwijd – een gebied ter grootte van bijna 60% van het Europese vasteland. Aangezien bij deze berekening enkele andere belangrijke oorzaken van biodiversiteitsverlies buiten beschouwing worden gelaten, zoals de niet-duurzame exploitatie van natuurlijke hulpbronnen en vervuiling, wordt het werkelijke cijfer voor biodiversiteitsverlies waarschijnlijk te laag ingeschat.

De negatieve impact op de biodiversiteit die wordt gefinancierd door banken in het eurogebied is sterk geconcentreerd (zie Grafiek 2). De tien banken met de grootste impact op de natuur zijn verantwoordelijk voor de financiering van ongeveer 40% van het geschatte wereldwijde verlies aan biodiversiteit dat door NFC's in het eurogebied wordt veroorzaakt. Dit aandeel ligt rond de 90% voor de 100 banken met de grootste impact – van de 2.500 die in het onderzoek zijn opgenomen – wat duidt op een hoge concentratie van de financieringsactiviteiten met een negatieve impact op de biodiversiteit, en daarmee een hoog transitierisico. Voor deze financiële instellingen kan wetgeving gericht op het ongedaan maken van de natuuraantasting negatieve financiële consequenties hebben.

Grafiek 2

Concentratie van de impact op de biodiversiteit die wordt gefinancierd door banken in het eurogebied

(december 2021; y-as: percentages, x-as: aantal banken)



Bronnen: AnaCredit, EXIOBASE, BvD Electronic Publishing GmbH - een onderneming van Moody's Analytics, iBACH en Schipper et al.*.

Toelichting: Concentratie van de impact op de biodiversiteit in het eurogebied die wordt gefinancierd door de 100 banken met de grootste impact per type impact. De impact wordt van de debiteur aan banken toegerekend volgens het aandeel van de bank in de totale schuldenlast van de debiteur. Biodiversiteitsverlies wordt berekend door de optelling van de impact van een debiteur op de gemiddelde soortenrijkdom die het gevolg is van broeikasgasemissies en het grondoppervlak dat voor de productie van goederen wordt gebruikt.

*) Schipper, A.M. et al., "Projecting terrestrial biodiversity intactness with GLOBIO 4", *Global Change Biology*, Vol. 26, nr. 2, 2019, blz. 760-771.

Het is van essentieel belang om inzicht te verkrijgen in de wijze waarop banken en het financiële stelsel bredere zin te maken hebben met de toename van klimaatgerelateerde risico's door aantasting van ecosystemendiensten. Het grootste risico voor banken in het eurogebied manifesteert zich waarschijnlijk als een combinatie van klimaat- en natuureffecten. Grafiek 3, paneel a) illustreert de sectorale afhankelijkheid van de oppervlaktewatervoorziening en de verwachte blootstelling aan het droogterisico tussen 2030 en 2040. De grotere afhankelijkheid

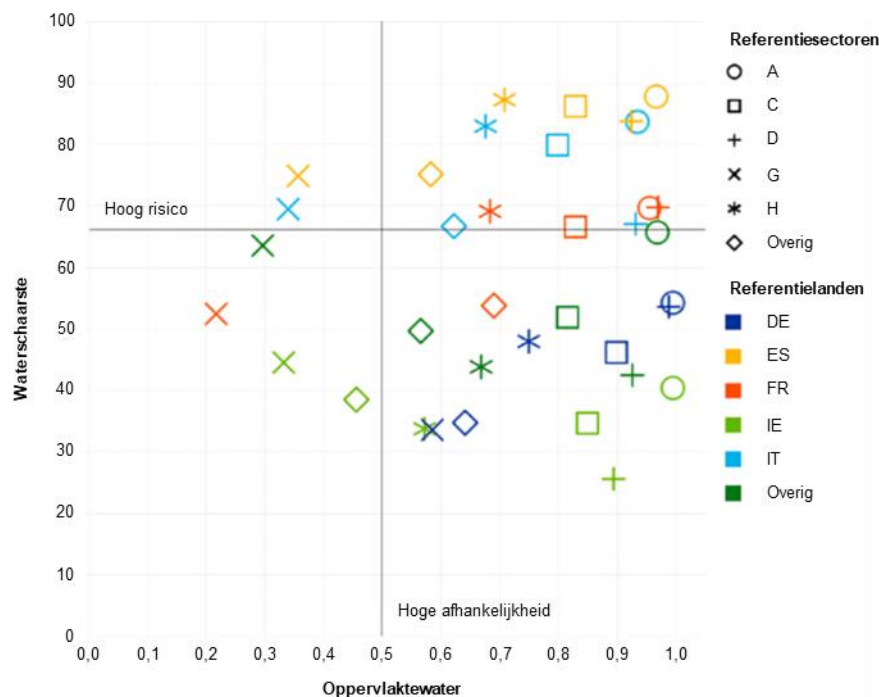
van een economische sector van de oppervlaktewatervoorziening kan worden versterkt door een hoog droogterisico, wat de impact kan vergroten op de NFC's in die sectoren en op de leningverstreckende banken. Een groot deel van de leningen in Zuid-Europa wordt verstrekt aan NFC's in sectoren die aan beide risico's zijn blootgesteld (zie Grafiek 3, paneel b).

