



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM

DOOR MEDEWERKERS VAN DE ECB SAMENGESTELDE MACRO-ECONOMISCHE PROJECTIES VOOR HET EUROGEBIED VAN MAART 2015¹

1. VOORUITZICHTEN VOOR HET EUROGEBIED: OVERZICHT EN VOORNAAMSTE KENMERKEN

Het economisch herstel vertoonde een geleidelijke verbetering in de tweede helft van 2014 en wat de toekomst betreft, wordt van verschillende factoren voorzien dat zij de bedrijvigheid in het eurogebied zullen versterken. In de eerste plaats zal de scherpe daling van de olieprijs leiden tot een aanzienlijke toename van het reëel besteedbaar inkomen en naar verwachting zullen huishoudens een belangrijk deel van die toename gaan uitgeven. In de tweede plaats zal gedurende de projectieperiode de bedrijvigheid in het eurogebied in toenemende mate ondersteund worden door de geleidelijke versterking van de externe vraag en het effect van de waardevermindering van de euro.

De recente monetairbeleidsmaatregelen van de Raad van Bestuur zullen naar verwachting de bedrijvigheid op de korte en middellange termijn ook ondersteunen. Naar verwachting profiteren de binnenlandse vraag, en speciaal de investeringen in vaste activa, van de accommoderende monetairbeleidskoers en met name van het uitgebreide programma voor de aankoop van activa van de ECB (APP). De recente bijzondere monetairbeleidsmaatregelen zullen naar verwachting de binnenlandse vraag ondersteunen vanwege hun effect op de rentetarieven, de wisselkoers van de euro en de aandelenkoersen alsmede via overige belangrijke financiële kanalen (zie Kader 1).

Andere binnenlandse factoren zullen naar verwachting de bedrijvigheid gedurende de projectieperiode ondersteunen. De binnenlandse vraag zou moeten profiteren van enige versoepeling van de kredietaanbodssituatie zoals wordt aangegeven door de resultaten van de recente enquête naar de kredietverlening door banken, die een netto versoepeling van de kredietvoorwaarden vertoonde. De druk op de bedrijfsinvesteringen ten gevolge van de noodzaak van schuldenafbouw door het bedrijfsleven is ook afgenomen. Bovendien blijft de begrotingskoers gedurende de projectieperiode naar verwachting neutraal.

Echter, het negatieve effect van een aantal andere factoren zal waarschijnlijk slechts geleidelijk afnemen. In tegenstelling tot de bedrijvensector hebben de particuliere huishoudens en de overheidssector nog geen aanzienlijke ommekeer in hun schuldquotes bereikt. Bovendien zullen de arbeidsmarktontwikkelingen – hoewel deze over het algemeen beter worden – overschaduw blijven door hoge werkloosheidspercentages, met name in enkele onder druk staande landen. Verder zullen zorgen over het groeipotentieel op lange termijn en de blijvende ruime overcapaciteit in een aantal landen de investeringsuitgaven blijven drukken.

De projectie is dat al met al de reële bbb-groei van 0,9% in 2014 zal uitkomen op 1,5% in 2015, en op 1,9% in 2016 en op 2,1% in 2017. Daarentegen blijft naar verwachting het tempo van de potentiële groei tamelijk bescheiden aangezien de bijdrage van arbeid en kapitaal gematigd blijft ten gevolge van hoge structurele werkloosheid en in de nasleep van een lange periode van zwakke investeringen. Dit

¹ De Raad van Bestuur gebruikt de door staf van het ECB opgestelde 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 februari 2015. De huidige macro-economische projectie bestrijkt de periode 2015-17. Projecties voor een dergelijk lange periode zijn onderhevig aan een zeer hoge mate van onzekerheid en daarmee dient rekening gehouden te worden bij de interpretatie ervan. Zie het artikel "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections" in het Maandbericht van mei 2013.

