



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSISTEEM

SEPTEMBER 2014, DOOR MEDEWERKERS VAN DE ECB SAMENGESTELDE MACRO-ECONOMISCHE PROJECTIES VOOR HET EUROGEBIED¹

Recente indicatoren wijzen op zwakkere vooruitzichten op de korte termijn, in een klimaat van gematigde handelsontwikkelingen, geopolitieke spanningen en onzekerheid over het hervormingsproces in een aantal landen van het eurogebied. Desalniettemin blijven in de basisprojectie de onderliggende krachten voor een aanhoudend herstel in tact. De binnenlandse vraag profiteert van de accommoderende monetairbeleidskoers – versterkt door de standaard- en bijzondere maatregelen die in juni 2014 zijn genomen – en een gunstigere kredietaanbodssituatie. In de basisprojectie wordt uitgegaan van een globaal neutrale begrotingskoers, na jaren van forse bezuinigingen. Daarnaast wordt de particuliere consumptie ondersteund door de impact van lage grondstoffenprijzen en stijgende inkomens, naarmate de arbeidsmarkt geleidelijk herstelt: de investeringen profiteren van een verminderde noodzaak tot balansaanpassingen en van inhaaleffecten na jaren van gematigde activiteit, hoewel aanvankelijk geremd door de ruime reservecapaciteit. De uitvoer profiteert van het geleidelijke mondiale herstel, versterkt door de effecten van de zwakkere effectieve wisselkoers van de euro. Volgens de projectie stijgt het reële bbp in 2014 met 0,9%, in 2015 met 1,6% en in 2016 met 1,9%. Aangezien deze groeitempi boven de geraamde potentiële groei liggen, dragen zij bij tot het verkleinen van de output gap.

Voorzien wordt dat de HICP-inflatie op de korte termijn laag blijft, gemiddeld uitkomend op 0,6% in 2014. Daarna wordt een langzame toename voorzien tot 1,1% in 2015 en tot 1,4% in 2016. De voorziene toename van de totale inflatie is het gevolg van de verwachte verbetering van de economische bedrijvigheid, wat leidt tot een stijgende loon- en winstgroei. Verder is de verwachting dat de veronderstelde stijging van de grondstoffenprijzen exclusief energie en, algemener, van de invoerprijzen van het eurogebied, tevens verband houdend met de zwakkere wisselkoers van de euro, tot opwaartse prijsdruk zullen bijdragen. De aanhoudende economische slapte en de veronderstelde daling van de olieprijs als gevolg van de dalende futuresprijzen, drukken echter de inflatievooruitzichten.

Vergeleken met de projecties die in het Maandbericht van juni 2014 zijn gepubliceerd, is de projectie voor de reële bbp-groei in 2014 neerwaarts bijgesteld met 0,2 procentpunt, hetgeen het gevolg was van de zwakker dan verwachte uitkomst in het tweede kwartaal en de lagere uitvoer in de tweede helft van het jaar. De projectie voor 2015 is eveneens naar beneden bijgesteld, voornamelijk als gevolg van een minder gunstig overloopeffect. De projectie voor 2016 is daarentegen met 0,1 procentpunt naar boven bijgesteld, vooral als gevolg van de gunstige impact van verbeterde financieringsvoorwaarden voor particuliere investeringen. De HICP-inflatie is voor 2014 neerwaarts bijgesteld met 0,2 procentpunt, ten gevolge van de lager dan voorziene uitkomsten voor de HICP-inflatie gedurende de afgelopen paar maanden. Voor zowel 2015 als 2016 is de projectie onveranderd, omdat de lager dan eerder voorziene onderliggende dynamiek in de HICP-inflatie exclusief energie goeddeels wordt gecompenseerd door een iets krachtigere stijging van de HICP-energieinflatie gezien de veronderstelde hogere olieprijs en lagere wisselkoers.

De recente beleidsmaatregelen van de ECB zijn alleen via hun effect op de technisch-financiële aannames (marktrente en aandelenkoersen, inclusief de wisselkoers) terug te vinden in de basisprojectie. De basisprojectie zal daarom de effecten van het pakket maatregelen waarschijnlijk te laag inschatten, om dat additionele kanalen niet zijn opgenomen (zie Kader 2).

Het artikel geeft een overzicht van de macro-economische projecties voor het eurogebied voor de periode 2014-2016. Projecties voor een dergelijk lange periode zijn onderhevig aan een zeer hoge mate van onzekerheid.² Bij de interpretatie van de projecties dient daar wel rekening mee te worden gehouden.

¹ De Raad van Bestuur gebruikt de door staf van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties bij de beoordeling van de economische ontwikkelingen en de risico's voor prijsstabiliteit. Informatie over de procedures en technieken staat in "A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises", ECB, juni 2001. Deze is te vinden op de website van de ECB. De afsluitdatum voor opname van de laatste gegevens in deze projecties was 21 augustus 2014.

Litouwen is voor het eerst onderdeel van de projecties voor het eurogebied.

HET INTERNATIONALE KLIMAAT

Volgens de projecties zal de groei van het reële mondiale bbp (exclusief het eurogebied) gedurende de projectieperiode aantrekken en stijgen van 3,7% in 2014 naar 4,2% in 2015 en 4,3% in 2016. Ondanks de volatiliteit op de korte termijn, wint het economisch herstel in de ontwikkelde economieën buiten het eurogebied aan kracht. De bedrijvigheid in de opkomende markten herstelt eveneens, ondersteund door de krachtige groeiversnelling in China. De mondiale indicatoren bevestigen dat de groei op korte termijn sterker wordt. Op de wat langere termijn wordt de mondiale bedrijvigheid naar verwachting sterker. Het zeer ruime monetaire beleid in de ontwikkelde economieën blijft steun bieden aan de financiële markten en het mondiale herstel. De ontwikkelde economieën zouden ook in toenemende mate moeten profiteren van afnemende economische tegenwind als gevolg van teruglopende schuldafbouw in de particuliere sector, de afgenomen noodzaak tot begrotingsconsolidatie en verbeterende arbeidsmarkten. In een aantal opkomende economieën zullen knelpunten in de infrastructuur, capaciteitsbelemmeringen en macro-economische onevenwichtigheden daarentegen waarschijnlijk het groeipotentieel beperken, terwijl andere opkomende economieën zich momenteel aanpassen aan krappere financiële voorwaarden en aan de toekomstige normalisering van het monetaire beleid in de Verenigde Staten.

De mondiale handel heeft sinds eind vorig jaar aan kracht ingeboet. Vooruitblikkend, zullen de toenemende investeringen in de ontwikkelde economieën buiten het eurogebied naar verwachting voor een geleidelijk herstel van de mondiale handel zorgen. Ook structurele factoren spelen daarbij echter een rol, waaronder het tragere integratietempo via mondiale aanbodketens. Als gevolg daarvan, en in lijn met eerdere prognoses, gaat de projectie uit van een geringere elasticiteit van de wereldhandel ten opzichte van de bedrijvigheid dan vóór de mondiale financiële crisis werd waargenomen. Volgens de projecties groeit de wereldhandel (exclusief het eurogebied) met 3,9% in 2014, 5,5% in 2015 en 5,9% in 2016. Doordat verwacht wordt dat de invoervraag vanuit de belangrijkste handelspartners van het eurogebied langzamer groeit dan de vraag vanuit de rest van de wereld, is de projectie dat de groei van de buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied wat zwakker blijft (zie Tabel 1).

Tabel 1 Het internationale klimaat

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	September 2014				Juni 2014			Herzieningen sinds juni 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Wereld (excl. het eurogebied) – reëel bbp	3,7	3,7	4,2	4,3	3,6	4,0	4,1	0,1	0,2	0,2
Wereld (excl. het eurogebied) – handel										
1)	3,4	3,9	5,5	5,9	4,3	5,7	5,9	-0,3	-0,2	0,0
Buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied 2)	2,9	3,5	5,0	5,6	3,7	5,2	5,6	-0,3	-0,3	-0,1

N.B.: Bijstellingen worden berekend op grond van niet afgeronde gegevens.

1) Berekend als een gewogen gemiddelde van de invoer.

2) Berekend als een gewogen gemiddelde van de invoer van de handelspartners van het eurogebied.

