



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM

DECEMBER 2014: DOOR MEDEWERKERS VAN HET EUROSYSTEEM SAMENGESTELDE MACRO-ECONOMISCHE PROJECTIES VOOR HET EUROGEBIED¹

De bedrijvigheid is zwakker gebleken dan aan het begin van dit jaar werd verwacht. Dat kwam vooral door de onverwacht gematigde groei van de investeringen en de uitvoer. De huidige fase van bescheiden groei zal, zo wordt voorzien, tot in 2015 voortduren. Een aantal ondersteunende externe en binnenlandse factoren, waaronder de uiterst accommoderende monetairbeleidskoers in het eurogebied – die door de gewone en bijzondere maatregelen van juni en september 2014 wordt versterkt – zouden zich in de loop van 2015 echter duidelijker moeten aftekenen, waarop de reële bbp-groei, zo wordt verwacht, in een iets hogere versnelling zal geraken. Volgens de projectie stijgt het reële bbp in 2014 met 0,8%, in 2015 met 1,0% en in 2016 met 1,5%. Aangezien deze cijfers de geraamde potentiële groei in toenemende mate te boven gaan, wordt de outputgap gedurende de projectieperiode langzaam kleiner. Deze blijft in 2016 echter negatief. Ten opzichte van de in het Maandbericht van september 2014 gepubliceerde projectie werden de vooruitzichten voor de reële bbp-groei aanzienlijk naar beneden bijgesteld.

Volgens de projectie blijft de HICP-inflatie in het eurogebied op korte termijn laag en stijgt zij gedurende de projectieperiode slechts geleidelijk, om in 2014 uit te komen op gemiddeld 0,5%, in 2015 op gemiddeld 0,7% en in 2016 op gemiddeld 1,3%. De recente daling van de olieprijs heeft de inflatievooruitzichten voor de korte termijn aanzienlijk getemperd. De geleidelijke verkleining van de negatieve outputgap alsmede de toenemende externe prijsdruk, versterkt door de lagere eurokoers, zullen een stijging van de HICP-inflatie gedurende de projectieperiode naar verwachting echter ondersteunen. De voortdurende economische onderbenutting zal desalniettemin verhinderen dat de inflatie sterk stijgt. De vooruitzichten voor de HICP-inflatie zijn aanzienlijk naar beneden bijgesteld ten opzichte van projectie uit het Maandbericht van september 2014.

Dit 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 Daarmee dient rekening te worden gehouden bij de interpretatie ervan. Voorts moet worden benadrukt dat de recente onconventionele monetairbeleidsmaatregelen slechts in deze projectie zijn meegenomen voor zover zij reeds van invloed zijn geweest op financiële variabelen, terwijl andere transmissiekanalen niet zijn opgenomen. Dit impliceert dat in de basisprojectie de effecten van de monetairbeleidsprogramma's zeer waarschijnlijk onderschat worden.

HET INTERNATIONALE KLIMAAT

Het wereldwijde herstel blijft volgens de projectie aan kracht winnen, zij het geleidelijk. Volgens de projectie zal de groei van het reële mondiale bbp (exclusief het eurogebied) gedurende de projectieperiode geleidelijk aantrekken en van 3,6% in 2014 stijgen naar 4,2% in 2016. De verwachting is echter dat het herstel ongelijk over de regio's verdeeld blijft. Begin 2014 groeide de bedrijvigheid in een tamelijk gematigd tempo, daarna is het groeitempo in enkele geavanceerde economieën buiten het eurogebied over het algemeen aangetrokken. Het groeitempo in de opkomende markten blijft daarentegen gematigd, met enige divergentie tussen de regio's. Op de wat langere termijn zou de mondiale

¹ De Raad van Bestuur gebruikt de door medewerkers 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 20 november 2014.

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

bedrijvigheid geleidelijk krachtiger moeten worden, al wordt nog steeds slechts een bescheiden herstel verwacht. Waar sommige grote geavanceerde economieën profiteren van afnemende economische tegenwind, is het door toenemende structurele uitdagingen en aanscherping van de financieringsvoorwaarden onwaarschijnlijk dat de opkomende economieën de vóór de crisis behaalde groeicijfers opnieuw zullen bereiken.

De groei van de wereldhandel was in de eerste helft van het jaar wederom gering, maar zal naar verwachting in het tweede kwartaal het dieptepunt hebben bereikt en volgens de projectie in de projectieperiode weer aantrekken: van 2,7% in 2014 tot 5,2% in 2016 (wereld exclusief het eurogebied). Aan het einde van de projectieperiode is de elasticiteit van de wereldhandel ten opzichte van de mondiale bedrijvigheid naar verwachting nog steeds geringer dan vóór de crisis. Doordat de invoervraag vanuit de belangrijkste handelspartners van het eurogebied naar verwachting langzamer groeit dan de vraag vanuit de rest van de wereld, luidt de projectie dat de groei van de buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied enigszins achterblijft bij de groei van de wereldhandel (zie Tabel 1).

Tabel 1 Het internationale klimaat

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	december 2014				september 2014			herzieningen sinds september 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Wereld (excl. het eurogebied) – reëel bbb	3,7	3,6	4,0	4,2	3,7	4,2	4,3	-0,1	-0,1	-0,1
Wereld (excl. het eurogebied) – handel ¹⁾	3,4	2,7	3,9	5,2	3,9	5,5	5,9	-1,2	-1,6	-0,7
Buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied ²⁾	2,9	2,3	3,4	4,9	3,5	5,0	5,6	-1,2	-1,6	-0,6

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 vanuit de handelspartners van het eurogebied.