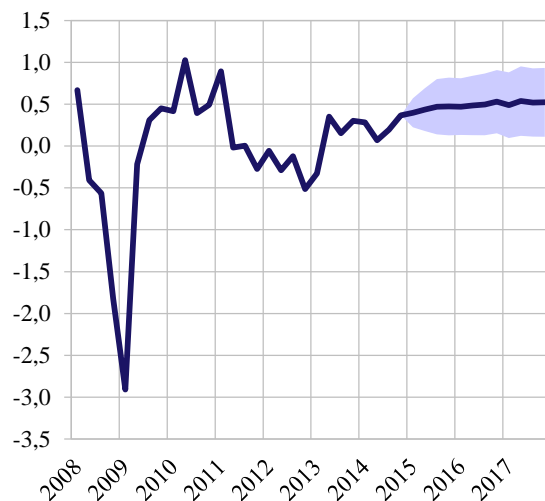
houdt in dat de geraamde negatieve output gap zich gedurende de projectieperiode zich naar verwachting gaat sluiten.

Grafiek 1 Macro-economische projecties¹⁾

(kwartaalgegevens)

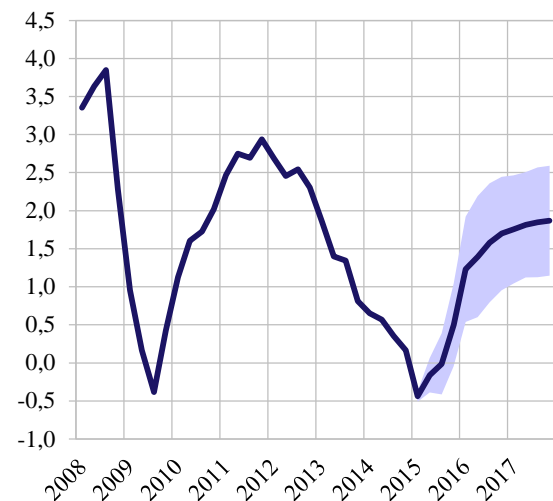
Reëel bbp van het eurogebied²⁾

(gemiddelde procentuele mutaties van kwartaal op kwartaal)



HICP van het eurogebied

(gemiddelde procentuele mutaties van jaar op jaar)



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.

Voornamelijk als gevolg van de daling van de olieprijs heeft de HICP-inflatie in de laatste maanden negatieve cijfers te zien gegeven. De lagere wisselkoers van de euro produceerde slechts een klein tegengesteld effect tegenover de sterke val van de in Amerikaanse dollar luidende olieprijs. De inflatie in de overige HICP-componenten is in de afgelopen maanden ook licht gedaald.

Volgens de projectie zal de HICP-inflatie in 2015 op gemiddeld 0% uitkomen maar stijgen naar 1,5% in 2016 en verder naar 1,8% in 2017. Het lage HICP-inflatiepercentage in 2015 is het gevolg van een grote negatieve bijdrage van de HICP-energie-inflatie. De neerwaartse prijsdruk van de energieprijzen op de totale inflatie zal, zo is de projectie, tegen eind 2015 gematigd zijn wanneer de dalingen van de energieprijzen uit het verleden geleidelijk uit het jaarlijkse mutatietempo vallen en gezien het feit dat wordt aangenomen dat de olieprijs gedurende de projectieperiode zal stijgen in overeenstemming met de opwaartscurve van de oliefutures. Als gevolg van deze factoren wordt voorzien dat de energieprijzen in 2016 en 2017 een positieve bijdrage zullen leveren aan de totale inflatie.