Ten opzichte van de macro-economische projecties uit het Maandbericht van juni 2014 is de prognose voor de mondiale groei voor 2014 met 0,1 procentpunt naar boven bijgesteld, en voor zowel 2015 als 2016 met 0,2 procentpunt. Deze herzieningen zijn echter van technische aard en vormen een volledige afspiegeling van een actualisering van bbp-wegingen gebaseerd op koopkrachtpariteit in plaats van een veranderde opvatting op landniveau. Deze bbp-wegingen worden gebruikt om mondiale bedrijvigheidstotalen samen te stellen, en kennen meer belang toe aan de sneller groeiende opkomende

2 Zie het artikel getiteld “An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections” in het Maandbericht van mei 2013.

markteconomieën.³ Afgezien van de effecten van veranderde wegenen, is de mondiale bbp-groei nagenoeg onveranderd. De buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied is voor 2014 en 2015 neerwaarts bijgesteld met 0,3 procentpunt en voor 2016 met 0,1 procentpunt. Deze neerwaartse bijstellingen weerspiegelen een beoordeling dat de wereldhandel waarschijnlijk zwakker zal zijn dan eerder verwacht, en een pessimistischer vooruitzicht voor de handel met Rusland en Oekraïne (zie Kader 4).

Kader 1

TECHNISCHE AANNAMES BETREFFENDE DE RENTE, DE WISSELKOERSEN, DE GRONDSTOFFENPRIJZEN EN HET BEGROTINGSBELEID

De technische aannames met betrekking tot de rente en de prijzen van grondstoffen zijn gebaseerd op marktverwachtingen, waarvoor de afsluitdatum woensdag 13 augustus 2014 was. De korte rente verwijst naar de driemaandse EURIBOR, waarbij de marktverwachtingen worden afgeleid van de termijnrentes. Deze methodologie levert voor de korte rente een gemiddelde stand op van 0,2% voor 2014 en 2015 en 0,3% voor 2016. De marktverwachtingen betreffende het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied impliceren een gemiddelde rente van 2,3% in 2014, 2,2% in 2015 en 2,5% in 2016.¹In lijn met het beloop van de rentetarieven op de termijnmarkten en de geleidelijke doorwerking van wijzigingen in deze marktrentetarieven in de kredietrentetarieven, zullen de samengestelde bancaire debetrente voor leningen aan de non-financiële particuliere sector binnen het eurogebied naar verwachting in 2014 en 2015 overwegend stabiel blijven en in de loop van 2016 gematigd stijgen.

Wat de grondstoffenprijzen betreft, op grond van het prijsbeloop op de termijnmarkt in de twee weken tot en met de afsluitdatum wordt de prijs voor een vat Brentolie verondersteld te dalen van USD 109,8 in het tweede kwartaal van 2014 naar USD 102,7 in 2016. De in Amerikaanse dollar luidende prijzen van andere grondstoffen dan energie zullen, zo wordt verondersteld, in 2014 aanzienlijk dalen, in 2015 licht oplopen en in 2016 iets sneller stijgen.²

Aangenomen wordt dat de bilaterale wisselkoersen gedurende de projectieperiode onveranderd blijven op het gemiddelde niveau van de twee weken tot en met de afsluitdatum van 13 augustus 2014. Dit impliceert een EUR/USD-wisselkoers van 1,36 in 2014 en van 1,34 in 2015 en 2016.

3 Na publicatie van de door het International Comparison Program in 2011 gehouden enquête naar nieuwe koopkrachtpariteitsmaatstaven, heeft het IMF zijn World Economic Outlook-ramingen van het bbp gewaardeerd tegen koopkrachtpariteit geactualiseerd (zie het kader in de WEO-actualisering van het IMF van juli 2014).

Technische aannames

	September 2014				Juni 2014			Hetzieningen sinds juni 2014 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Driemaands EURIBOR (in % per jaar)	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,0	-0,1	-0,2
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (in % per jaar)	2,9	2,3	2,2	2,5	2,4	2,6	3,0	-0,1	-0,4	-0,5
Olieprijs (USD/vat)	108,8	107,4	105,3	102,7	107,2	102,2	98,2	0,2	3,0	4,5
Grondstoffenprijzen m.u.v. energie in USD (percentuele mutaties op jaarbasis)	-5,0	-4,8	0,1	4,4	0,3	1,7	4,6	-5,1	-1,6	-0,2
Wisselkoers USD/EUR	1,33	1,36	1,34	1,34	1,38	1,38	1,38	-1,8	-3,3	-3,3
Nominale effectieve wisselkoers euro (EER20)(percentuele mutaties op jaarbasis)	3,8	1,4	-0,8	0,0	2,6	0,1	0,0	-1,2	-0,9	0,0

N.B.: Bijstellingen worden berekend op grond van niet afgeronde gegevens.

1) Bijstellingen worden uitgedrukt in procenten als het niveau betreft, in verschillen als het groeicijfers betreft en in procentpunten als het rentetarieven en obligatierendementen betreft.

De aannames betreffende het begrotingsbeleid zijn gebaseerd op de goedgekeurde nationale begrotingsplannen en aanvullende begrotingen in de landen van het eurogebied, hun begrotingsplannen voor de middellange termijn en goed uitgewerkte begrotingsmaatregelen van de geactualiseerde stabiliteitsprogramma's die vanaf 21 augustus 2014 beschikbaar waren. Zij omvatten alle beleidsmaatregelen die reeds door de betreffende nationale parlementen zijn goedgekeurd of die reeds in voldoende detail door overheden zijn bepaald en het wetgevingsproces waarschijnlijk zullen doorstaan. Al met al impliceren deze aannames gemiddeld slechts een kleine begrotingsconsolidatie-inspanning gedurende de projectieperiode, gebaseerd op de begrotingsplannen voor 2014 en de slechts beperkte informatie voor 2015 en 2016. De aanname voor de begrotingsconsolidatie gedurende de projectieperiode is aanzienlijk beneden het niveau dat in de afgelopen jaren wordt opgetekend.

Ten opzichte van het Maandbericht van juni 2014 zijn de voornaamste veranderingen in de technische aannames de lagere korte en lange rente in het eurogebied en een zwakkere effectieve wisselkoers van de euro. Terwijl de in dollar luidende olieprijsen wat hoger zijn dan in de projecties van juni, zijn de prijzen van grondstoffen exclusief energie lager.

1. De aanname betreffende de rendementen op overheidsobligaties uit het eurogebied met een looptijd van tien jaar is gebaseerd op het gewogen gemiddelde van het rendement op tienjaars referentieobligaties van de eurolanden. Dit gemiddelde is gewogen voor de jaarlijkse bbp-cijfers en is geëxtrapoleerd met behulp van het termijnbeloop dat is afgeleid van de door de ECB samengestelde tienjaars parierendementscurve voor alle obligaties, waarbij het aanvankelijke verschil tussen de twee series voor de gehele projectieperiode gelijk gehouden is. Verondersteld wordt dat de marges tussen het rendement op overheidsobligaties van bepaalde landen en het overeenkomstige gemiddelde van het eurogebied gedurende de projectieperiode gelijk blijven.
2. De aannames voor de grondstoffenprijzen van olie en voedingsmiddelen zijn gebaseerd op de futureskoersen tot en met het einde van de projectieperiode. Voor de overige grondstoffen anders dan voedingsmiddelen wordt aangenomen dat de prijzen tot het derde kwartaal van 2015 de futures volgen en zich daarna in lijn met de mondiale economische bedrijvigheid ontwikkelen. De projecties van EU-producentenprijzen (in euro) die gebruikt worden voor een prognose van de consumentenprijzen voor voedingsmiddelen, zijn gebaseerd op een econometrisch model dat rekening houdt met ontwikkelingen in de internationale grondstoffenprijzen voor voedingsmiddelen.

PROJECTIES VOOR DE REËLE BBP-GROEI

Het economisch herstel in het eurogebied stakte in het tweede kwartaal van 2014, na vier kwartalen van bescheiden groei. De zwakke bedrijvigheid in het tweede kwartaal lijkt deels voort te vloeien uit het negatieve effect van verschillende eenmalige factoren. Ten eerste werd de bedrijvigheid in het eerste kwartaal beïnvloed door een ongebruikelijk opwaarts effect van het lage aantal vakantiedagen (omdat de gehele Paasvakantie in het tweede kwartaal viel) en van het warme winterweer dat een impuls had gegeven aan de bouw. Geen van beide opwaartse effecten in het eerste kwartaal kwam voldoende tot

uitdrukking in de correctie voor seizoen en aantal werkdagen. Toen de effecten in het tweede kwartaal uitgewerkt raakten, drukte dat de groei. Ten tweede hebben negatieve kalendereffecten in verband met het meer dan gebruikelijke aantal "overbruggingsdagen" rond officiële feestdagen in veel landen van het eurogebied mogelijk het aantal effectieve werkdagen in mei verminderd. Deze factor kwam ook niet tot uitdrukking in de correctie voor aantal werkdagen.