Ten opzichte van de macro-economische projecties uit het Maandbericht van september 2014 zijn de vooruitzichten voor de wereldhandel licht naar beneden bijgesteld en de vooruitzichten voor de buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied sterker naar beneden bijgesteld. De herziening van de vooruitzichten voor de buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied hangt samen met lagere cijfermatige uitkomsten en met een neerwaartse herziening – in de richting van het langetermijnniveau – van de ontwikkeling van de elasticiteitstoename van de wereldhandel ten opzichte van de bedrijvigheid. Dit ter verantwoording van eerdere prognosefouten.

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 13 november 2014 was). De korte rente verwijst naar de driemaands EURIBOR, waarbij de marktverwachtingen worden afgeleid van de termijnrentes. Deze methodologie levert een gemiddeld niveau van de korte rente van 0,2% voor 2014 en 0,1% voor 2015 en 2016 op. De marktverwachtingen betreffende het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied impliceren een gemiddelde rente van 2,0% in 2014, 1,8% in 2015 en 2,1% 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, zal de samengestelde bancaire debetrente voor leningen aan de niet-financiële particuliere sector binnen het eurogebied naar verwachting licht dalen in 2014 en 2015 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 van 13 november wordt verondersteld dat de prijs van een vat Brent-olie daalt van

USD 102,6 in het derde kwartaal van 2014 naar USD 85,6 in 2015, om in 2016 te stijgen naar USD 88,5. De in Amerikaanse dollar luidende prijzen van andere grondstoffen dan energie zullen, zo wordt verondersteld, in 2014 en 2015 aanzienlijk dalen en in 2016 stijgen.²

Aangenomen wordt dat de bilaterale wisselkoersen gedurende de projectieperiode onveranderd zullen blijven op het gemiddelde niveau van de twee weken tot en met de afsluitdatum van 13 november 2014. Dit impliceert een EUR/USD-wisselkoers van 1,33 in 2014 en van 1,25 in 2015 en 2016.

Technische aannames

	december 2014				september 2014			herzieningen sinds september 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Driemaands EURIBOR (in % per jaar)	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,1	-0,1
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (in % per jaar)	2,9	2,0	1,8	2,1	2,3	2,2	2,5	-0,2	-0,4	-0,4
Olieprijs (USD/vat)	108,8	101,2	85,6	88,5	107,4	105,3	102,7	-5,7	-18,8	-13,8
Grondstoffenprijzen m.u.v. energie in USD (percentuele mutaties op jaarbasis)	-5,0	-6,3	-4,8	3,8	-4,8	0,1	4,4	-1,5	-4,9	-0,6
Wisselkoers USD/EUR	1,33	1,33	1,25	1,25	1,36	1,34	1,34	-1,9	-6,7	-6,7
Nominale effectieve wisselkoers euro (EER20)(percentuele mutaties op jaarbasis)	3,8	0,5	-2,8	0,0	1,4	-0,8	0,0	-0,9	-2,0	0,0

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

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

De begrotingsaannames zijn gebaseerd op de gerealiseerde begrotingen van 2014, informatie uit voorgestelde of aangenomen begrotingswetgeving voor 2015, conceptbegrotingen die in het kader van het Europees Semester zijn ingediend en nationale begrotingsplannen voor de middellange termijn die op 20 november 2014 beschikbaar waren. Zij omvatten alle beleidsmaatregelen die reeds door het betreffende nationale parlement zijn goedgekeurd of die reeds in voldoende detail door overheden zijn bepaald en het wetgevingsproces waarschijnlijk zullen doorstaan. Al met al komt uit de informatie over de uitvoering van de begrotingen in 2014 en de voor 2015 geplande begrotingsmaatregelen een over het algemeen neutraal discretionair begrotingsbeleid op het niveau van het eurogebied naar voren. Begrotingsconsolidatiemaatregelen in sommige landen worden min of meer gecompenseerd door directe belastingverlagingen in diverse landen en door stijgende bestedingen.

De wijzigingen in de technische aannames ten opzichte van het Maandbericht van september 2014 zijn onder andere: aanzienlijk lagere in dollar luidende prijzen van olie en andere grondstoffen dan energie, een daling van de effectieve wisselkoers van de euro en een lagere korte en lange rente in het eurogebied.

1. De aanname ten aanzien van 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 geëxtrapoléerd 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. Er wordt van uitgegaan dat het ecart tussen het rendement op overheidsobligaties van bepaalde landen en het overeenkomstige gemiddelde van het eurogebied gedurende de projectieperiode gelijk blijft.
2. De aannames voor de grondstoffenprijzen van olie en voedsel zijn gebaseerd op de futureskoersen tot en met het einde van de projectieperiode. Voor de overige grondstoffen anders dan voedsel wordt aangenomen dat de prijzen tot het vierde 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 voedsel, zijn gebaseerd op een econometrisch model dat rekening houdt met ontwikkelingen in de internationale grondstoffenprijzen voor voedsel.

PROJECTIES VOOR DE REËLE BBP-GROEI

De recente economische ontwikkelingen hebben het begin dit jaar verwachte herstel niet bevestigd. Het reële bbp vertoonde in het tweede en derde kwartaal van 2014 slechts een bescheiden groei, nadat de tijdelijke factoren die de bedrijvigheid in het eerste kwartaal hadden gestimuleerd, aan kracht hadden ingeboet. De achtergrond van deze bij de verwachting achterblijvende bedrijvigheid wordt gevormd door de gematigde ontwikkeling van de wereldhandel, toenemende bezorgdheid over de vooruitzichten voor binnenlandse groei – welke mogelijk wordt gevoed door de tot stilstand gekomen economische hervormingen in sommige landen – aanhoudende geopolitieke spanningen en het feit dat in sommige landen de investeringen in woningbouw minder sterk aantrekken dan was voorzien.