Terwijl een groot deel van de schommeling van het inflatiepercentage tussen 2015 en 2016 waarschijnlijk verklaard kan worden door de kentering in energieprijzen, zal ook, zo is de projectie, de HICP-inflatie exclusief energie stijgen wanneer de economie zich herstelt. Dit is het gevolg van de verwachting van een aanzienlijke verkleining van de negatieve output gap die op zijn beurt wordt weerspiegeld in een sterkere groei in zowel de winstmarges als de loonsom per werknemer. Bovendien zullen de stijging van de prijzen van grondstoffen met uitzondering van energie, de indirecte effecten van de stijgende olieprijs en de najleffecten van de zwakkere wisselkoers van de euro naar verwachting bijdragen aan de stijging van de HICP-inflatie met uitzondering van energie.

OPNAME VAN DE RECENTE BIJZONDERE MONETAIRBELEIDSMATREGELEN IN DE PROJECTIES

Sinds de afsluitingsdatum voor de projecties die in december 2014 zijn gepubliceerd, zijn er twee nieuwe ontwikkelingen geweest met betrekking tot de bijzondere maatregelen van de ECB. De eerste was de toewijzing op 11 december 2014 van ongeveer €130 miljard in de tweede TLTRO, met een cumulatieve opname van rond €12 miljard over de twee initiële tenders, in welke banken recht hadden op een initieel bedrag bij kredietopneming. Er zijn zes verdere TLTRO's voorgenomen. De tweede ontwikkeling was het besluit van de Raad van Bestuur op 22 januari 2015 om het APP te starten dat tevens de bestaande aankoopprogramma's van effecten op onderpand van activa en van gedekte obligaties omvat. De gecombineerde maandelijkse aankopen zullen €60 miljard bedragen. Het voornemen is deze aankopen uit te voeren tot september 2016 en in ieder geval totdat er een aanhoudende verandering is in het beloop van de inflatie die in overeenstemming is met de doelstelling van de Raad van Bestuur op de middellange termijn een inflatiecijfer onder maar dicht bij 2% te verwezenlijken.

Deze twee ontwikkelingen hebben tot een heroverweging geleid van de benadering die in de afgelopen projecties is gevolgd om rekening te houden met het effect van de bijzondere monetairbeleidsmaatregelen op de macro-economische vooruitzichten. In het verleden was de benadering gebaseerd op het slechts opnemen van het macro-economisch effect van de bijzondere monetaire maatregelen voorzover zij reeds van invloed waren geweest op de marktgebaseerde technisch-financiële aannames (zie Kader 3 voor achtergrondinformatie), zoals die geanalyseerd werden via het standaard modelleringskader dat werd gebruikt bij de projecties op de afsluitdatum. Deze benadering houdt het risico in van het negeren van transmissiekanalen die niet volledig zijn gevat in het standaard modelleringskader, maar het werd passend gevonden vanwege de onzekerheid van het volume van centralebankliquiditeit gegenereerd door de bijzondere monetairbeleidsmaatregelen. Met het oog op recente beleidsontwikkelingen is er echter nu meer informatie over het waarschijnlijke volume van centralebankliquiditeit gegenereerd door deze maatregelen. Dit maakt een exactere beoordeling mogelijk van het effect van de maatregelen op de macro-economische vooruitzichten.

De benadering die in de voorafgaande projecties is gevolgd is zo aangevuld met de opname in de huidige projectie van het aanvullende effect van deze maatregelen via de financiële transmissiekanalen, zoals een kanaal van de herschikking van effectenportefeuilles, specifieke verwachtingskanalen en reëel-financiële wisselwerkingen. Zulke kanalen zijn gewoonlijk niet gevat in het standaard modelleringskader dat wordt gebruikt in de projecties. Het effect van de aanvullende financiële transmissiekanalen op de macro-economische vooruitzichten is berekend op grond van de econometrische instrumenten die zulke kanalen expliciet modelleren. Het gevolg is dat de projectie van maart 2015 een meer omvattende beoordeling inhoudt van het effect van de bijzondere monetairbeleidsmaatregelen op de macro-economische vooruitzichten.