Wat de tweede helft van 2014 betreft, duidt de recente verzwakking van de vertrouwensindicatoren, die nog steeds dicht bij hun langjarige gemiddelden liggen, op een vrij gematigde toename van de bedrijvigheid op de korte termijn. De verzwakking van enquêtegegevens vindt plaats tegen de achtergrond van de recente verdere intensivering van de geopolitieke spanningen (zie Kader 4), in combinatie met de onzekerheid over de economische hervormingen in sommige landen van het eurogebied. Al met al zal de bedrijvigheid volgens de projecties in de tweede helft van 2014 slechts in bescheiden mate aantrekken, en zwakker blijven dan eerder werd verwacht.

Op de wat langere termijn wordt een geleidelijke versnelling van de reële bbp-groei voorzien gedurende de projectieperiode, ervan uitgaande dat de mondiale spanningen niet verder escaleren. De verwachting is dat de reële bbp-groei in 2015 en 2016 aantrekt, waarbij wordt voorzien dat de groeiverschillen tussen landen zullen afnemen, dankzij de voortgang bij het defragmenteren van de financiële markten, kleinere verschillen in hun begrotingstrajecten, en de positieve invloed op de bedrijvigheid van eerdere structurele hervormingen in een aantal landen. De voorziene opleving van de bedrijvigheid zal vooral worden ondersteund door een aantrekkende binnenlandse vraag als gevolg van de accommoderende monetairbeleidskoers - verder versterkt door de recente standaard- en bijzondere maatregelen - een globaal neutraal begrotingsbeleid na jaren van forse bezuinigingen, en een terugkeer naar neutrale kredietvoorwaarden. Daarnaast zou de particuliere consumptie moeten profiteren van de stijging van het reëel besteedbaar inkomen voortvloeiend uit het gunstige effect van de geringe stijging van de grondstoffenprijzen en de stijgende lonen. De particuliere investeringen in woningen en de particuliere investeringen in de bouwnijverheid met uitzondering van woningen zouden ook moeten worden ondersteund door de wegbende negatieve gevolgen van balansaanpassingen en een inhaaleffect na jaren van gematigde investeringen. Bovendien zal de bedrijvigheid ook in toenemende mate worden ondersteund door een geleidelijk stijgende externe vraag, versterkt door de recente depreciatie van de effectieve wisselkoers van de euro en in het verleden gerealiseerde verbeteringen van het concurrentievermogen. Niettemin blijven een aantal factoren de voortgang naar snellere groei remmen. De negatieve gevolgen van de hoge werkloosheid in sommige landen voor de vooruitzichten voor de particuliere consumptie zullen naar verwachting gedurende de projectieperiode slechts geleidelijk afnemen, terwijl de ruime reservecapaciteit in sommige landen en mogelijke beperkingen in het arbeidsaanbod in andere landen de investeringsuitgaven naar verwachting zullen blijven drukken. Bovendien zijn de kortetermijnvooruitzichten voor investeringen en de uitvoer door de aanhoudende geopolitieke spanningen verslechterd. Op gemiddelde jaarbasis stijgt het reële bbp in 2014 naar verwachting met 0,9%, in 2015 met 1,6% en in 2016 met 1,9%. Het groeipatroon weerspiegelt een gestaag toenemende bijdrage van de binnenlandse vraag, in combinatie met een kleine positieve bijdrage van het uitvoersaldo.

Bij een nadere beschouwing van de vraagcomponenten blijkt uit de projecties dat de uitvoer uit het eurogebied later in 2014 en in de loop van 2015 aan vaart wint als gevolg van de geleidelijk toenemende buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied en de gunstige impact van de recente depreciatie van de euro. De recente spanningen tussen de EU en Rusland hebben over het algemeen beperkte gevolgen voor de buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied en de uitvoer, maar sommige landen met relatief sterke handelsbetrekkingen met Rusland zouden sterker kunnen worden getroffen. Het aandeel in de exportmarkten buiten het eurogebied zal naar verwachting gedurende de projectieperiode marginaal dalen, zij het met vrij heterogene ontwikkelingen in de diverse eurolanden als gevolg van de uiteenlopende concurrentiekracht en handelspatronen. Door de nog steeds zwakke binnenlandse vraag in het eurogebied groeit de uitvoer binnen het eurogebied volgens de prognoses iets langzamer dan de uitvoer uit het eurogebied.

Volgens de projectie trekken de bedrijfsinvesteringen gedurende de projectieperiode geleidelijk aan, ondersteund door de versterking van de binnenlandse en buitenlandse vraag in de context van de geaccumuleerde behoefte aan vervangingsinvesteringen, door de zeer lage rente en de verwachte

verbeterde doorwerking naar de rentetarieven in sommige landen, door winstherstel, en door enige verbetering in het kredietaanbod. De negatieve uitwerking van de lagere trendmatige groei en verdere herstructurering van de bedrijfsbalansen in sommige landen en in het eurogebied, staan een krachtiger herstel van de bedrijfsinvesteringen echter in de weg. De verwachting is dat het niveau van de bedrijfsinvesteringen aan het eind van de projectieperiode nog steeds 6% lager ligt dan het recordniveau van vóór de crisis, met aanzienlijke verschillen tussen de eurolanden.

Voorzien wordt dat de investeringen in woningen in de tweede helft van 2014 geleidelijk aantrekken en in 2015 verder toenemen, naarmate de bedrijvigheid herstelt in een klimaat van lage hypotheekrentes en een verbeterd kredietaanbod, en naarmate de noodzaak tot aanpassingen geleidelijk verdwijnt. In sommige landen blijft de woningbouw echter achter door de correctie op de woningmarkt en/of de nog steeds zwakke groei van het reëel besteedbaar inkomen. De overheidsinvesteringen blijven gedurende de projectieperiode naar verwachting zwak als gevolg van de aanhoudende uitgavenbeperkingen in verschillende landen van het eurogebied waartegen de expansievere overheidsinvesteringen in andere landen niet opwegen.

Het aantal werkenden steeg in de eerste helft van 2014 licht. De projectie is echter dat de werkgelegenheidsgroei in de tweede helft van 2014 zwak blijft, om daarna licht aan te trekken in 2015 en 2016. Het verwachte herstel van de werkgelegenheid is het gevolg van het herstel van de bedrijvigheid, het opwaartse effect van eerdere loonmatiging en de positieve impact van arbeidsmarkthervormingen, die de flexibiliteit hebben vergroot en werkgelegenheidscreatie in de particuliere sector hebben ondersteund, vooral in sommige onder druk staande landen. Verdere bezuinigingen op personeel in de publieke sector in sommige landen zullen de totale werkgelegenheidsgroei echter temperen. De verwachting is dat de beroepsbevolking tijdens de projectieperiode gematigd zal stijgen, vanwege immigratie en omdat de geleidelijk verbeterende arbeidsmarktsituatie de deelname van bepaalde segmenten van de bevolking stimuleert. De werkloosheid is in de afgelopen maanden licht gedaald, voornamelijk als gevolg van de ommekeer in de werkgelegenheid. De verwachting is dat de werkloosheid gedurende de projectieperiode verder zal afnemen, maar wel aanzienlijk hoger zal blijven dan het geval was vóór de crisis. De arbeidsproductiviteit (gemeten als productie per werknemer) zal volgens de projectie verbeteren als gevolg van de verwachte toename van de reële bbp-groei en de vertraagde reactie van de werkgelegenheid op ontwikkelingen in de bedrijvigheid.