Grafiek 3

Fysiske natuur- en klimaatgerelateerde risico's

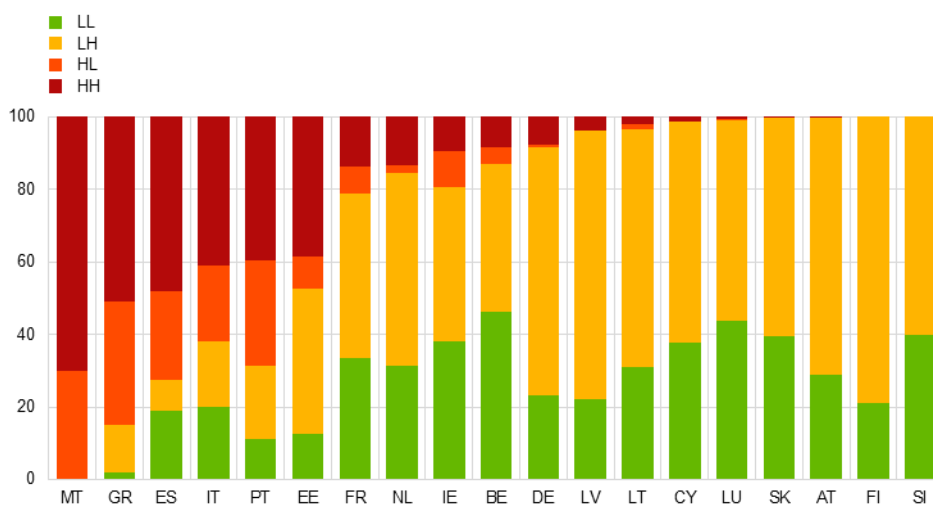
a) Gemiddeld risiconiveau per land en sector

(y-as: gemiddeld niveau van de waterschaarste-index voor 2031-2040; x-as: gemiddelde afhankelijkheidsscore)



b) Aandeel van de leningen naar land van vestiging en risiconiveau van NFC's

(december 2021, y-as: percentages; aandeel leningen naar risiconiveau)



Bronnen: AnaCredit, EXIOBASE, BvD Electronic Publishing GmbH - een onderneming van Moody's Analytics, iBACH en Alogoskoufis et al.*.

Toelichting: Paneel a) toont het gemiddelde niveau van het waterschaarsterisico voor 2031-2040 (y-as) en de gemiddelde afhankelijkheidsscore van oppervlaktewater (x-as) per land en sector (NACE-niveau), met de volgende mate van granulariteit: A (landbouw, bosbouw en visserij), C (verwerkende industrie), D (elektriciteitsvoorziening), G (groot- en detailhandel), H (vervoer en opslag), en Overige voor de referentiesectoren. De waterschaarstescore meet de verwachte veranderingen in droogteachtige patronen over een zeker tijdsverloop. Paneel b) illustreert voor elk land in het eurogebied het aandeel van de leningen aan NFC's in het eurogebied op basis van hun gecombineerde klimaat- en natuurrisiconiveau. LL staat voor laag klimaatrisico, lage natuurafhankelijkheid, LH voor laag klimaatrisico, hoge natuurafhankelijkheid, HL voor hoog klimaatrisico, lage natuurafhankelijkheid en HH voor hoog klimaatrisico, hoge natuurafhankelijkheid.

*) Alogoskoufis, S. et al., "ECB economy-wide climate stress test", Occasional Paper Series, nr. 281, 2021.