2. REËLE ECONOMIE

De groei van de particuliere consumptiebestedingen zal naar verwachting een belangrijke aanjager blijven van de opleving van de bedrijvigheid. De particuliere consumptie won gedurende 2014 aan kracht en profiteerde van de stijgende groei van het reëel besteedbaar inkomen vanwege een sterker looninkomen en een niet aan lonen gerelateerd inkomen en van dalende energieprijzen. Deze factoren zouden op de korte termijn ook de groei in het reëel besteedbare inkomen moeten aanjagen. Afgezien daarvan trekt naar verwachting het looninkomen aan tegen een achtergrond van toenemende werkgelegenheids groei en stijgende loongroei en is er naar verwachting tevens een toename van het overige particuliere inkomen naarmate de algehele economie zich herstelt. De stijgende netto vermogens van huishoudens – het gevolg van zowel een toename van de waarde van financiële activa in 2015 als verdere verbeteringen op de woningmarkten in de periode 2016-17 – alsmede lage financieringskosten en versoepelde financieringsvoorwaarden aanzienlijk versterkt door het APP, tezamen met een versterking van de dynamiek in de kredietverlening aan huishoudens, zouden de particuliere consumptie ook moeten ondersteunen. Al met al bedraagt de projectie voor de groei op jaarbasis van de particuliere consumptie gemiddeld 1,7% gedurende de projectieperiode.

De spaarquote zal naar verwachting een bultvormig beloop vertonen. In 2015 wordt een aanvankelijke stijging gevolgd door een daling in de spaarquote verwacht. Dit is een gevolg van het feit dat een groot deel van de meevallers ten gevolge van de lagere olieprijs aanvankelijk wordt gespaard. Naast deze tijdelijke factor houden tegengestelde effecten een globaal ongewijzigd peil van de gemiddelde spaarquote in. Aan de ene kant ontmoedigen zeer lage rendementen doorgaans het sparen, en een verbetering van het consumentenvertrouwen, samen met de geleidelijk dalende werkloosheid, zou het sparen uit voorzorg kunnen verzwakken. Daarnaast zouden huishoudens in toenemende mate grotere aankopen kunnen doen die eerder werden uitgesteld, waardoor de spaarquote wordt verkleind. Aan de andere kant wordt verwacht dat de voortdurende druk om schulden af te bouwen in de context van een nog altijd globaal ongewijzigde schuldquote van huishoudens – als een aandeel van het nominale besteedbaar inkomen – enige opwaartse druk op besparingen zal houden.

De vooruitzichten voor investeringen in woningen zullen naar verwachting geleidelijk verbeteren. Vanaf 2015 wordt een bescheiden herstel verwacht, ondersteund door zeer lage hypotheekrentes in de meeste landen, versoepelde financieringsvoorwaarden, aanzienlijk versterkt door het APP, sterkere kredieten aan huishoudens en een toenemende groei van het besteedbaar inkomen. Naarmate de noodzaak voor een aanpassing van de woningmarkt in sommige landen afneemt, zouden investeringen in woningen in kracht moeten toenemen. De projectie van een geleidelijk herstel van de investeringen in woningen is van toepassing in de meeste landen, hoewel het tempo ervan in sommige landen gedrukt zou kunnen worden gezien hoge schuld niveaus van huishoudens. Ongunstige demografische effecten zullen naar verwachting tegen het einde van de projectieperiode een drukkend effect beginnen te krijgen op de ontwikkelingen op de huizenmarkt in sommige landen.