Volgens de projectie blijft de reële groei van het bbp op korte termijn gematigd. Het effect van de negatieve factoren die de groei eerder dit jaar hinderden, zal de groei ook in de komende paar kwartalen drukken. Indicatoren voor het vertrouwen onder ondernemers en consumenten wijzen daarop. Die zijn sinds het voorjaar gedaald, en staan nu op een niveau dat wijst op aanhoudende doch niet meer dan bescheiden groei van de bedrijvigheid op korte termijn. Met name de private investeringsactiviteiten zullen tot begin 2015 naar verwachting gematigd blijven.

Toch blijft er sprake van enkele positieve fundamentele factoren die de verwachting ondersteunen dat de groei in 2015 en daarna aantrekt. De binnenlandse vraag zou moeten profiteren van de accommoderende monetairbeleidskoers en het beter functioneren van het beleidstransmissieproces (beider effect wordt verder versterkt door de conventionele en onconventionele maatregelen die de ECB recentelijk heeft genomen), van een min of meer neutrale begrotingskoers na jaren van aanzienlijke bezuinigingen, en van enige verbetering in de kredietaanbodssituatie. Bovendien zou de particuliere consumptie moeten profiteren van de toename van het reëel besteedbaar inkomen. Die toename is vooral het gevolg van de gunstige effecten van dalende grondstoffenprijzen, maar ook van de (zij het bescheiden) groei van de lonen en de werkgelegenheid, alsmede, in de context van toenemende winstgroei, van groeiende andere bronnen van persoonlijk inkomen (waaronder winstuitkeringen). Bovendien zal de bedrijvigheid in het algemeen gedurende de projectieperiode in toenemende mate steun ondervinden van de gunstige exporteffecten die uitgaan van een veronderstelde geleidelijke verbetering van de externe vraag, waarbij de effecten van de depreciatie van de euro een extra ondersteuning vormen.

Volgens de projectie blijft het herstel naar historische maatstaven echter gematigd, aangezien een aantal factoren de groei op de middellange termijn nog steeds drukt. De noodzaak van balansaanpassing in zowel de particuliere als de publieke sector zal in de projectieperiode naar verwachting slechts geleidelijk verminderen. Bovendien neemt de remmende werking die de hoge werkloosheid in sommige landen op de particuliere consumptie uitoefent, naar verwachting slechts langzaam af, terwijl ruime overcapaciteit in bepaalde landen de investeringsuitgaven blijven drukken. Uitgedrukt in jaargemiddelden komt de reële bbp-groei volgens de projectie uit op 0,8% in 2014, 1,0% in 2015 en 1,5% in 2016.

Als we de componenten van de vraag nader bekijken, blijken de particuliere consumptieve bestedingen hun bescheiden groeitempo gedurende de projectieperiode vast te houden, dankzij een herstel van het reëel besteedbaar inkomen. Na enkele uitgesproken zwakke jaren versnelt de groei van het reëel besteedbaar inkomen weer, dankzij een stijging van het arbeidsinkomen (als gevolg van de groeiende werkgelegenheid en iets sterkere loonstijgingen), een grotere bijdrage van andere bronnen van persoonlijk inkomen (met name uit winst) en de lage grondstoffenprijzen. De particuliere consumptie wordt verder ondersteund door de stijgende vermogens van huishoudens en de geringe kosten van financiering.

De spaarquote blijft naar verwachting gelijk op een historisch laag peil. Dit is het gevolg van tegengestelde effecten. Aan de ene kant werken de uiterst lage rente en geleidelijk dalende werkloosheid neerwaarts uit op de spaarquote. Daar staan opwaartse effecten tegenover nu het besteedbaar inkomen in sommige landen toeneemt en daardoor de noodzaak spaargeld voor consumptie aan te wenden, afneemt. De waargenomen afname van het consumentenvertrouwen zou het motief om uit voorzorg te sparen, kunnen versterken. Bovendien blijft in sommige landen de druk op huishoudens om hun schulden af te bouwen hoog, hetgeen eveneens een opwaarts effect op de spaarquote heeft.

De vooruitzichten voor investeringen in woningen blijven gematigd. Investerings in woningen zouden in de loop van 2015 iets moeten aantrekken, wanneer de bedrijvigheid zich herstelt in een klimaat van lage hypotheekrentes en een verbeterd kredietaanbod, en de noodzaak tot correcties op de woningmarkt 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. In sommige landen lijkt het gunstige effect van de historisch lage hypotheekrente bovendien zwakker dan eerder werd verwacht.

De bedrijfsinvesteringen zouden van een aantal factoren steun moeten ondervinden, namelijk de voorspelde, geleidelijke groei van de binnen- en buitenlandse vraag; de zeer lage rentetarieven; de noodzaak tot modernisering van de voorraad kapitaalgoederen na enkele jaren van geringe investeringen; een verbetering van het kredietaanbod, alsmede licht hogere winstoplagen naarmate de bedrijvigheid zich herstelt. Bovendien zal de economische tegenwind als gevolg van de noodzakelijke schuldenafbouw door het bedrijfsleven geleidelijk luwen nu de overheidsschuldquote de afgelopen jaren gedaald is. Desalniettemin blijven de schuld niveaus hoog en de noodzaak schulden af te bouwen kan dan ook op de groei blijven drukken.