De analyse van de ECB kijkt vooruit en stelt de kwetsbaarheid van banken in het eurogebied voor toekomstig biodiversiteitsverlies vast (zie Grafiek 4). Als de wereld het huidige emissiepad blijft volgen en een aanzienlijke druk op de biodiversiteit blijft uitoefenen (ongunstig scenario), kunnen de verliezen voor banken in het eurogebied gemiddeld bijna driemaal hoger uitvallen dan in een toekomstscenario dat op het Klimaatakkoord van Parijs is afgestemd en waarin efficiënt met hulpbronnen wordt omgegaan (duurzaamheidsscenario). Uit de analyse blijkt dat de grootste verliezen zich in Duitsland zouden voordoen, gezien de mate van afhankelijkheid van de biodiversiteit van de sterkste economische sectoren van het land, zoals de verwerkende industrie. Aanvullende bevindingen uit de analyse laten zien dat banken met een lager kapitaal meer blootstaan aan biodiversiteitsrisico's. Kleinere banken hebben doorgaans geconcentreerdere portefeuilles en richten zich meestal op kleinere regio's, terwijl grotere banken beter in staat zijn om te diversifiëren.²⁰

Ook niet-bancaire financiële instellingen (NBFi's) staan bloot aan de economische gevolgen van natuuraantasting en biodiversiteitsverlies. Volgens de Europese Autoriteit voor Verzekeringen en Bedrijfspensioenen (EIOPA) is circa 30% van de beleggingen van verzekeraars sterk afhankelijk van de natuur en de ecosysteemdiensten die zij levert.²¹ In de IPBES Global Assessment²² en de Dasgupta Review²³ wordt benadrukt dat wanneer NBFi's biodiversiteitsoverwegingen bij hun investeringsbeslissingen betrekken, zij een cruciale rol kunnen spelen bij het beperken van de risico's die gepaard gaan met natuuraantasting en tegelijkertijd het behoud van ecosystemen kunnen bevorderen.

Uit ander onderzoek van het Eurosysteem blijkt dat centrale banken en toezichthouders zich steeds meer bewust worden van de aanzienlijke risico's voor de macro-economische en financiële stabiliteit die natuuraantasting met zich meebrengt. Zo maakte De Nederlandsche Bank (DNB) bekend dat in totaal € 510 miljard aan beleggingen van Nederlandse banken, pensioenfondsen en verzekeraars (oftewel 36% van de onderzochte portefeuille van ruim € 1.400 miljard) sterk van ecosysteemdiensten afhankelijk is.²⁴ DNB onderzocht ook potentiële transitierisico's en stelde een aanzienlijke blootstelling vast aan stikstofuitstotende sectoren en wereldwijde beleidsmaatregelen ter bescherming van ecosystemen. Daarnaast stelde de Banque de France vast dat 42% van de waarde van de effecten in handen van Franse financiële instellingen afkomstig is van emittenten die sterk van ecosysteemdiensten afhankelijk zijn, met een biodiversiteitsvoetafdruk die vergelijkbaar is met het verlies van 13 miljoen hectare aan ongerepte natuur.²⁵ Onderzoek naar de Ierse en Litouwse financiële sector heeft vergelijkbare

²⁰ Boldrini, S. et al., op. cit. Zie hoofdstuk 4.2, Grafiek 18.

²¹ "EIOPA Staff paper on nature-related risks and impacts for insurance", EIOPA-23/247, 2023.

²² Brondízio, E.S. et al., op. cit.

²³ Dasgupta, P., "The Economics of Biodiversity: The Dasgupta Review", HM Treasury, 2021.

²⁴ Van Toor, J., Piljic, D., Schellekens, G., van Oorschot, M. en Kok, M., *Biodiversiteit en de financiële sector: een kruisbestuiving? Verkenning van risico's van biodiversiteitsverlies voor de Nederlandse financiële sector*, De Nederlandsche Bank en Planbureau voor de Leefomgeving, 2020.