Tabel 2 Macro-economische projecties voor het eurogebied¹

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	September 2014				Juni 2014			Hetzelingen sinds juni 2014 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Reëel bbp ³⁾	-0,4	0,9	1,6	1,9	1,0	1,7	1,8	-0,2	-0,1	0,1
		[0,7 - 1,1] ⁴⁾	[0,6 - 2,6] ⁴⁾	[0,6 - 3,2] ⁴⁾	[0,6 - 1,4] ⁴⁾	[0,6 - 2,8] ⁴⁾	[0,5 - 3,1] ⁴⁾			
Particuliere consumptie	-0,6	0,7	1,4	1,6	0,7	1,5	1,6	0,0	-0,1	0,0
Overheidsconsumptie	0,2	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,0	0,0
Bruto-investeringen in vaste activa	-2,6	1,1	3,1	3,9	1,7	3,1	3,5	-0,6	0,0	0,4
Uitvoer ⁵⁾	1,7	3,1	4,5	5,3	3,6	4,8	5,3	-0,5	-0,3	0,0
Invoer ⁵⁾	0,7	3,5	4,5	5,3	3,6	4,8	5,5	-0,1	-0,4	-0,2
Werkgelegenheid	-0,8	0,3	0,6	0,7	0,3	0,5	0,7	0,0	0,1	0,0
Werkloosheid (in procenten van de beroepsbevolking)	11,9	11,6	11,2	10,8	11,8	11,5	11,0	-0,2	-0,2	-0,3
HICP	1,4	0,6	1,1	1,4	0,7	1,1	1,4	-0,2	0,0	0,0
		[0,5 - 0,7] ⁴⁾	[0,5 - 1,7] ⁴⁾	[0,7 - 2,1] ⁴⁾	[0,6 - 0,8] ⁴⁾	[0,5 - 1,7] ⁴⁾	[0,6 - 2,2] ⁴⁾			
HICP excl. energie	1,4	0,8	1,3	1,6	1,0	1,3	1,6	-0,2	-0,1	0,0
HICP excl. energie en voedsel	1,1	0,9	1,2	1,5	1,0	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
HICP-inflatie exclusief energie, voedsel en wijzigingen van de indirecte belastingen ⁶⁾	1,0	0,8	1,2	1,5	0,9	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
Arbeidskosten per eenheid product	1,2	1,0	0,8	1,1	0,9	0,7	1,1	0,1	0,0	0,0
Loonsom per werknemer	1,6	1,6	1,8	2,2	1,6	1,9	2,2	0,0	-0,1	0,1
Arbeidsproductiviteit	0,4	0,6	1,0	1,1	0,7	1,1	1,0	-0,1	-0,1	0,1
Algemeen begrotingsaldo overheid (als percentage van het bbp)	-3,0	-2,6	-2,4	-1,9	-2,5	-2,3	-1,9	-0,1	0,0	0,0
Structureel begrotingsaldo (als percentage van het bbp) ⁷⁾	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,0	-2,0	-1,9	0,0	0,0	0,0
Bruto overheidsschuld (als percentage van het bbp)	92,7	93,9	93,1	91,5	93,4	92,6	91,1	0,5	0,5	0,4
Saldo op de lopende rekening (als percentage van het bbp)	2,4	2,3	2,3	2,4	2,6	2,6	2,8	-0,3	-0,3	-0,4

1) In de projecties voor 2015 is Litouwen opgenomen. De gemiddelde procentuele mutaties op jaarbasis voor 2015 zijn gebaseerd op een samenstelling van het eurogebied in 2014 die Litouwen reeds omvat. De projectie van variabelen van nationale rekeningen is gebaseerd op de ESA 95-norm.

2) Bijstellingen worden berekend op grond van niet-afgeronde cijfers.

3) Cijfers gecorrigeerd voor het aantal werkdagen.

4) De marges rond de projecties zijn gebaseerd op de verschillen tussen de werkelijke uitkomsten en eerdere projecties die gedurende een aantal jaren zijn uitgevoerd. De breedte van de marges is tweemaal de gemiddelde absolute waarde van deze verschillen. Voor de berekening van de marges, waarin een correctie voor uitzonderlijke gebeurtenissen is opgenomen, wordt een methode gebruikt die beschreven is in "New procedures for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges", in december 2009 door de ECB gepubliceerd en te vinden op de ECB-website.

5) Inclusief de handel binnen het eurogebied.

6) De subindex is gebaseerd op ramingen van de werkelijke effecten van indirecte belastingen en kan afwijken van cijfers van Eurostat, dat ervan uitgaat dat belastingeffecten volledig en onmiddellijk in de HICP doorwerken.

7) Berekend als het overheidssaldo na voorbijgaande conjunctuureffecten en tijdelijke overheidsmaatregelen. Bij de berekening is de ESCB-methode van voor de conjunctuurfase gecorrigeerde begrotingssaldi gevolgd (zie Bouthevillain, C. et al., "Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach", *Working Paper-reeks* nr. 77, ECB, september 2001) en de ESCB-definitie van tijdelijke maatregelen (zie Kremer, J. et al., "A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances", *Working Paper-reeks* nr. 579, ECB, januari 2007). De projectie voor het structurele evenwicht is niet afgeleid van een geaggregeerde maatstaf voor de output gap. Volgens de ESCB-methodologie worden conjuncturele componenten afzonderlijk berekend voor verschillende inkomsten- en uitgavenposten. Dit wordt besproken in het kader getiteld "Cyclical adjustment of the government budget balance" in het ECB-Maandbericht van maart 2012, ook met verwijzing naar de methodologie van de Commissie, en het kader getiteld "The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position" in dit Maandbericht.

De particuliere consumptie zal gedurende de projectieperiode naar verwachting aantrekken, daarmee de groei van het reëel besteedbaar inkomen op de voet volgend. De groei van het reëel besteedbaar inkomen wordt volgens de projectie ondersteund door een hoger arbeidsinkomen, als gevolg van de stijgende werkgelegenheid en hogere reële lonen, een minder negatieve weerslag van begrotingsconsolidatie, een stijgende bijdrage van ander persoonlijk (voornamelijk winstgerelateerd) inkomen, en lage grondstoffenprijzen. De spaarquote zal naar verwachting stabiel blijven. Dit weerspiegelt tegengestelde effecten van enerzijds de neerwaartse impact van de dalende rente en de geleidelijk dalende werkloosheid, waardoor er minder noodzaak is tot besparingen-uit-voorzorg, en anderzijds de opwaartse effecten van minder gedwongen ontsparing in sommige landen omdat het stijgende besteedbaar inkomen de consumptie ondersteunt. De overheidsconsumptie zal, zo wordt verondersteld, gedurende de projectieperiode gematigd toenemen.

De invoer van buiten het eurogebied zal volgens de projectie gedurende de projectieperiode gematigd toenemen. De gematigde groei van de totale vraag in het eurogebied en een licht neerwaarts effect van de recente depreciatie van de euro, blijven remmend werken op de invoer. Het uitvoersaldo draagt gedurende de projectieperiode naar verwachting gematigd bij aan de groei van het reële bbp. Het overschot op de lopende rekening blijft in 2016 naar verwachting stabiel op 2,4% bbp.

Vergeleken met de macro-economische projecties die in het Maandbericht van juni 2014 zijn gepubliceerd, is de projectie voor de reële bbp-groei in 2014 neerwaarts bijgesteld met 0,2 procentpunt, hetgeen voornamelijk het gevolg was de tegenvallende uitkomst van het tweede kwartaal. In de context van de toegenomen geopolitieke spanningen, impliceren de impact van de lagere wereldwijde vraag op de uitvoer en, in mindere mate, de zwakkere investeringen bovendien een neerwaartse herziening van de bedrijvigheid in de tweede helft van 2014. De projectie voor 2015 is met 0,1 procentpunt naar beneden bijgesteld, voornamelijk als gevolg van een geringer overloopeffect. De projectie voor 2016 is met 0,1 procentpunt naar boven bijgesteld, vooral vanwege het positieve effect van gunstigere financieringsvoorwaarden - ondersteund door gerichte langerlopende herfinancieringstransacties - op particuliere investeringen.

PROJECTIES BETREFFENDE PRIJZEN EN KOSTEN

Volgens de flash-raming van Eurostat bedroeg de HICP-inflatie in augustus 2014 0,3%. De huidige gematigde inflatie is het gevolg van een daling van de energie- en voedingsmiddelenprijzen en gematigde trends in de prijzen voor industriële goederen met uitzondering van energie en diensten.