Volgens de ramingen blijven de bedrijfsinvesteringen op korte termijn vrij laag. Ondanks genoemde ondersteunende factoren is het ondernemersvertrouwen de laatste tijd afgenomen. De effecten van enkele negatieve factoren lijken zwaar te drukken op de bedrijfsinvesteringen, met name de nog immer ongunstige, zij het wel beter wordende financieringscondities in sommige landen, de bezorgdheid omtrent de trage voortgang van de structurele hervormingen in bepaalde landen en het voortduren van geopolitieke spanningen. De bedrijfsinvesteringen worden verder gedrukt door onzekerheid over de toekomstige vraag.

De projectie voorziet een gematigde toename van de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied naarmate de mondiale bedrijvigheid zich herstelt. De uitvoer uit het eurogebied neemt in de tweede helft van 2014 gematigd toe, min of meer gelijk met de buitenlandse vraag. Volgens de projectie zal de groei van de uitvoer in de loop van 2015 vaart winnen als gevolg van de geleidelijke toename van de buitenlandse vraag en het gunstige effect van de recente waardedaling van de euro. Het aandeel in de exportmarkten blijft gedurende de projectieperiode min of meer gelijk. De invoer van buiten het eurogebied neemt gedurende de projectieperiode slechts gematigd toe, vanwege de geringe groei van de vraag in het eurogebied en de lagere koers van de euro. Volgens de projecties zal het uitvoersaldo tegen het einde van de projectieperiode een positieve, zij het bescheiden, bijdrage leveren aan de groei van het reële bbp. Het overschot op de lopende rekening neemt gedurende de projectieperiode toe tot 2,4% bbp in 2016.

De groei van de werkgelegenheid laat de laatste tijd een relatief snel en sterk herstel zien. Het herstel heeft al medio 2013 ingezet, in eerste instantie betrof dat het aantal gewerkte uren, daarna ook het aantal personen. In het tweede kwartaal van 2014 was de werkgelegenheid ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar met 0,4% toegenomen, bij een groei van het reële bbp met 0,8%. Dit relatief snelle herstel lijkt voort te komen uit het opwaartse effect van eerdere loonmatiging en waarschijnlijk ook uit de positieve invloed van recente arbeidsmarkthervormingen. Deze hervormingen, bijvoorbeeld verdergaande decentralisatie van loononderhandelingen, geringere arbeidsbescherming en flexibeler arbeidsregelingen, lijken te hebben geleid tot een relatief snellere en sterkere reactie van de werkgelegenheid op de ontwikkelingen in de productie dan historisch het geval was, zij het met enkele opvallende verschillen tussen de landen.

De arbeidsmarktomstandigheden in het eurogebied zullen in de projectieperiode naar verwachting een gematigde verbetering te zien geven. Voor de tweede helft van 2014 wordt een voortzetting van het bescheiden herstel van de werkgelegenheid geraamd en de projecties voorzien dat dit groeitempo gedurende de projectieperiode aanhoudt. Het herstel van de werkgelegenheid weerspiegelt het voortdurende patroon van een verhoudingsgewijs snelle en sterke reactie op het herstel van de bedrijvigheid. De beroepsbevolking neemt naar verwachting gematigd toe als gevolg van immigratie en de geleidelijk aantrekkende arbeidsmarkt, die deelname van bepaalde segmenten van de bevolking stimuleert. De verwachting is dat de werkloosheid gedurende de projectieperiode daalt, al blijft zij veel hoger dan voor de crisis.

Vergeleken met de macro-economische projecties uit het Maandbericht van september 2014 is de projectie voor de reële bbp-groei in 2014-2016 met 1,0 procentpunt naar beneden bijgesteld. De bijstelling wordt ingegeven door zwakkere vooruitzichten voor de export nu de vooruitzichten voor de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied aanzienlijk naar beneden zijn bijgesteld als gevolg van lagere cijfermatige uitkomsten en een neerwaartse herziening – in de richting van het langetermijnniveau – van de ontwikkeling van de elasticiteitstoename van de wereldhandel ten opzichte van de bedrijvigheid. De neerwaartse herziening van de groei is tevens het gevolg van een afzwakking van de bedrijfsinvesteringen vanwege de recente afname van het vertrouwen en de toenemende bezorgdheid over de binnenlandse groeivoorzichten. De investeringen in woningen zijn eveneens aanzienlijk naar beneden bijgesteld. Dat komt door de sterkere noodzaak om in sommige landen de resterende aanpassingen van de woningmarkt door te voeren en door het feit dat de invloed van de historisch lage hypotheekrentetarieven in eerdere projecties te hoog lijkt te zijn geraamd. Ook de particuliere consumptie is naar beneden bijgesteld, hetgeen voortvloeit uit de neerwaartse bijstelling van de groei van de loonsom per werknemer en de lager dan verwachte winstuitkeringen, die beide het gevolg zijn van het over de gehele linie zwakkere economische klimaat.

De recente onconventionele monetairbeleidsmaatregelen zijn slechts in de basisprojectie opgenomen via hun effecten op reeds waargenomen data en via hun effecten op de marktgebaseerde technisch-financiële aannames (via de marktrente en aandelenkoersen alsmede via de wisselkoers). Daardoor kan in de basisprojectie sprake zijn van een onderschatting van de gunstige effecten van de recente onconventionele monetairbeleidsmaatregelen, aangezien aanvullende kanalen daarin niet zijn meegenomen (zie Kader 2).