Het herstel van de bedrijfsinvesteringen staat op het punt aan kracht te winnen. De bedrijfsinvesteringen bleven zich slechts bescheiden herstellen gedurende 2014, gedrukt door een ruime overcapaciteit en resterende kredietaanbodbeperkingen in sommige landen. Naarmate het negatieve effect van deze factoren verdwijnt, zullen naar verwachting de versterking van de binnenlandse en buitenlandse vraag, de noodzaak van de modernisering van de kapitaalvoorraad na verscheidene jaren van gematigde investeringen, de accommoderende monetairbeleidskoers, geschraagd door de recente bijzondere monetairbeleidsmaatregelen en met name het APP en een versterking van de prijsopslag de bedrijfsinvesteringen doen toenemen. Daarnaast nam in 2014 de algehele druk tot schuldenafbouw bij ondernemingen in het eurogebied af en zou deze gedurende de projectieperiode minder een beperking moeten zijn voor bedrijfsinvesteringen dan in het verleden. Desalniettemin blijven de ondernemingsschulden in sommige landen hoog, waardoor een nog sterkere versnelling van de bedrijfsinvesteringen wordt tegengehouden.

De externe vraag van het eurogebied zal zich gematigd herstellen volgens de projectie naarmate de mondiale bedrijvigheid zich herstelt (zie Kader 2), waardoor een versterking van de uitvoervolumes wordt ondersteund. De buitenlandse vraag wordt naar verwachting sterker gedurende de projectieperiode maar in verschillende mate in alle landen, waarbij enkele landen in het eurogebied negatievere effecten ondervinden dan andere landen gezien hun risicopositie tegenover Rusland en tegenover de GOS-regio. Tegelijkertijd breidt naar verwachting het aandeel van de uitvoermarkten enigszins uit dankzij het toegenomen concurrentievermogen. De invoer van buiten het eurogebied zou geleidelijk groeien ten gevolge van de versterking van de totale vraag in het eurogebied. Over het algemeen, zo is de projectie, draagt de uitvoer, al is het bescheiden, bij aan de reële bbp-groei. Aangezien de handelsbalans wat zal verslechteren, zal het overschot op de lopende rekening waarschijnlijk enigszins dalen, naar 2,4% bbp in 2017.

Kader 2

HET INTERNATIONALE KLIMAAT

De mondiale economie zal op het spoor van geleidelijk herstel blijven. Volgens de projectie zal de groei van het mondiale reële bbp (exclusief het eurogebied) gedurende de projectieperiode aantrekken en van 3,6% in 2014 stijgen naar 3,8% in 2015 en naar iets boven 4% in de periode 2016-17. De mondiale indicatoren en beschikbare landengegevens wijzen op een afzwakkende groei aan het einde van 2014, hoewel de bedrijvigheid naar verwachting betrekkelijk robuust zal blijven.

Vooruitblikkend zou de mondiale bedrijvigheid haar geleidelijke herstel moeten voortzetten. De mondiale vooruitzichten worden gevormd door een aantal ondersteunende factoren, waaronder (1) een significante daling van de olieprijs, die als voornamelijk aanbodgestuurd wordt gezien en die een over het algemeen positief effect zou moeten hebben op de mondiale bedrijvigheid, en (2) een aanhoudend duurzaam herstel en robuuste vooruitzichten in de Verenigde Staten. Desalniettemin zijn er ook enkele negatieve factoren aanwezig, zoals (1) de negatieve repercussies van de dubbele schok van de economische sancties en de daling van de olieprijs voor de Russische economie, (2) de scherpe bewegingen op de wisselkoersmarkten, deels ten gevolge van het toenemend uiteenlopende monetaire beleid, en (3) de teleurstellende groeiprestaties in sommige opkomende markteconomieën, die leiden tot neerwaartse bijstellingen van hun potentiële groei.

Het mondiale herstel wordt gekenmerkt door onevenwichtige ontwikkelingen in zowel de ontwikkelde als de opkomende markteconomieën, als gevolg van de factoren die de mondiale vooruitzichten vormen. De ontwikkelde economieën zullen blijven profiteren van afnemende tegenwind waaronder een verflauwende afbouw van schuldposities, een matiging van de begrotingsproblemen en zich verbeterende arbeidsmarkten, terwijl de niet aangepakte structurele problemen en de verkrapping van de financiële situatie de groei zullen blijven drukken in de opkomende markteconomieën.