Na in het tweede kwartaal van 2014 te zijn uitgekomen op 0,6%, is de projectie dat de totale HICP-inflatie in het derde kwartaal licht verder zal dalen tot 0,4%, om daarna op te lopen tot 0,7% in het laatste kwartaal van 2014. Voorzien wordt dat de HICP-inflatie gedurende de projectieperiode geleidelijk verder zal oplopen, tot 1,5% in het vierde kwartaal van 2016. De verkleining van de negatieve output gap in de context van het sterker wordende herstel, resulterend in een stijgende loon- en winstgroei, zou enig opwaarts effect op de inflatie moeten hebben. Daarnaast is de verwachting dat de stijgende prijzen van grondstoffen exclusief energie en stijgende invoerprijzen van het eurogebied, versterkt door de lagere wisselkoers, een stijging van de consumptieprijzen in het eurogebied zullen ondersteunen. Niettemin wordt voorzien dat de inflatie tot 2016 beperkt zal blijven door de resterende slapte in de economie, aangezien de negatieve output gap naar verwachting tot 2016 slechts gedeeltelijk zal dalen, wat een zeer bescheiden loon- en winstmargedynamiek impliceert, en door de veronderstelde daling van de olieprijs zoals weerspiegeld in de termijnmarkten.

Meer in het bijzonder wordt verwacht dat de energieprijzinflatie in het derde kwartaal van 2014 duidelijk negatief zal blijven, om daarna in de resterende projectieperiode rond nul te blijven schommelen. De impact van de licht dalende futurescurve voor de prijs van ruwe olie op de energieprijzen voor de consument, wordt gedurende de projectieperiode deels gecompenseerd door opwaartse effecten van factoren zoals de depreciatie van de euro en de prijsontwikkelingen van andere energieproducten. Over het geheel genomen, is de projectie dat de energieprijzen gedurende de projectieperiode geen enkele bijdrage zullen leveren aan de HICP-inflatie, hetgeen aanzienlijk lager is dan de 0,5 procentpunt die zij gemiddeld bijdroegen in de periode van 1999 tot en met 2013. De ontwikkelingen in deze HICP-

component verklaren daarom voor een groot deel de gematigder inflatievooruitzichten gedurende de projectieperiode in vergelijking met de ontwikkelingen die zich in de eerste 15 jaar van de Monetaire Unie voordeden.

De inflatie van de prijzen van voedingsmiddelen blijft volgens de projectie in het derde kwartaal van dit jaar dicht bij nul, om daarna in de volgende kwartalen tot medio 2015 sterk op te lopen wanneer de grote neerwaartse weersinvloeden op de prijzen van onbewerkte voedingsmiddelen en neerwaartse basiseffecten zouden moeten wegebben. Voorzien wordt dat de inflatie van de prijzen van voedingsmiddelen daarna verder zal blijven stijgen, zij het geleidelijker, om aan het eind van de projectieperiode uit te komen op 2,0%. De verdere stijging van de inflatie van de prijzen van voedingsmiddelen weerspiegelt de veronderstelde stijging van de EU-producentenprijzen, in lijn met de geleidelijke versterking van het economisch herstel. Over het geheel genomen, is de projectie dat de voedingsmiddelenprijzen gedurende de projectieperiode een bijdrage van 0,2 procentpunt zullen leveren aan de HICP-inflatie, hetgeen lager is dan de 0,5 procentpunt die zij gemiddeld bijdroegen in de periode van 1999 tot en met 2013. Nog een reden voor de verhoudingsgewijs gematigde inflatievooruitzichten.

De HICP-inflatie exclusief voedingsmiddelen en energie heeft naar verwachting zijn dieptepunt bereikt, uitkomend op 0,8% tussen het laatste kwartaal van 2013 en het derde kwartaal van 2014. Voorzien wordt dat zij geleidelijk zal stijgen gedurende de projectieperiode naarmate het herstel aan kracht wint en de output gap kleiner wordt, en naarmate de loon- en winstgroei versterkt. Deze maatstaf van de onderliggende inflatie zal naar verwachting uitkomen op 1,5% in het laatste kwartaal van 2016. De bijdrage van deze HICP-component aan de totale HICP-inflatie is tevens lager dan het gemiddelde, uitkomend op 0,8 procentpunt gedurende de projectieperiode. Het langjarig gemiddelde bedraagt namelijk 1,1 procentpunt.

De verhogingen van indirecte belastingen die zijn opgenomen in de begrotingsconsolidatieplannen zullen naar verwachting in 2014 een kleine opwaartse bijdrage leveren aan de HICP-inflatie van ongeveer 0,1 procentpunt. Gezien het gebrek aan informatie over goedgekeurde begrotingsmaatregelen voor de resterende prognoseperiode, is thans de verwachting dat de bijdragen van de indirecte belastingen in 2015 en 2016 verwaarloosbaar zullen zijn (vergeleken met een historisch gemiddelde van 0,2%).

Externe prijsfactoren hebben een aanzienlijk neerwaarts effect gehad op het recente beloop van de HICP-inflatie. De twaalfmaands groei van de invoerdeflator daalde sterk van 2,4% in 2012 tot -2,0% in het eerste kwartaal van 2014. Deze daling weerspiegelt de zwakke mondiale prijzen als gevolg van de trage groei van de wereldeconomie, de recente appreciatie van de euro, en dalingen in de prijzen voor olie en andere grondstoffen. Aan de aanzienlijke externe neerwaartse prijsdruk komt in de tweede helft van 2014 naar verwachting een einde, waarbij een keerpunt wordt voorzien voor de groei op jaarbasis van de invoerdeflator. Gedurende de projectieperiode wordt tot het begin van 2015 een stijging in het mutatietempo op jaarbasis van de invoerdeflator verwacht, die gedurende de resterende projectieperiode worden gevolgd door een goeddeels stabiele groei van ongeveer 1,4%, dicht bij het langjarig gemiddelde. De verhoging van het groeitempo van de invoerdeflator is het gevolg van de veronderstelde stijging van de mondiale prijzen door het aantrekken van de wereldeconomie, de verwachte stijging van de grondstoffenprijzen exclusief energie en de lagere wisselkoers van de euro.

Wat de binnenlandse prijsdruk betreft, is de verwachting dat de geleidelijke verbetering van de arbeidsmarktsituatie in het eurogebied leidt tot enige stijging van de loonsom per werknemer. De projectie is dat de groei van de arbeidskosten per eenheid product gedurende de eerste twee jaar van de projectieperiode zal dalen naar 1,0% in 2014 en verder naar 0,8% in 2015, alvorens licht te stijgen naar 1,1% in 2016. De daling van de groei van de arbeidskosten per eenheid product in de eerste twee jaar van de projectieperiode komt door de gematigde dynamiek in de loonsom per werknemer, gecombineerd met een aantrekkende arbeidsproductiviteitsgroei. In 2016 zal de groei van de arbeidskosten per eenheid product naar verwachting licht herstellen, dankzij een stijging van de loonsom per werknemer gepaard gaande met een grotendeels stagnerende productiviteitsgroei. Dit patroon weerspiegelt de vertraagde reactie van zowel de lonen als de werkgelegenheidsgroei op het economisch herstel, gezien de substantiële en slechts langzaam afnemende slaptes op de arbeidsmarkten in het eurogebied.

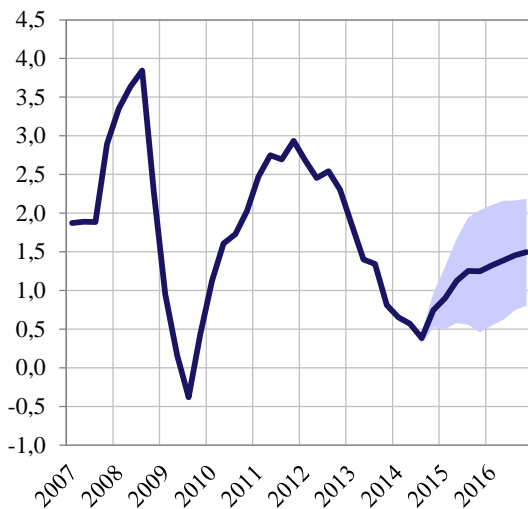
De winstmarges (gemeten op basis van het verschil tussen de bbp-deflator tegen basisprijzen en de arbeidskosten per eenheid product) zullen in 2014 naar verwachting iets dalen. Daarna zullen ze, zo wordt voorzien, geleidelijk aantrekken, ondersteund door het cyclische herstel van de economie.