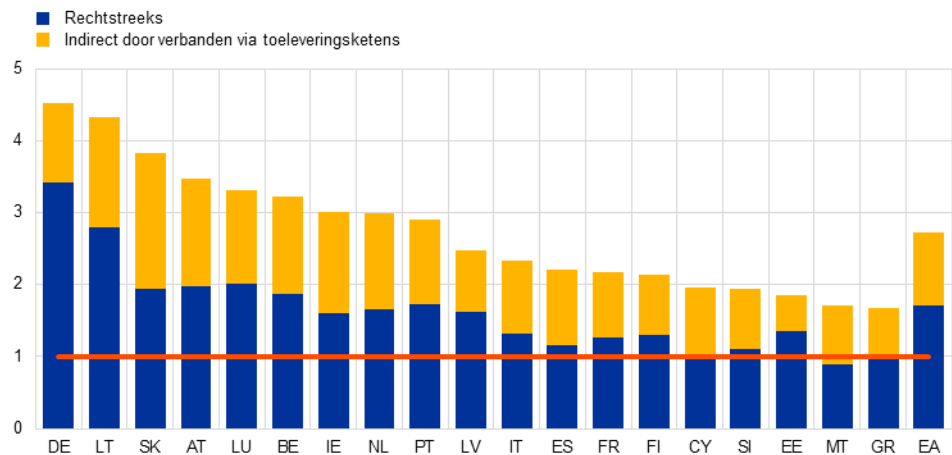
²⁵ Svartzman, R., Espagne, E., Gauthey, J., Hadji-Lazaro, P., Salin, M., Allen, T., Berger, J., Calas, J., Godin, A. and Vallier, A., "A 'Silent Spring' for the Financial System? Exploring Biodiversity-Related Financial Risks in France", *Working Paper Series*, nr. 826, Banque de France, augustus 2021.

bevindingen opgeleverd, wat de wijdverbreide relevantie van natuurgerelateerde financiële risico's nog eens onderstreept.²⁶ In Kader 1 wordt dieper op dit lopende onderzoek ingegaan.

Grafiek 4

Ratio van de veranderingen in de verwachte verliezen op kredietportefeuilles van banken bij ongunstige biodiversiteits- en duurzaamheidsscenario's in 2050

(december 2021, ratio van de verwachte verliezen van banken)



Bronnen: EXIOBASE, ENCORE, AnaCredit en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Ratio van de veranderingen in de verwachte verliezen van banken bij het ongunstige biodiversiteitsscenario (gebaseerd op scenario SSP5 x RCP8.5 van het Intergovernmental Panel on Climate Change) tegenover het duurzaamheidsscenario (gebaseerd op SSP1 x RCP2.6). Het ongunstige scenario wordt gekenmerkt door een sterke economische groei, een consumptiegerichte en energie-intensieve samenleving en zeer intensieve landbouwpraktijken, en houdt verband met een hoge mate van klimaatverandering. Het duurzaamheidsscenario, daarentegen, wordt gekenmerkt door een relatief lage bevolkingsgroei, een minimale toename van de consumptie als gevolg van een minder hulpbronintensieve levensstijl (zoals minder vleesconsumptie) en technologieën die efficiënter met hulpbronnen omgaan, een strengere regulering van veranderingen in grondgebruik door uitbreiding van beschermde gebieden en aanzienlijke verbeteringen van de landbouwproductiviteit, waardoor herbebossing mogelijk is. Dit scenario houdt verband met een lage mate van klimaatverandering. De verwachte verliezen worden in eerste instantie berekend op het niveau debiteur-kredietverstrekker, met de gemiddelde veranderingen in soortenrijkdom als schok. De schok wordt vervolgens vermenigvuldigd met de afhankelijkheidsscore van ecosystemendiensten van de debiteur, berekend met behulp van EXIOBASE en ENCORE, en het ongedekte bedrag van de lening die aan de debiteur is verstrekt. De resultaten worden op landniveau geaggregeerd, met het bedrag van de leningen als gewicht.

Kader 1

Natuurgerelateerde risicobeoordeling voor Nederlandse en Franse financiële instellingen

Door Marie Gabet en Sjoerd van der Zwaag

Fase 1: Risicobronnen in kaart brengen

Zowel De Nederlandsche Bank (DNB) als de Banque de France hebben de blootstelling van hun nationale financiële stelsels aan ecosystemendiensten geanalyseerd om een beter inzicht te krijgen in de impacts en afhankelijkheden.

Uit het onderzoek van DNB blijkt dat 36% van de onderzochte portefeuilles van Nederlandse financiële instellingen sterk afhankelijk is van ecosystemendiensten, maar dit vertegenwoordigt enkel de directe afhankelijkheid van de natuur.²⁷ Het onderzoek van de Banque de France naar effecten die door Franse financiële instellingen worden aangehouden, verbetert deze analyse door ook

²⁶ KPMG, "The Nature of Finance. Assessing the nature-related risks and opportunities for the Irish Financial Sector", 2023; Borges, S. en Laurinaityte, N.M., "Assessing Nature-Related Financial Risks:", 2023. The Case of Lithuania", *Occasional Paper Series*, nr. 48, Lietuvos bankas, 2023.