De wereldhandel won in de tweede helft van 2014 aan kracht na een zwakke eerste helft. Naar verwachting trekt die gedurende de projectieperiode verder aan, al is het zeer gematigd en zal de elasticiteit ervan ten opzichte van de bedrijvigheid naar verwachting lager blijven dan in de periode vóór de crisis. Volgens de projecties groeit de wereldhandel (exclusief het eurogebied) van 2,9% in 2014 tot 5,4% in 2017.

Als gevolg van tegengestelde invloeden zijn zowel de mondiale bedrijvigheid als de buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied voor 2015 en 2016 nauwelijks herzien in vergelijking met de projecties gepubliceerd in december 2014.

Het internationale klimaat

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	Maart 2015				December 2014			Herzieningen sinds september 2014		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Wereld (excl. het eurogebied) – reëel bbp	3,6	3,8	4,2	4,1	3,6	4,0	4,2	0,0	-0,2	-0,1
Mondiale (excl. het eurogebied) handel ¹⁾	2,9	3,9	5,1	5,4	2,7	3,9	5,2	0,2	0,0	-0,1
Buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied ²⁾	2,8	3,2	4,7	5,1	2,3	3,4	4,9	0,5	-0,1	-0,2

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.

De arbeidsmarktomstandigheden in het eurogebied zullen in de projectieperiode naar verwachting een verbetering te zien geven. De werkgelegenheid bleef zich herstellen gedurende 2014 met een significant snellere stijging dan aangegeven door de historische elasticiteit van de werkgelegenheid ten opzichte van de algehele bedrijvigheid, wat waarschijnlijk het gevolg is van het ondersteunende effect van eerdere loonmatiging en recente arbeidsmarkthervormingen. Er wordt een voortzetting van het herstel van de werkgelegenheid verwacht. Het herstel van de werkgelegenheid wordt naar verwachting met name sterk, ten opzichte van de bedrijvigheid, in landen waarin arbeidsmarkthervormingen ten uitvoer zijn gebracht. Het aantal gewerkte uren per persoon zal volgens de projectie enigszins toenemen als gevolg van de normale cyclische patronen in sommige landen en de opkomende knelpunten in het arbeidsaanbod in andere.

Het werkloosheidspercentage zal naar verwachting verder dalen. Het aantal werklozen zal gedurende projectieperiode naar verwachting met 2,7 miljoen dalen en zijn laagste peil bereiken sinds medio-2009.

Deze daling weerspiegelt het neerwaartse effect van stijgende werkgelegenheid (met 4,2 miljoen), die tot op zekere hoogte wordt gecompenseerd door het effect van een groeiende beroepsbevolking. Het werkloosheidspercentage zal naar verwachting dalen van 11,6% in 2014 tot 9,9% in 2017.

De groeivoorzichten werden aanzienlijke opwaarts bijgesteld sinds de projecties gepubliceerd in december 2014. Naast een positiever overloopeffect ten gevolge van een hogere dan voorheen verwachte reële bbp-groei in het laatste kwartaal van 2014, weerspiegelen de opwaartse bijstellingen voor een groot gedeelte het gunstige effect van de lagere olieprijs, de zwakkere effectieve wisselkoers van de euro en het effect van de recente bijzondere monetairbeleidsmaatregelen van de ECB.

Kader 3

TECHNISCHE AANNAMES BETREFFENDE DE RENTE, DE WISSELKOERSEN EN DE GRONDSTOFFENPRIJZEN

De wijzigingen in de technische aannames ten opzichte van de projecties van december 2014 zijn onder andere: aanzienlijk lagere in Amerikaanse dollar luidende prijzen van olie en grondstoffen met uitzondering van energie, een daling van de effectieve wisselkoers van de euro en een lagere lange rente in het eurogebied.