Grafiek 1 Macro-economische projecties¹⁾

(kwartaalgegevens)

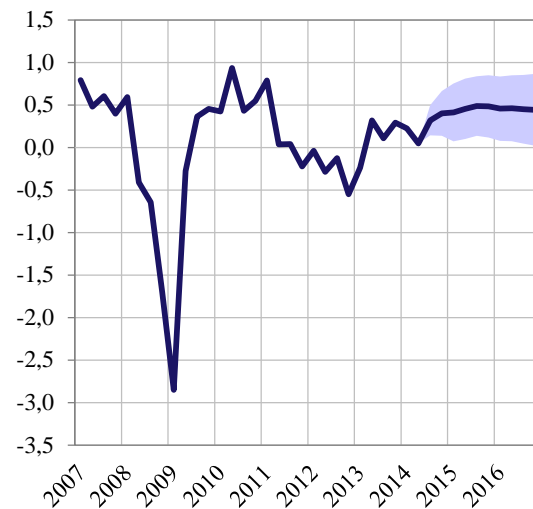
HICP van het eurogebied

(gemiddelde procentuele mutatie op jaarbasis)



Reëel bbp van het eurogebied²⁾

(gemiddelde procentuele mutaties op kwartaalbasis)



1) De marges rond de projecties zijn gebaseerd op de verschillen tussen de werkelijke uitkomsten en eerdere projecties die gedurende een aantal jaren zijn uitgevoerd. De breedte van de marges is tweemaal de gemiddelde absolute waarde van deze verschillen. Voor de berekening van de marges, waarin een correctie voor uitzonderlijke gebeurtenissen is opgenomen, wordt een methode gebruikt die beschreven is in *New procedures for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, in december 2009 door de ECB gepubliceerd en te vinden op de ECB-website.

2) Cijfers gecorrigeerd voor het aantal werkdagen.

Vergeleken met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties uit het Maandbericht van juni 2014 is de projectie van de totale HICP-inflatie voor 2014 met 0,2 procentpunt naar beneden bijgesteld, voornamelijk vanwege de lager dan voorziene uitkomsten voor de HICP inflatie gedurende de afgelopen paar maanden. Voor 2015 en 2016 is de projectie voor de HICP-inflatie onveranderd. De neerwaartse bijstellingen in de HICP ongerekend energie en de opwaartse bijstellingen in de HICP-energiecomponenten neutraliseren elkaar namelijk grotendeels. Wat laatstgenoemde betreft, is de verwachting dat de recente zwakker dan verwachte inflatiecijfers een aanhoudend lagere onderliggende dynamiek in de HICP-inflatie ongerekend energie impliceren dan eerder was voorzien. Tegelijkertijd impliceren de aannames van een hogere olieprijs en lagere wisselkoers een opwaartse bijstelling van de HICP-energiecomponent.

VOORUITZICHTEN VOOR DE OVERHEIDSBEGROTINGEN

Op basis van de in Kader 1 hierboven geschetste aannames wordt verwacht dat het begrotingstekort van het eurogebied geleidelijk zal dalen van 3,0% bbp in 2013 naar 1,9% in 2016. Deze daling is voornamelijk het gevolg van een verbetering in de conjunctuurfase. De projectie is dat het structurele begrotingssaldo gedurende de projectieperiode enigszins verbetert dankzij de begrotingsconsolidatie-inspanningen in sommige landen van het eurogebied en de verwachte beëindiging van de overheidssteun aan de financiële sector. De aanhoudende gematigde groei van de overheidsbestedingen zal de directe belastingverlagingen in een aantal landen meer dan compenseren. Op basis van de huidige aannames betreffende het begrotingsbeleid zou het structurele herstel echter in een veel lager tempo doorgaan dan in de afgelopen jaren. Uit de projecties komt voor het eurogebied een bruto schuldquote van de overheid naar voren die in 2014 zijn hoogste stand van 93,9% bereikt en in 2016 daalt naar 91,5%.

Kader 2

VERWERKING IN DE PROJECTIES VAN HET PAKKET MONETAIRBELEIDSMATREGELEN VAN DE ECB VAN JUNI 2014

Het pakket monetairbeleidsmaatregelen dat op 5 juni 2014 werd aangekondigd, omvat maatregelen die direct in werking treden (verlaging van de basisrentetarieven van de ECB en verlenging van de vastrentetenderprocedures met volledige toewijzing), andere die vanaf september 2014 ingaan (gerichte langerlopende herfinancieringstransacties -TLTRO's), en maatregelen die op de afsluitdatum voor deze projecties nog niet besloten of gespecificeerd waren (rechtstreekse aankopen van effecten op onderpand van activa (zogenoeten 'asset-backed securities' of ABS).

Tegen deze achtergrond is voor de projecties besloten om de basisprojectie in dezelfde mate door het beleidspakket te laten beïnvloeden als waarin het de marktgebaseerde technisch-financiële aannames (de marktrente en aandelenkoersen, waaronder het wisselkoersbeleid) heeft beïnvloed. De doorwerking van de wijzigingen in deze aannames zal naar verwachting overeenkomen met het in het verleden waargenomen patroon; met andere woorden, er vinden geen oordeelsmatige aanpassingen plaats aan het standaard modelleringskader voor het afleiden van veronderstellingen over rentetarieven en kredietverleningseffecten of aan enig ander aspect van de afleiding van de basisprojectie.

Veel aanvullende potentiële kanalen worden niet weerspiegeld in deze basisprojectie. Hierbij valt te denken aan de doorwerking van de financieringssteun voor banken naar hun rentetarieven, gunstige voorwaarden voor kredietverlening, en het gebruik door banken van TLTRO-gelden voor activa-aankopen. Al met al zal de basisprojectie de impact van het beleidspakket daarom waarschijnlijk lager inschatten, wat een duidelijk opwaarts risico inhoudt voor de basisprojecties betreffende groei en inflatie.

Kader 3

GEVOELIGHEIDSANALYSES

De projecties zijn sterk afhankelijk van technische aannames betreffende de ontwikkeling van bepaalde kernvariabelen. Gezien het feit dat enkele van deze variabelen een grote invloed kunnen hebben op de projecties voor het eurogebied, kan de gevoeligheid van de projecties voor een alternatieve ontwikkeling van deze onderliggende aannames van pas komen bij het analyseren van de risico's rond de projecties. Dit kader bespreekt de onzekerheid waarmee drie belangrijke onderliggende aannames zijn omgeven, en de gevoeligheid van de projecties voor deze aannames.¹

1) EEN ALTERNATIEVE ONTWIKKELING VAN DE OLIEPRIJS

De aannames voor de olieprijs in de huidige, door medewerkers van de ECB samengestelde projecties zijn afkomstig uit de marktverwachtingen zoals gemeten door de koersen van oliefutures, die een daling van de olieprijs voorspellen gedurende de projectieperiode. Dit scenario blijft echter met onzekerheden omgeven.

De verwachte daling van de olieprijs kan een gevolg zijn van de marktperceptie dat de recente vermindering van de olieproductie van een aantal OPEC-landen vanwege politieke instabiliteit of geopolitieke spanningen, gedeeltelijk teniet zal worden gedaan/of zal worden gecompenseerd door een stijging van de wereldwijde productie van schalieolie. De olieprijs kunnen echter stijgen door onverwachte geopolitieke gebeurtenissen in belangrijke olieproducerende landen (bv. Rusland) op de korte en middellange termijn, of door een sterker mondiaal herstel op de middellange termijn.

Over het geheel genomen, in de context van een wereldwijd herstel, lijkt het aannemelijk dat de olieprijs hoger uitvalt dan in het basisscenario is aangenomen. Daarom wordt in deze gevoeligheidsanalyse rekening gehouden met een opwaartse bijstelling van de ontwikkeling van de olieprijsfutures.² Deze alternatieve ontwikkeling veronderstelt dat de olieprijs 3%, 6% en 10% boven de futuresprijzen in

respectievelijk 2014, 2015 en 2016 zal liggen. Op basis van de macro-economische modellen van medewerkers van de ECB, zou de hogere olieprijs ertoe leiden dat de HICP-inflatie 0,1-0,2 procentpunt boven de basisprojectie voor 2015 en 2016 komt te liggen. Tegelijkertijd zouden de hogere olieprijsen de reële bbp-groei temperen, die in 2015 en 2016 0,1 procentpunt lager zou liggen.