²⁷ Van Toor, J. et al., op. cit.

indirecte afhankelijkheden mee te nemen.²⁸ Het bevat schattingen op basis van gegevens uit de dataset Securities Holding Statistics by Sector (SHSS) van de ECB, waarbij de nadruk ligt op beursgenoteerde aandelen en schuldbewijzen die zijn uitgegeven door NFC's en die per ultimo 2019 door Franse financiële instellingen worden aangehouden. Uit deze studie blijkt dat 42% van de waarde afkomstig is van emittenten die sterk afhankelijk zijn van een of meer ecosysteemdiensten, zoals watervoorziening, erosiebestrijding of bescherming tegen overstromingen en stormen.²⁹ Verstoring van deze ecosysteemdiensten zou waarschijnlijk leiden tot een aanzienlijke productieverstoring, wat erop duidt dat de portefeuille zeer kwetsbaar voor potentiële schokken kan zijn.

Uit het onderzoek blijkt ook dat de economische activiteiten die door Franse financiële instellingen worden gefinancierd een aanzienlijke impact hebben op de natuur, vergelijkbaar met het geschatte verlies van ten minste 13 miljoen hectare aan ongerepte natuur – wat gelijk staat aan de volledige aantasting van grond met een oppervlak van een kwart van het Franse vasteland. Deze impact is voornamelijk het gevolg van de druk die wordt uitgeoefend door veranderingen in grondgebruik. Diverse economische sectoren dragen aan deze voetafdruk bij, waaronder de productie van chemicaliën, de verwerking van zuivelproducten en de productie en distributie van gas.

DNB heeft daarnaast voor twee voor aandelenportefeuilles in de eigen reserves een pilotstudie uitgevoerd waarbij gebruik is gemaakt van een geïntegreerde LEAP-benadering (locate, evaluate, assess and prepare) die is ontwikkeld door de Taskforce on Nature-related Financial Disclosures^{30,31} Het onderzoek richt zich op de elektriciteitssector en combineert locatiegegevens op activaniveau en individuele financiële risicoscores, waardoor inzicht wordt verkregen in natuurgerelateerde risico's op bedrijfs- en portefeuilleniveau. De conclusie is dat de energieproductiemix in het met het Klimaatakkoord van Parijs in lijn gebrachte portefeuille van DNB weliswaar minder koolstofintensief is dan de passief beheerde breed samengestelde marktportefeuille, maar dat de bijbehorende natuurgerelateerde financiële risico's daardoor niet substantieel worden verlaagd. Dit komt voornamelijk doordat de energieproductiemix sterker aan waterkracht is blootgesteld, die een lage koolstofintensiteit heeft, maar een relatief hoge impact heeft op en afhankelijk is van water. De verschillen in risico's komen dan niet zozeer voort uit de koolstofintensiteit, maar vooral uit de locatie van energiecentrales (bijvoorbeeld dicht bij belangrijke ecosystemen).

Fase 2: Economische en financiële risico's onderzoeken

Voortbouwend op eerste onderzoeken is er recentelijk ook onderzoek verricht om de potentiële economische impact van natuurgerelateerde financiële risico's beter te kunnen kwantificeren. In een onderzoek naar Frans transitiebeleid dat streeft naar "geen netto ruimtebeslag" in 2050 en een halvering van het ruimtebeslag in 2031 worden verschillen in kwetsbaarheid tussen sectoren vastgesteld.³² Een aantal van de sectoren die het meest aan het ruimtebeslag bijdragen, zoals de groot- en detailhandel, hebben een relatief groot aanpassingsvermogen en zijn dan ook minder

²⁸ Svartzman, R. et al., op. cit.

²⁹ *ibid.*

³⁰ TNFD, *Guidance on the identification and assessment of nature-related issues: The LEAP approach*, september 2023.

³¹ Tiems, I., Smid, V. and Ginther, C., *Nature-related financial risks in our own account investments: An exploratory case study and deep dive in electric utilities*, DNB, februari 2024.