De technische aannames met betrekking tot de rente en de prijzen van grondstoffen zijn gebaseerd op marktverwachtingen waarvoor de afsluitdatum 11 februari 2015 was. De korte rente verwijst naar de driemaands EURIBOR, waarbij de marktverwachtingen worden afgeleid van de futures-rentetarieven. Deze methodologie levert voor de korte rente een gemiddelde stand op van 0,1% voor 2015 en 2016 en 0,2% voor 2017. De marktverwachtingen betreffende het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied impliceren een gemiddelde rente van 1,2% in 2015, 1,4% in 2016 en 1,6% in 2017.¹ In 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 2015 en in de loop van 2016 en 2017 gematigd stijgen. Wat de grondstoffenprijzen betreft, op grond van het prijsbeloop op de futuresmarkt in de twee weken tot en met de afsluitdatum van 11 februari wordt voor Brentolie de prijs per vat verondersteld te dalen van USD 99,3 in 2014 tot USD 58,5 in 2015, alvorens te stijgen tot USD 66,8 in 2016 en USD 70,7 in 2017. De in Amerikaanse dollar luidende prijzen van grondstoffen met uitzondering van energie worden in 2015 verondersteld aanzienlijk te dalen en in 2016 en 2017 te stijgen.² Er wordt verondersteld dat de bilaterale wisselkoersen gedurende de projectieperiode onveranderd blijven op de gemiddelde niveaus die in de twee weken tot en met de afsluitdatum van 11 februari te zien waren. Dit impliceert een EUR/USD-wisselkoers van 1,14 in 2015 en van 1,13 in 2016 en 2017.

Technische aannames

	Maart 2015				December 2014			Herzieningen sinds september 2014 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Driemaands EURIBOR (in % per jaar)	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (in % per jaar)	2,0	1,2	1,4	1,6	2,0	1,8	2,1	0,0	-0,6	-0,7
Olieprijs (USD/vat)	99,3	58,5	66,8	70,7	101,2	85,6	88,5	-1,9	-31,6	-24,5
Grondstoffenprijzen m.u.v. energie in USD (procentuele mutaties op jaarbasis)	-6,4	-11,0	2,6	4,8	-6,3	-4,8	3,8	-0,1	-6,2	-1,2
Wisselkoers USD/EUR	1,33	1,14	1,13	1,13	1,33	1,25	1,25	-0,1	-8,8	-9,0
Nominale effectieve wisselkoers euro (EER19) (procentuele mutaties op jaarbasis)	0,6	-7,9	-0,2	0,0	0,5	-2,8	0,0	0,0	-5,1	-0,2

1) Bijstellingen worden berekend op grond van niet afgeronde gegevens en uitgedrukt in procenten als het niveaus betreft, in verschillen als het groeicijfers betreft en in procentpunten als het rentetarieven en obligatierendementen betreft.

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 geëxtrapoleerd met behulp van het termijnbeloop dat is afgeleid van het door de ECB samengestelde tienjaars parirendement voor alle obligaties, waarbij het aanvankelijke verschil tussen de twee reeksen voor de gehele projectieperiode gelijk gehouden is. Er wordt van uitgegaan dat de spread 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 andere grondstoffen wordt aangenomen dat de prijzen tot het eerste kwartaal van 2016 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.