Tabel 2 Macro-economische projecties voor het eurogebied¹

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	december 2014				september 2014			herzieningen sinds september 2014 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Reëel bbp ³⁾	-0,4	0,8	1,0	1,5	0,9	1,6	1,9	0,0	-0,6	-0,3
		[0,7 - 0,9] ⁴⁾	[0,4 - 1,6] ⁴⁾	[0,4 - 2,6] ⁴⁾	[0,7 - 1,1] ⁴⁾	[0,6 - 2,6] ⁴⁾	[0,6 - 3,2] ⁴⁾			
Particuliere consumptie	-0,6	0,8	1,3	1,2	0,7	1,4	1,6	0,1	-0,2	-0,4
Overheidsconsumptie	0,3	0,9	0,5	0,4	0,7	0,4	0,4	0,2	0,0	-0,1
Bruto-investeringen in vaste activa	-2,5	0,7	1,4	3,2	1,1	3,1	3,9	-0,5	-1,8	-0,7
Uitvoer ⁵⁾	2,2	3,2	3,2	4,8	3,1	4,5	5,3	0,0	-1,3	-0,5
Invoer ⁵⁾	1,3	3,3	3,7	4,9	3,5	4,5	5,3	-0,3	-0,8	-0,3
Werkgelegenheid	-0,9	0,4	0,6	0,5	0,3	0,6	0,7	0,1	0,0	-0,2
Werkloosheid (in % van de beroepsbevolking)	11,9	11,6	11,2	10,9	11,6	11,2	10,8	0,0	0,0	0,2
HICP	1,4	0,5	0,7	1,3	0,6	1,1	1,4	-0,1	-0,4	-0,1
		[0,5 - 0,5] ⁴⁾	[0,2 - 1,2] ⁴⁾	[0,6 - 2,0] ⁴⁾	[0,5 - 0,7] ⁴⁾	[0,5 - 1,7] ⁴⁾	[0,7 - 2,1] ⁴⁾			
HICP excl. energie	1,4	0,8	1,1	1,3	0,8	1,3	1,6	0,0	-0,2	-0,2
HICP excl. energie en voedsel	1,1	0,8	1,0	1,3	0,9	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
HICP-inflatie exclusief energie, voedsel en wijzigingen van de indirecte belastingen ⁶⁾	1,0	0,7	1,0	1,3	0,8	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
Arbeidskosten per eenheid product	1,3	1,1	1,1	0,8	1,0	0,8	1,1	0,1	0,4	-0,3
Loonsom per werknemer	1,7	1,6	1,5	1,8	1,6	1,8	2,2	0,0	-0,3	-0,4
Arbeidsproductiviteit	0,4	0,5	0,4	1,0	0,6	1,0	1,1	-0,1	-0,6	-0,1
Algemeen begrotingssaldo overheid (als percentage van het bbp)	-2,9	-2,6	-2,5	-2,2	-2,6	-2,4	-1,9	0,0	-0,1	-0,3
Structureel begrotingssaldo (als percentage van het bbp) ⁷⁾	-2,3	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,9	-0,2	-0,1	-0,1
Bruto overheidsschuld (als percentage van het bbp)	90,8	92,0	91,8	91,1	93,9	93,1	91,5	-1,9	-1,3	-0,4
Saldo op de lopende rekening (als percentage van het bbp)	2,0	2,1	2,2	2,4	2,3	2,3	2,4	-0,1	0,0	0,0

1) In de projecties voor 2015 en 2016 is ook Litouwen opgenomen. De gemiddelde procentuele mutaties op jaarbasis voor 2015 zijn gebaseerd op een samenstelling van het eurogebied die in 2014 Litouwen reeds omvat.

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 de in december 2009 door de ECB gepubliceerde "New procedures for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges" en te vinden is 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 (voor de werkwijze van het ESCB, zie *Working Paper Series*, nr. 77, ECB, september 2001 en *Working Paper Series*, 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. Voor nadere informatie, zie het kader getiteld "Conjuncturele correctie van begrotingssaldi" in het ECB-Maandbericht van maart 2012 en het kader getiteld "Het structurele saldo als indicator van de onderliggende begrotingspositie" in het Maandbericht van september 2014.

OPNAME VAN DE RECENTE ONCONVENTIONELE MONETAIRBELEIDSMATREGELEN IN DE PROJECTIES

De kredietverruimende monetairbeleidsprogramma's die op 5 juni en 4 september 2014 bekendgemaakt werden, omvatten een reeks onconventionele monetairbeleidsmaatregelen die worden uitgevoerd middels krediettransacties, namelijk gerichte langerlopende herfinancieringstransacties, en middels rechtstreekse transacties, namelijk een programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa en een programma voor de aankoop van gedekte obligaties.

Het effect van deze maatregelen op de vooruitzichten voor groei en inflatie is slechts in de basisprojectie opgenomen voor zover financiële variabelen, met name de rentetarieven, aandelenkoersen en de wisselkoers van de euro, er reeds door beïnvloed zijn. Doordat deze technische benadering is gevolgd, zijn bepaalde aanvullende potentiële kanalen niet in de basisprojectie opgenomen. Daarbij valt bijvoorbeeld te denken aan de directe doorwerking van de financieringssteun aan banken in het eurogebied die uit deze maatregelen voortvloeit. Een ander kanaal dat niet in de basisprojectie is opgenomen, is de herschikking van effectenportefeuilles. Dat komt doordat de grote liquiditeitsinjecties die met elk van de drie beleidsmaatregelen gepaard gaan, voor beleggers een sterkere prikkel kunnen vormen om hun overtollige contanten te verminderen door alternatieve financiële instrumenten (anders dan die welke door de centrale bank worden aangekocht) aan te schaffen en zo de prijs ervan op te drijven – en het rendement te verlagen.