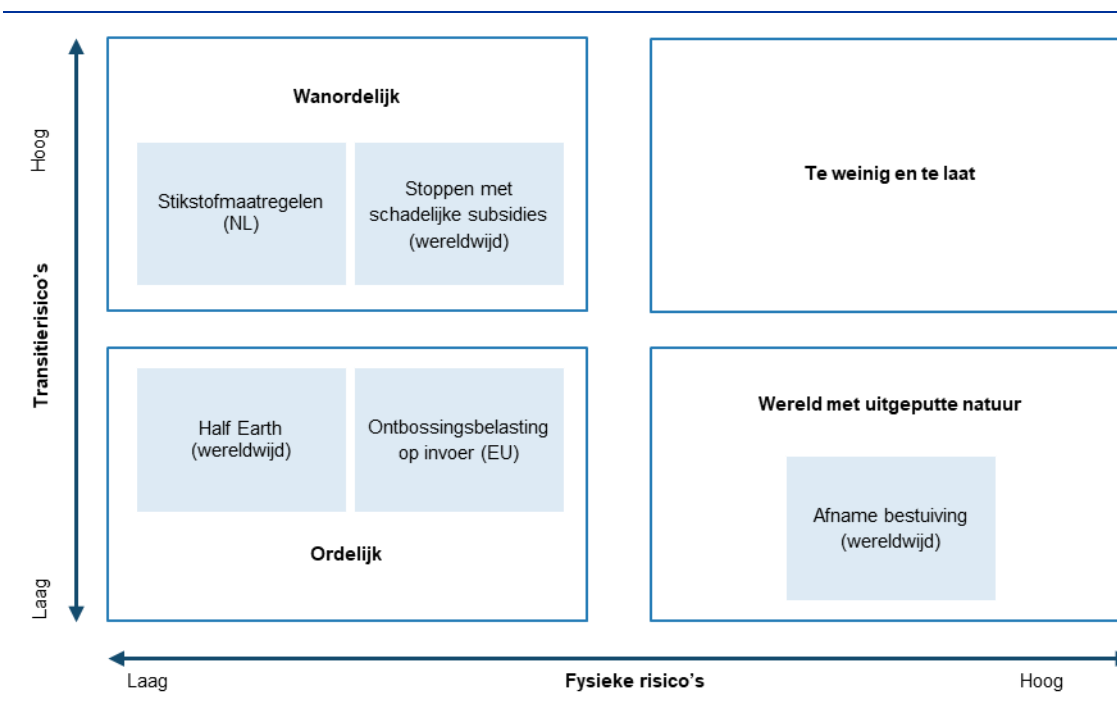
³² L'Estoile, E., Salin, M., *Who Takes the Land? Quantifying the Use of Built-Up Land by French Economic Sectors to Assess Their Vulnerability to the 'No Net Land Take' Policy*. Banque de France Working Paper 941, 2024.

kwetsbaar. Sectoren als de landbouw en accommodatie- en voedingsdiensten zouden daarentegen het hardst worden getroffen. Ook een aantal sectoren die collectieve goederen produceren (afvalverwerking en waterzuivering) zouden ook financiële problemen kunnen ondervinden.

De impact van natuurgerelateerde risico's hangt af van het tempo waarin de natuur verder wordt aangetast en het beleid dat wordt gevoerd om die aantasting ongedaan te maken of af te remmen. Een analyse van DNB verkent de economische en financiële stabiliteitsrisico's die gepaard gaan met vijf natuurscenario's (zie Figuur).³³ Het mondiale scenario waarbij alle expliciete en impliciete subsidies voor fossiele brandstoffen plotseling en volledig worden stopgezet, zonder rekening te houden met het compenserende effect van stimulerende budgettaire maatregelen, heeft een significant piekeffect op het bbp, met een daling van 3% in jaar twee. In het Nederlandse stikstofscenario, waarin onvoldoende maatregelen worden genomen om de stikstofvoetafdruk te verminderen, is het piekeffect op het Nederlandse bbp een daling van 1,4% in het tweede jaar na de schok. Het scenario waarbij de landbouwproductie voldoende wordt verminderd om het stikstofprobleem aan te kunnen pakken, leidt daarentegen tot een piekdaling van het bbp met 0,7%. Uit voorlopige schattingen van de kredietverliezen voor Nederlandse banken in de twee scenario's met de grootste economische impact komen beperkte systeembrede kapitaalverliezen naar voren van 5 tot 30 basispunten. Deze voorlopige uitkomsten lijken erop te wijzen dat het mogelijk moet zijn om natuurbeschermingsbeleid te voeren zonder de Nederlandse economie en financiële stabiliteit substantieel aan te tasten.

Figuur

Taxonomie van natuurgerelateerde scenario's



Bron: Prodani et al., op. cit.

Toelichting: Het Half Earth-scenario houdt in dat de helft van de aarde behouden blijft voor natuurbehoud.

³³ Prodani, J. et al., "The economic and financial stability repercussions of nature degradation for the Netherlands: Exploring scenarios with transition shocks. A first exploration", *Occasional Studies*, Vol. 21-2, De Nederlandsche Bank, 2023.