2) Een alternatieve ontwikkeling van de wisselkoers

De basisprojectie gaat uit van een onveranderde effectieve wisselkoers van de euro tot aan het einde van de projectieperiode. De euro zou echter kunnen verzwakken door verslechterende groei- en inflatieverwachtingen in het eurogebied vergeleken met de Amerikaanse economie, en door verwachte verschillen in monetairbeleidskoers in de twee economieën, waarbij de markt uitgaat van een langdurige periode van lage rente in het eurogebied en een snellere normalisering in de Verenigde Staten. Uit het 25e percentiel van de verdeling, van de uit de opties afgeleide impliciete risiconeutrale dichtheden voor de EUR/USD-wisselkoers op 13 augustus 2014, is een alternatieve ontwikkeling van de euro afgeleid die een sterkere depreciatie impliceert. Deze ontwikkeling impliceert een geleidelijke depreciatie van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar naar een wisselkoers van 1,24 in 2016, wat 7,4% onder de basisaanname ligt. De overeenkomstige aannames voor de nominale effectieve wisselkoers van de euro komen overeen met historische patronen, waarbij de veranderingen in de EUR/USD-wisselkoers veranderingen in de effectieve wisselkoers weerspiegelen met een elasticiteit van circa 52%. Hierdoor wijkt de effectieve wisselkoers van de euro geleidelijk af van de basisprojectie, om in 2016 uit te komen op 3,9% onder de basisprojectie.

De uitkomsten van de door medewerkers van de ECB gebruikte modellen wijzen in dat geval op een hogere reële bbp-groei (0,1-0,3 procentpunt in 2015 en 2016) en een hogere HICP-inflatie in 2015 en 2016 (0,2-0,3 procentpunt).

3) Aanvullende begrotingsconsolidatie

Zoals in Kader 1 wordt vermeld, zijn in de aannames betreffende het begrotingsbeleid alle beleidsmaatregelen begrepen die reeds door het betreffende nationale parlement zijn goedgekeurd of die reeds in voldoende detail door overheden zijn gedefinieerd en het wetgevingsproces waarschijnlijk zullen doorstaan. Voor de meeste landen geldt dat de in de basisprojectie opgenomen maatregelen ontoereikend zijn om aan de eisen van hetzij de corrigerende hetzij de preventieve tak van het Stabiliteits- en Groeipact te voldoen. Het streven om aan deze eisen te voldoen komt in grote lijnen tot uiting in de stabiliteitsprogramma's voor 2014 en in programmadocumenten van de EU en het IMF. De achterliggende maatregelen om deze doelen te bereiken ontbreken echter vaak of zijn onvoldoende uitgewerkt. Daarom is er bij de basisprojectie geen rekening mee gehouden. Dat geldt met name voor de periode 2015-16, dat voor de meeste landen niet onder de huidige begrotingen valt. Het is daarom niet alleen noodzakelijk maar ook waarschijnlijk dat verschillende regeringen in 2016, naast de begrotingsmaatregelen uit de basisprojectie, aanvullende begrotingsmaatregelen zullen nemen.

Aannames die aan de begrotingsgevoeligheidsanalyse ten grondslag liggen

Het uitgangspunt van de begrotingsgevoeligheidsanalyse is het “gat” tussen de begrotingsdoelen van de regeringen en de basisbegrotingsprojecties. Om te bepalen hoe waarschijnlijk het is dat er aanvullende begrotingsmaatregelen worden genomen, wordt gebruikgemaakt van zowel qua omvang als samenstelling landspecifieke informatie en omstandigheden. Landspecifieke informatie in het bijzonder heeft tot doel onzekerheden over de begrotingsdoelen, de waarschijnlijkheid van aanvullende begrotingsmaatregelen met een impact op de totale vraag in tegenstelling tot andere tekortreducerende factoren, en de daarmee samenhangende macro-economische terugkoppelingseffecten te achterhalen.

Op grond van deze benadering is de verwachting dat de aanvullende begrotingsconsolidatie voor het eurogebied zeer beperkt zal zijn (minder dan 0,1% bbp) in 2014. Voor 2015 zijn verdere aanvullende maatregelen waarschijnlijk (zo'n 0,3% bbp) en wat minder in 2016 (zo'n 0,1% bbp), waarmee de cumulatieve begrotingsconsolidatie eind 2016 op 0,4% bbp zou uitkomen. Met betrekking tot de aard van de begrotingsmaatregelen wordt getracht land- en tijdspecifieke profielen van de meest waarschijnlijke consolidatiemaatregelen in de analyse te verwerken. Uit de geaggregeerde analyse voor het eurogebied

blijkt dat de begrotingsmaatregelen enigszins tenderen naar de uitgavenkant van de begroting, maar dat er ook sprake is van verhogingen van (in)directe belastingen, terwijl het waarschijnlijk wordt geacht dat in 2016 stimuleringsmaatregelen zullen worden genomen via verlaging van directe belastingen en sociale premies.

De macro-economische effecten van aanvullende begrotingsconsolidatie

In onderstaande tabel zijn de resultaten weergegeven van de simulatie die met behulp van het New Area-Wide Model (NAWM³) van de ECB is uitgevoerd teneinde de impact van de begrotingsgevoeligheidsanalyse op de groei van het reële bbp en de HICP-inflatie vast te stellen.

De impact van aanvullende begrotingsconsolidatie op de reële bbp-groei is in 2014 beperkt, maar bedraagt naar schatting rond -0,2 procentpunt in 2015 en 2016. Het effect op de HICP-inflatie zal in 2015 naar schatting 0,1 procentpunt bedragen.

Ten aanzien van de reële bbp-groei blijkt uit de huidige analyse dus enig neerwaarts risico voor de basisprojectie, met name in 2015 en 2016, aangezien niet alle beoogde begrotingsconsolidatiemaatregelen in de basisprojectie zijn opgenomen. Tegelijkertijd bestaan ook kleine opwaartse risico's voor de inflatie, omdat de aanvullende consolidatie deels de vorm aanneemt van hogere indirecte belastingen.

Met nadruk zij gesteld dat deze begrotingsconsolidatieanalyse uitsluitend gericht is op de mogelijke kortetermijneffecten van waarschijnlijke aanvullende consolidatiemaatregelen. Hoewel zelfs goed ontworpen begrotingsconsolidatiemaatregelen op korte termijn vaak negatieve gevolgen hebben voor de reële bbp-groei, is er op (middel)lange termijn sprake van positieve effecten op de bedrijvigheid die buiten de door deze analyse bestreken periode vallen.⁴ Daarom dienen de resultaten van deze analyse niet te worden uitgelegd alsof er vraagtekens worden geplaatst bij de noodzaak om gedurende de projectieperiode aanvullende begrotingsmaatregelen te nemen. Integendeel, verdere consolidatiemaatregelen zijn nodig om de overheidsfinanciën in het eurogebied weer gezond te maken. Zonder consolidatie bestaat het risico van negatieve effecten op de prijs van overheidsobligaties. Ook het vertrouwen zou negatief beïnvloed kunnen worden, wat het economisch herstel zou belemmeren.

De geraamde macro-economische effecten van aanvullende begrotingsconsolidatie op de bbp-groei en de HICP-inflatie in het eurogebied

(als percentage van het bbp)

	2014	2015	2016
Overheidsbegrotingsdoelstellingen ¹⁾	-2,4	-1,8	-1,1
Basisbegrotingsprojecties	-2,6	-2,4	-1,9
Aanvullende begrotingsconsolidatie (cumulatief) ²⁾	0,0	0,3	0,4
Effecten van aanvullende begrotingsconsolidatie (procentpunten) ³⁾			
Reële bbp-groei	0	-0,2	-0,2
HICP-inflatie	0	0,1	0

1) Nominale doelen, zoals vastgelegd in de meest recente programmadocumenten van de EU en het IMF voor de desbetreffende landen en updates van stabiliteitsprogramma's voor 2014 voor de resterende landen.

2) Gevoeligheidsanalyse gebaseerd op inschattingen van medewerkers van de ECB.

3) Voor de groei van het reële bbp en de HICP-inflatie worden afwijkingen van de basisprojectie in procentpunten uitgedrukt (beide op jaarbasis). De macro-economische effecten zijn gesimuleerd met behulp van het New Area-Wide Model van de ECB.

1. Alle simulaties zijn uitgevoerd op basis van de aanname van ongewijzigd beleid en ongewijzigde variabelen met betrekking tot de technische aannames en het internationale klimaat van het eurogebied.
2. Een gedetailleerde beschrijving van het model dat is gebruikt om deze opwaartse bijstelling af te leiden, is te vinden in Pagano, P. en Pisani, M., "Risk-adjusted forecasts of oil prices", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 9, Issue 1, Art. 24, 2009.
3. Het New Area-Wide Model wordt beschreven in: Christoffel K., Coenen G. en Warne A., "The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis", *Working Paper-reeks*, nr. 944, ECB, oktober 2008.
4. Voor een uitgebreidere analyse van de macro-economische effecten van begrotingsconsolidatie wordt verwezen naar het artikel "Fiscal multipliers and the timing of consolidation", uit het *Maandbericht* van de ECB van april 2014.