Al met al wordt de impact van de monetairbeleidsprogramma's in de basisprojectie dus waarschijnlijk onderschat, hetgeen een opwaarts risico betekent voor de basisprojecties voor groei en inflatie.

PROJECTIES BETREFFENDE PRIJZEN EN KOSTEN

Volgens de flash-raming van Eurostat was de HICP-inflatie in november 2014 0,3%. Het lage inflatiecijfer van dit moment vloeit voort uit de gematigde energieprijzen als gevolg van de recente daling van de aardolieprijzen, de geringe inflatie van de voedselprijzen alsmede de bescheiden prijsontwikkeling bij de industriële goederen en diensten anders dan energie.

De HICP-inflatie zal volgens de projectie op korte termijn laag blijven. Daarna zal zij naar verwachting tot het einde van de projectieperiode slechts geleidelijk verder stijgen tot 1,4% in het vierde kwartaal van 2016. De toename van de HICP-inflatie gedurende de projectieperiode wordt naar verwachting veroorzaakt door het geleidelijk kleiner worden van de negatieve outputgap en door toenemende externe prijsdruk. Met name die laatste vertegenwoordigen een omslag van neerwaartse naar opwaartse druk, als gevolg van de grondstoffenprijzen en de doorwerking van eerdere dalingen van de eurokoers.

De nog steeds bestaande overcapaciteit in het eurogebied, alsmede de veronderstelde gematigde ontwikkeling van de grondstoffenprijzen, voorkomen dat de inflatie in het eurogebied verder toeneemt. Volgens de projecties zal de negatieve outputgap tot en met 2016 slechts gedeeltelijk verdwijnen, hetgeen een bescheiden groei van de lonen en de winstmarges impliceert. Al met al blijft de HICP-inflatie naar verwachting zeer gematigd: gemiddeld 0,5% in 2014, 0,7% in 2015 en 1,3% in 2016. De HICP-inflatie exclusief voedingsmiddelen en energie komt naar verwachting uit op gemiddeld 0,8% in 2014, 1,0% in 2015 en 1,3% in 2016.

De externe prijsdruk heeft momenteel een temperend effect op de inflatievooruitzichten, maar zal gedurende de projectieperiode naar verwachting toenemen als gevolg van de voorziene stijging van de wereldwijde vraag, de lagere koers van de euro en, in 2016, een verwachte stijging van de grondstoffenprijzen. In het recente verleden hebben externe prijsontwikkelingen bijgedragen aan de neerwaartse prijsdruk in het eurogebied. Zwakke economische groei, dalende prijzen van olie en grondstoffen exclusief olie en de eerdere waardestijging van de euro hebben in 2013 en 2014 geleid tot prijsdalingen van de invoer in het eurogebied. Vooruitblikkend is de verwachting dat de deflator van de invoer van buiten het eurogebied in 2016 stijgt wanneer deze effecten wegebben.

Verbeteringen op de arbeidsmarkt en vermindering van de economische overcapaciteit zullen naar verwachting de binnenlandse prijsdruk gedurende de projectieperiode doen toenemen. De projectie voorziet voor de projectieperiode een lichte stijging van de loonsom per werknemer. Deze blijft echter laag vanwege de voortdurende aanpassingsprocessen en de loonmatiging in diverse landen in het eurogebied. Ook het klimaat van geringe inflatie draagt bij aan de bescheiden loonvooruitzichten. De groei van de arbeidskosten per eenheid product zal, zo wordt voorzien, gedurende de projectieperiode licht dalen. Dit is een gevolg van het feit dat de geringe stijging van de loonsom per werknemer ruimschoots gecompenseerd wordt door de sterkere productiviteitsgroei. De gematigde ontwikkeling van de arbeidskosten per eenheid product zijn een van de belangrijkste oorzaken dat de binnenlandse kostendruk tot aan het einde van de projectieperiode naar verwachting laag blijft.

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 dalen, zich in 2015 stabiliseren en in 2016 oplopen door het aantrekken van de economische bedrijvigheid en met name door een matiging van de arbeidskosten per eenheid product.

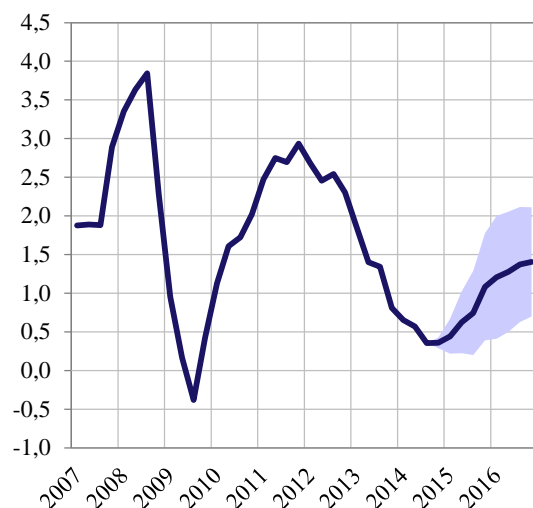
Vergeleken met de macro-economische projecties uit het Maandbericht van september 2014 is de projectie van de totale inflatie voor 2014 met 0,1 procentpunt, voor 2015 met 0,4 procentpunt en voor 2016 met 0,1 procentpunt naar beneden bijgesteld. Dit is vooral het gevolg van lagere in euro luidende oliepijzen, enkele verrassende neerwaartse uitkomsten bij de HICP-componenten exclusief energie en het effect van de naar beneden bijgestelde groeivoorzichten. In 2016 wordt die laatste factor deels gecompenseerd door een sterker opwaarts effect van de HICP-energie-inflatie als gevolg van een lagere wisselkoers en een opwaartse verandering in de oliefutures ten opzichte van de projectie van september. De HICP-inflatie exclusief voedingsmiddelen en energie is eveneens naar beneden bijgesteld als gevolg van de geringere dynamiek van de lonen en winstmarges en de indirecte doorwerking van de recente koersdaling.