Het modelleren van de economische effecten van natuurgerelateerde risico's staat momenteel nog in de kinderschoenen, en de DNB-studie³⁴ heeft verschillende beperkingen, zoals: (i) er zijn op zichzelf staande beleidsmaatregelen bestudeerd, terwijl realistischere scenario's rekening zouden houden met meerdere gelijktijdige schokken; (ii) door het gebruik van een berekenbaar algemeen evenwichtsmodel wordt de kortetermijnstress waarschijnlijk te laag geschat; (iii) veel onderlinge afhankelijkheden worden nog niet meegenomen, waaronder interacties met het klimaat; en (iv) de heterogeniteit van effecten tussen sectoren wordt niet altijd in economische modellen en nooit in de gebruikte stresstestmodellen meegenomen. Alles bijeen genomen, wijzen de onzekerheid over natuurgerelateerde risico's en de verkennende methodologieën die in deze studie zijn toegepast op een onderschatting van de gevolgen voor de reële economie en de financiële stabiliteit.

5 Het beheersen van natuurgerelateerde risico's: vervolgstappen

Er is behoefte aan een systematische, proactieve en alomvattende aanpak voor het kwantificeren en onderzoeken van het effect van escalerende natuurgerelateerde economische en financiële risico's op de prijsstabiliteit en de financiële stabiliteit. Om klimaat- en natuuroverwegingen in de functies van het ESCB te verankeren, moet een complexe reeks dynamische interacties tussen biodiversiteit, het functioneren van ecosystemen, de economie en het financiële stelsel worden geïnterpreteerd. De volgende stappen zouden moeten worden gezet om deze aanpak te ontwikkelen: (i) het identificeren van de meest materiële bronnen van fysieke risico's en transitierisico's vanuit macro-economisch, microprudentieel en macroprudentieel perspectief; (ii) het beoordelen van economische risico's; en (iii) het onderzoeken van risico's voor, van en binnen het financiële stelsel.

De economische en financiële modellen die momenteel worden gebruikt om de gevolgen van klimaatverandering te onderzoeken, dekken niet alle natuurgerelateerde vraagstukken volledig en onderschatten daarom de waarschijnlijke cumulatieve gevolgen en daaruit voortvloeiende risico's.

Gezien de multidimensionaliteit van natuurgerelateerde risico's moet, naast de klimaatproblematiek, een breder spectrum van natuurgerelateerde uitdagingen worden onderzocht. Voor een dergelijk meeromvattend onderzoek is het nodig dat (i) hiaten in natuurgerelateerde data worden opgelost en de openbaarmaking van financiële data wordt verbeterd; (ii) geïntegreerde klimaat- en natuurscenario's worden ontwikkeld om een toekomstgerichte risicobeoordeling mogelijk te maken; (iii) de modelleringscapaciteiten worden verbeterd om de lokale gevolgen van natuurverlies op zowel regionale als mondiale schaal te kunnen onderzoeken; en (iv) kwantitatieve kaders voor risicobeoordeling, zoals geïntegreerde klimaat- en natuurstresstests, worden gecreëerd.

Voor een genuanceerder inzicht in de implicaties voor de doelstellingen onder het mandaat van het ESCB is het van essentieel belang om van een blootstellingsanalyse over te gaan op een risicobeoordeling. Daartoe dienen

³⁴ *ibid.*

datagedreven methoden en modellen te worden doorontwikkeld. De granulariteit van de locatiedata is van groot belang om specifieke biomen, regio's en sectoren nauwkeurig te kunnen onderzoeken. Om indirecte en domino-effecten langs de volledige mondiale waardeketens te kunnen onderzoeken, is het van belang dat er in scenario's en onderzoekskaders meer sectorale en geografische granulariteit en meerdere parameters worden opgenomen, zodat ook niet-lineaire en indirecte gevolgen worden meegenomen. Verder is er een gezamenlijke onderzoeksinspanning vanuit juridisch en financieel perspectief nodig om inzicht te verkrijgen in de gevolgen van wetwijzigingen voor financiële instellingen, waarbij het mondiale karakter van deze risico's en de noodzaak van internationale samenwerking moeten worden onderkend. De Taskforce on Biodiversity Loss and Nature-related risks van het Network for Greening the Financial System (NGFS) boekt flinke vooruitgang bij het integreren van natuurgerelateerde risico's in de activiteiten van centrale banken en financiële toezichthouders.³⁵