IMPLICATIES VAN DE SPANNINGEN TUSSEN DE EU EN RUSLAND VOOR DE HANDELSVOORUITZICHTEN VAN HET EUROGEBIED

De oplopende geopolitieke spanningen en de daarmee samenhangende daling van het vertrouwen zouden de laatste tijd een negatieve invloed kunnen hebben gehad op de bedrijvigheid in het eurogebied. De aanname in de basisprojectie is echter dat de recente spanningen tussen de EU en Rusland slechts zeer bescheiden negatieve gevolgen hebben voor de handel van het eurogebied. De buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied en de uitvoer zullen naar verwachting voornamelijk via twee kanalen worden beïnvloed.

Ten eerste zijn de vooruitzichten voor de Russische economie verslechterd, waardoor de Russische binnenlandse vraag en de invoer gedurende de projectieperiode lager uitvalt vergeleken met de projecties in het Maandbericht van juni, met nadelige gevolgen voor de buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied en de uitvoer. De escalerende spanningen in Oekraïne hebben geleid tot extra, vooral financiële, sancties door de EU en de Verenigde Staten tegen Rusland. Na een krimp van het Russische bbp met 0,3% op kwartaalbasis in het eerste kwartaal van 2014, is de verwachting dat de bedrijvigheid in de komende kwartalen slap blijft als gevolg van achterblijvende investeringen mede door de renteverhogingen van de Bank of Russia, veel striktere binnenlandse en externe financieringsvoorwaarden, kapitaaluitstroom, en verhoogde onzekerheid. Bovendien is de verwachting dat de particuliere consumptie zal worden geremd door de onzekere economische vooruitzichten en het lagere reëel besteedbaar inkomen als gevolg van hogere inflatie, mede vanwege de depreciatie van de roebel. Deze verslechtering van de Russische binnenlandse vraag zet gedurende de projectieperiode een rem op het Russische bbp en de groei van de invoer. Dit betekent een neerwaartse herziening van de Russische invoer ten opzichte van de vorige projectie. Omdat Rusland goed is voor ongeveer 4,5% van de buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied, vermindert deze lagere Russische invoer de buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied marginaal, met ongeveer 0,1 procentpunt tegen eind 2016, in vergelijking met de vorige projectie.

Ten tweede heeft Rusland een embargo ingesteld voor de invoer van bepaalde voedingsmiddelen die afkomstig zijn uit landen die sancties hebben afgekondigd tegen Russische individuen en entiteiten, waaronder invoer van voedingsmiddelen uit het eurogebied. Dit Russische embargo raakt ongeveer 2% van de totale invoer van goederen en diensten van Rusland, wat een verdere rem zet op de groei van de Russische invoer gedurende de projectieperiode. Om rekening te houden met de effecten van deze invoerbeperkingen, wordt ervan uitgegaan dat ongeveer een derde van de onder embargo geplaatste invoer onmiddellijk kan worden vervangen door andere buitenlandse leveranciers. Wat het resterende deel betreft, wordt verondersteld dat dit eind 2014 en begin 2015 leidt tot een kleine krimp van de Russische invoergroei. Dit vertaalt zich begin 2015 in een daling van de buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied met minder dan 0,1 procentpunt in vergelijking met de vorige projectie.

Hoewel de negatieve gevolgen voor de buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied waarschijnlijk gering zijn, is voor sommige landen van het eurogebied de impact mogelijk groter, afhankelijk van hun handelsbetrekkingen met Rusland. Daarnaast lijken de recente spanningen te hebben geleid tot een daling van het ondernemersvertrouwen in het eurogebied.

Deze ramingen zijn echter met de nodige onzekerheid omgeven. Het nadelig effect van het Russische embargo op de uitvoer van het eurogebied zou groter kunnen zijn dan aangegeven door de neerwaartse herziening van de buitenlandse vraag, aangezien de embargomaatregelen specifiek gericht zijn op het eurogebied en enkele andere OESO-landen, en dit komt niet uitdrukking in de handels(aan)delen, die vastliggen. Het is dus aannemelijker dat de uitvoer vanuit het eurogebied verder afneemt dan hierboven voorzien. Anderzijds slagen de eurolanden er mogelijk in om alternatieve uitvoermarkten te vinden, waardoor de impact van het embargo wordt verkleind.

Tot slot kan, zoals besproken in het Maandbericht van juni 2014 (zie het Kader getiteld "Blootstelling van het eurogebied aan de crisis in Oekraïne"), een verder oplopen van de spanningen in de regio leiden tot aanvullende sancties tegen Rusland en tegenmaatregelen van Rusland tegen de EU. In dat geval is de impact op de bedrijvigheid en inflatie in het eurogebied waarschijnlijk aanzienlijk groter.

Kader 5

PROGNOSES DOOR ANDERE INSTELLINGEN

Diverse instellingen, zowel internationale organisaties als organisaties in de particuliere sector, hebben prognoses voor het eurogebied uitgebracht. Strikt genomen zijn deze prognoses echter niet met elkaar of met de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties vergelijkbaar, aangezien zij zijn opgesteld op verschillende tijdstippen. Daarnaast maken zij gebruik van andere (deels niet nader gespecificeerde) methoden om aannames af te leiden betreffende de financiële, externe en begrotingsvariabelen, waaronder de olieprijs en andere grondstoffenprijzen. Ten slotte verschillen de prognoses in de gehanteerde methodes voor de correctie van de invloed van het aantal werkdagen (zie onderstaande tabel).

Vergelijking van prognoses voor de reële bbp-groei en de HICP-inflatie voor het eurogebied

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	Publicatiedatum	bbp-groei			HICP-inflatie		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Projecties ECB-medewerkers	September 2014	0,9 [0,7-1,1]	1,6 [0,6-2,6]	1,9 [0,6-3,2]	0,6 [0,5-0,7]	1,1 [0,5-1,7]	1,4 [0,7-2,1]
Europese Commissie	mei 2014	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
OESO	mei 2014	1,2	1,7	-	0,7	1,1	-
Euro Zone Barometer	augustus 2014	1,0	1,5	1,7	0,6	1,1	1,5
Consensus Economics Forecast	augustus 2014	1,0	1,5	1,6	0,6	1,1	1,5
Survey of Professional Forecasters	augustus 2014	1,0	1,5	1,7	0,7	1,2	1,5
IMF	juli 2014	1,1	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Bronnen: European Commission forecast, voorjaar 2014; IMF World Economic Outlook Update, juli 2014 (bbp); IMF World Economic Outlook, april 2014, OECD Economic Outlook, mei 2014; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; en de "Survey of Professional Forecasters" van de ECB.

Toelichting: De door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties en de OESO-prognoses hanteren voor het aantal werkdagen gecorrigeerde groeicijfers op jaarbasis, terwijl bij de Europese Commissie en het IMF de groeicijfers op jaarbasis niet zijn gecorrigeerd voor het aantal werkdagen per jaar. Uit de andere prognoses wordt niet duidelijk of de gegevens al dan niet zijn gecorrigeerd voor het aantal werkdagen.

In de momenteel beschikbare prognoses door andere instellingen, wordt de reële bbp-groei in het eurogebied in 2014 iets hoger geraamd dan in de projecties opgesteld door de medewerkers van de ECB. De projecties voor de reële bbp-groei in 2015 en 2016 zijn vergelijkbaar of liggen iets lager dan de door medewerkers van de ECB opgestelde projecties. Wat de inflatie betreft, wijzen de prognoses van de meeste andere instellingen op een gemiddelde HICP-inflatie op jaarbasis in 2014 en 2015 die dicht bij of iets hoger ligt dan in de door medewerkers van de ECB opgestelde projecties. Volgens de andere beschikbare projecties zal de HICP-inflatie in 2016 naar verwachting gemiddeld tussen 1,3% en 1,5% liggen, vergeleken met 1,4% in de door medewerkers van de ECB opgestelde projecties. Momenteel liggen alle beschikbare prognoses binnen de bandbreedte van de ECB-projecties, die zijn weergegeven in de tabel.

© Europese Centrale Bank, 2014

Adres: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Duitsland

Postadres: Postbus 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Duitsland

Telefoon: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

Website: <http://www.ecb.europa.eu>

Alle rechten voorbehouden.

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