Grafiek 1 Macro-economische projecties¹⁾

(kwartaalgegevens)

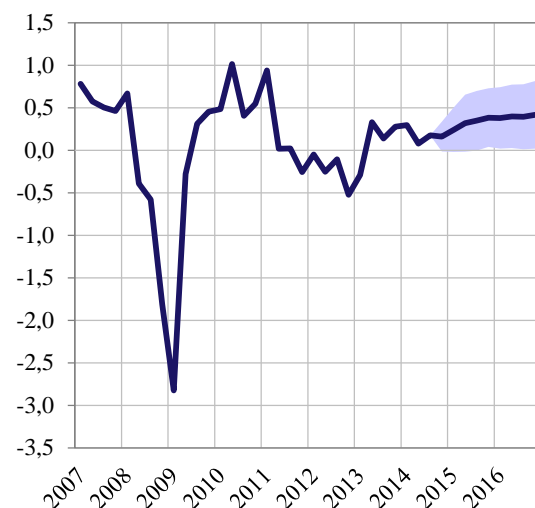
HICP van het eurogebied

(gemiddelde procentuele mutaties op jaarbasis)



Reëel bbp van het eurogebied²⁾

(gemiddelde procentuele mutaties op jaarbasis)



1) De marges rond de projecties zijn gebaseerd op de verschillen tussen de werkelijke uitkomsten en eerdere, over een aantal jaren uitgevoerde projecties. 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.

VOORUITZICHTEN VOOR DE OVERHEIDSBEGROTINGEN

Het begrotingsbeleid zal gedurende de projectieperiode overwegend neutraal georiënteerd zijn. In tegenstelling tot de aanzienlijke verkrapping die in voorgaande jaren werd waargenomen, is de begrotingskoers, gemeten als een mutatie in het voor conjunctuurinvloeden gecorrigeerde primaire saldo, in 2014-2015 naar verwachting licht expansief en in 2016 neutraal.

Voorzien wordt dat de overheidstekortquote gedurende de projectieperiode geleidelijk zal dalen. Deze daling wordt ondersteund door de verbetering van de conjunctuurpositie van de economie van het eurogebied. Het structurele begrotingssaldo zal volgens de projecties gedurende de projectieperiode slechts licht verbeteren als gevolg van het over het algemeen neutrale begrotingsbeleid. De overheidsschuldquote begint vanaf 2015 te dalen als gevolg van de recente verbeteringen in het primaire begrotingssaldo en een gunstiger ecart tussen de rente op de overheidsschuld en de bbp-groei.

De vooruitzichten voor de overheidstekorten en de schulddynamiek hebben zich licht verslechterd ten opzichte van de begrotingsprojectie uit het Maandbericht van september 2014. Dat komt door de ongunstiger macro-economische vooruitzichten en een geringe versoepeling van de discretionaire begrotingsmaatregelen. De neerwaartse bijstelling van de overheidsschuldquote is vooral het resultaat van de invoering van de nieuwe statistische norm ESR 2010.

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. In dit kader wordt de onzekerheid rond drie belangrijke onderliggende aannames besproken alsmede de gevoeligheid van de projecties voor deze aannames.¹

1) Een alternatieve ontwikkeling van de olieprijs

De aannames ten aanzien van de olieprijs in de huidige door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde projecties zijn afgeleid van de marktverwachtingen zoals die in de prijzen van oliefutures tot uiting komen. Op de afsluitdatum 13 november werd op grond van de ontwikkeling van de olieprijs op de futuresmarkt in de voorafgaande twee weken voorspeld dat de prijs van een vat ruwe Brent-olie zou dalen van USD 102,6 in het derde kwartaal van 2014 naar USD 85,6 in 2015 om in 2016 te stijgen naar USD 88,5. Na de afsluitdatum zijn de olieprijs en oliefutures echter verder gedaald, in een klimaat met een ruim aanbod van en een geringe vraag naar olie, met name nadat de OPEC op 27 november 2014 besloot het huidige productiepeil te handhaven. Op 2 december 2014 impliceerden de oliefutures dat de prijs van een vat ruwe Brent-olie in 2015 zou dalen naar USD 73,2 en in 2016 weer zou stijgen naar USD 78,1, d.w.z. een prijspeil respectievelijk 14,5% en 11,7% lager dan in de basisprojectie.

Op grond van de macro-economische modellen van medewerkers van het Eurosysteem wordt geraamd dat de alternatieve ontwikkeling van de olieprijs tot een HICP-inflatie in het eurogebied zou leiden die ca. 0,4 procentpunt onder de basisprojectie voor 2015 ligt en 0,1 procentpunt onder die voor 2016. Tegelijkertijd zou de alternatieve ontwikkeling van de olieprijs de reële bbp-groei in zowel 2015 als 2016 met 0,1 procentpunt ondersteunen.