Banktoezichthouders houden al rekening met natuurgerelateerde risico's, en ook banken zelf concluderen steeds vaker dat natuuraantasting en biodiversiteitsverlies materiële risico's met zich meebrengen.³⁶ Die

vooruitziende benadering vraagt om proactieve maatregelen, ook wanneer data en methodologieën nog onvolkomenheden vertonen. Net als klimaatgerelateerde risico's kunnen natuurgerelateerde risico's tot waardevermindering van activa en onderpand leiden en de winstgevendheid van bedrijven en de verzekeraarbaarheid aantasten, zodat traditionele financiële risicocategorieën worden beïnvloed. De toenemende beschikbaarheid van data, gecombineerd met kennisontwikkeling samen met wetenschappers en regelgevers, geeft toezichthouders een stevige basis om tijdig over te gaan tot het integreren van natuurgerelateerde risico's in hun beleidskaders.³⁷ Dit is vooral van cruciaal belang voor sectoren als landbouw, bosbouw, mijnbouw en energie, die nu al de schadelijkste gevolgen voor de natuur en de biodiversiteit hebben. De data en methodologieën voor deze sectoren zijn al betrekkelijk geavanceerd, en kunnen helpen om verdere maatregelen te faciliteren.

Verder zouden centrale banken kunnen overwegen om natuurgerelateerde aspecten in hun duurzaamheidsplannen en -maatregelen op te nemen. Zo kan

de natuur worden betrokken bij strategieën voor reservebeheer en kunnen indicatoren worden gebruikt om vastgestelde risico's te monitoren. Gezien de omvangrijke wisselwerking tussen klimaatverandering en natuuraantasting, kan het nuttig zijn om klimaatactieplannen af te stemmen op beginselen voor natuurbehoud, in overeenstemming met het wereldwijde Kunming-Montreal Global Biodiversity Framework. Bij deze holistische strategie wordt de mogelijke rol van centrale banken bij de beheersing van natuurgerelateerde financiële risico's benadrukt, waarbij sprake is van een evenwicht tussen onmiddellijke acties en strategische planning voor de lange termijn. ECB-Banktoezicht en de centrale banken van het Eurosysteem hebben inmiddels enkele initiatieven ontplooid (zie Kader 1).

³⁵ [NGFS publishes two complementary reports on nature-related risks](#), persbericht, NGFS, 2 juli 2024.

³⁶ ECB-Banktoezicht, "Gids inzake klimaat- en milieurisico's. Supervisory expectations relating to risk management and disclosure", 2020; Elderson, F., "The economy and banks need nature to survive", *The ECB Blog*, 8 juni 2023.

³⁷ Europese Commissie, op. cit.

Een belangrijk aandachtspunt in het klimaat- en natuurplan van de ECB voor 2024-2025 is het nader onderzoeken van de impact van natuurgerelateerde risico's op onze economie, naast het verkrijgen van meer inzicht in de fysieke gevolgen van klimaatverandering.³⁸ De complexiteit van de milieu-uitdagingen en de potentiële risico's die ze vormen voor zowel de ECB als de nationale centrale banken onderstrepen de noodzaak van samenwerking met het bankwezen en van initiatieven die worden afgestemd met de wetenschappelijke wereld. Het is zaak om diverse belanghebbenden, zoals beleidsmakers en onderzoekers, samen te brengen om te komen tot een alomvattende en effectieve verankering van natuuroverwegingen in het raamwerk van de centrale banken.

6 Conclusies

De risico's die voortvloeien uit natuuraantasting en biodiversiteitsverlies vormen in potentie forse uitdagingen voor de op het Verdrag gebaseerde doelstelling van het ESCB om de prijsstabiliteit en de financiële stabiliteit te handhaven. Om deze uitdagingen het hoofd te bieden is een systematische, proactieve en alomvattende aanpak nodig, waarmee de toenemende natuurgerelateerde economische en financiële risico's worden gekwantificeerd en onderzocht. De steeds snelle verlopende natuuraantasting onderstreept nog eens de urgentie hiervan; wanneer deze noodzaak wordt genegeerd, kunnen de uiterst belangrijke ecologische stabiliteit en de economische veerkracht gevaar lopen. Als we de onvoorspelbare domino-effecten van biodiversiteitsverlies willen voorkomen, zouden beleidsmakers en financiële instellingen de kosten van natuuraantasting volledig in hun besluitvormingsprocessen moeten meenemen.

³⁸ ECB, [Klimaat- en natuurplan 2024-2025 in een notendop](#).

© Europese Centrale Bank, 2024

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 11 september 2024.

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

PDF ISSN 2363-3522, QB-BP-24-006-NL-N