2) Een alternatieve ontwikkelingen 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 groeivoorzichten in het eurogebied ten opzichte van de Amerikaanse economie en door verwachte verschillen in de

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 verkregen door de uit de opties afgeleide impliciete risiconeutrale dichtheden voor de EUR/USD-wisselkoers op 13 november 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 1,17 in 2016, wat 6,1% onder de basisaannahme 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 op 3,2% onder de basisprojectie uit te komen. In dit scenario duiden de uitkomsten van diverse door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische modellen voor 2015 en 2016 op hogere groei van het reële bbp (0,1-0,3 procentpunt) en op hogere HICP-inflatie (0,1-0,4 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. Bij het samenstellen van de basisprojectie is er dan ook geen rekening mee gehouden. Het is daarom niet alleen noodzakelijk maar ook waarschijnlijk dat verschillende regeringen in 2016, naast de begrotingsmaatregelen uit de basisprojectie, aanvullende begrotingsmaatregelen zullen hebben genomen.

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 heeft met name tot doel onzekerheden over de begrotingsdoelen te achterhalen alsmede de waarschijnlijkheid van aanvullende begrotingsmaatregelen met een impact op de totale vraag in plaats van andere tekort verminderende factoren, en de daarmee samenhangende macro-economische terugkoppelingseffecten.

Op grond van deze benadering wordt het als waarschijnlijk ingeschat dat er in 2015 en 2016 enkele nadere begrotingsconsolidatiemaatregelen worden genomen met een impact op de vraag, waardoor het gecumuleerde bedrag van de aanvullende consolidatiemaatregelen eind 2016 uitkomt op ongeveer 0,2% bbp. 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 tenderen naar de uitgavenkant van de begroting.

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 (NAWM²) 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 en 2015 beperkt, maar komt in 2016 uit op naar schatting zo'n -0,1 procentpunt. Het effect op de HICP-inflatie wordt voor de gehele projectieperiode als verwaarloosbaar geraamd.

Ten aanzien van de basisprojectie voor de reële bbp-groei in 2016 blijkt uit de huidige analyse dus een bescheiden neerwaarts risico, aangezien niet alle beoogde begrotingsconsolidatiemaatregelen in de basisprojectie zijn opgenomen. Tegelijkertijd zijn er verwaarloosbare risico's voor de inflatieprojectie.

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⁾	-2,7	-2,2	-1,7
Basisbegrotingsprojecties	-2,6	-2,5	-2,2
Aanvullende begrotingsconsolidatie (cumulatief) ²⁾	0,0	0,0	0,2
Effecten van aanvullende begrotingsconsolidatie met gevolgen voor de vraag (procentpunten) ³⁾			
Reële bbp-groei	0	0	-0,1
HICP-inflatie	0	0	0

1) Nominale doelstellingen zoals opgenomen in de meest recente programmadocumenten van de EU en het IMF voor de desbetreffende landen en zoals opgenomen in de conceptbegrotingen of aangenomen begrotingswetten voor 2015 dan wel de geactualiseerde stabiliteitsprogramma's voor 2014 voor de overige landen.

2) Gevoeligheidsanalyse gebaseerd op inschattingen door medewerkers van het Eurosysteem.

3) Bij 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.

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.³ 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. Bovendien kunnen de effecten op het vertrouwen negatief zijn, en zo het economisch herstel belemmeren.

1 Alle simulaties zijn uitgevoerd op basis van de aanname dat het beleid niet zou veranderen en dat er geen verandering zou plaatsvinden in enige andere variabele ten aanzien van de technische aannames en de internationale omgeving van het eurogebied.

2 Zie voor een beschrijving van het New Area-Wide Model: 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 Series*, nr. 944, ECB, oktober 2008.

3 Voor een uitgebreidere analyse van de macro-economische effecten van begrotingsconsolidatie wordt verwezen naar het artikel "Fiscal multipliers and the timing of consolidation", *Maandbericht*, ECB, april 2014.

Kader 4

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 het Eurosysteem 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
Door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties	december 2014	0,8 [0,7-0,9]	1,0 [0,4-1,6]	1,5 [0,4-2,6]	0,5 [0,5-0,5]	0,7 [0,2-1,2]	1,3 [0,6-2,0]
Europese Commissie	november 2014	0,8	1,1	1,7	0,5	0,8	1,5
OESO	november 2014	0,8	1,1	1,7	0,5	0,6	1,0
Euro Zone Barometer	november 2014	0,8	1,2	1,6	0,5	0,9	1,3
Consensus Economics Forecast	november 2014	0,8	1,1	1,5	0,5	0,9	1,3
Survey of Professional Forecasters	november 2014	0,8	1,2	1,5	0,5	1,0	1,4
IMF	oktober 2014	0,8	1,3	1,7	0,5	0,9	1,2

Bronnen: Economische Najaarsprognose van de Europese Commissie 2014, IMF World Economic Outlook (oktober 2014), Economic Outlook van de OESO, november 2014, Consensus Economics Forecasts, MJEconomics en de "Survey of Professional Forecasters" van de ECB.

N.B.: de door medewerkers van het Eurosysteem 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 van andere instellingen komt de groeiraming van het reële bbp in het eurogebied voor 2014 overeen met die uit de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties. De projecties voor de reële bbp-groei in 2015 en 2016 zijn vergelijkbaar met of liggen iets hoger dan de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties. De gemiddelde HICP-inflatie op jaarbasis in 2014, zo is de projectie, komt overeen met die in de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde projecties. De projecties door de meeste andere instellingen voor de HICP-inflatie in 2015 liggen iets hoger dan die in de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde projecties. Volgens de andere beschikbare projecties zal de HICP-inflatie in 2016 naar verwachting gemiddeld tussen 1,0% en 1,5% liggen, vergeleken met 1,3% in de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde projectie. Momenteel liggen alle beschikbare prognoses binnen de bandbreedte van de Eurosysteem-projecties, die zijn weergegeven in de tabel.

© Europese Centrale Bank, 2014

Adres: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Duitsland

Postadres: 60640 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.