3. PRIJZEN EN KOSTEN

De ontwikkelingen in de grondstoffenprijzen en wisselkoersen zullen waarschijnlijk een belangrijke rol spelen in het inflatieprofiel voor het eurogebied gedurende de projectieperiode. De recente scherpe daling van de prijs van ruwe olie zal naar verwachting een sterke neerwaartse invloed hebben op de energie-inflatie in 2015, welke invloed slechts in geringe mate zal worden gecompenseerd door de recente waardevermindering van de euro. Gematigde ontwikkelingen in de prijzen van grondstoffen met uitzondering van energie wijzen op een neerwaartse druk op de consumptieprijsinflatie in het eurogebied, ook via de invoerprijzen anders dan olie. Vanaf 2016 wordt aangenomen dat externe prijsontwikkelingen aanvullende opwaartse druk gaan uitoefenen op de inflatie van het eurogebied. In 2016 wordt de grote kentering in de HICP-inflatie in aanzienlijke mate verklaard door het wegebben van neerwaartse effecten van de dalingen van de olieprijs in het verleden in combinatie met opwaartse effecten die voortvloeien uit de aangenomen stijgingen van de olieprijs, die naar verwachting tot in 2017 zullen voortduren en de opwaarts hellende olieprijsfuturescurve weerspiegelen. Daarnaast zullen stijgende prijzen van grondstoffen met uitzondering van energie, een versterkende mondiale vraag en de vertraagde effecten van de recente waardevermindering van de euro waarschijnlijk leiden tot een aanzienlijke stijging van de invoerdeflator tussen 2015 en 2016.

Tabel 1 Macro-economische projecties voor het eurogebied¹⁾

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	Maart 2015				December 2014			Herzieningen sinds december 2014 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Reëel bbp ³⁾	0,9	1,5	1,9	2,1	0,8	1,0	1,5	0,1	0,5	0,4
		[1,1 - 1,9] ⁴⁾	[0,8 - 3,0] ⁴⁾	[0,9 - 3,3] ⁴⁾	[0,7 - 0,9] ⁴⁾	[0,4 - 1,6] ⁴⁾	[0,4 - 2,6] ⁴⁾			
Particuliere consumptie	1,0	1,8	1,6	1,6	0,8	1,3	1,2	0,2	0,5	0,4
Overheidsconsumptie	0,9	1,0	0,6	0,8	0,9	0,5	0,4	0,0	0,6	0,2
Bruto-investeringen in vaste activa	0,9	1,7	4,1	4,6	0,7	1,4	3,2	0,3	0,4	0,9
Uitvoer ⁵⁾	3,6	4,1	5,1	5,5	3,2	3,2	4,8	0,4	0,9	0,4
Invoer ⁵⁾	3,6	4,3	5,5	5,8	3,3	3,7	4,9	0,4	0,6	0,6
Werkgelegenheid	0,5	0,9	0,9	0,9	0,4	0,6	0,5	0,1	0,3	0,4
Werkloosheid (in % van de beroepsbevolking)	11,6	11,1	10,5	9,9	11,6	11,2	10,9	0,0	-0,2	-0,4
HICP	0,4	0,0	1,5	1,8	0,5	0,7	1,3	0,0	-0,8	0,2
		[-0,3 - 0,3] ⁴⁾	[0,8 - 2,2] ⁴⁾	[1,0 - 2,6] ⁴⁾	[0,5 - 0,5] ⁴⁾	[0,2 - 1,2] ⁴⁾	[0,6 - 2,0] ⁴⁾			
HICP excl. energie	0,7	0,8	1,4	1,8	0,8	1,1	1,3	0,0	-0,2	0,1
HICP excl. energie en voedsel	0,8	0,8	1,3	1,7	0,8	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
HICP-inflatie exclusief energie, voedsel en wijzigingen van de indirecte belastingen ⁶⁾	0,7	0,8	1,3	1,7	0,7	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
Arbeidskosten per eenheid product	1,0	1,1	1,0	1,2	1,1	1,1	0,8	-0,1	0,0	0,2
Loonsom per werknemer	1,5	1,7	2,0	2,3	1,6	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,2
Arbeidsproductiviteit	0,4	0,6	1,0	1,1	0,5	0,4	1,0	0,0	0,2	0,0
Begrotingssaldo overheid (als percentage van het bbp)	-2,6	-2,3	-1,9	-1,5	-2,6	-2,5	-2,2	0,0	0,2	0,3
Structureel begrotingssaldo (als percentage van het bbp) ⁷⁾	-1,9	-1,8	-1,7	-1,7	-2,1	-2,1	-2,0	0,2	0,3	0,3
Bruto overheidsschuld (als percentage van het bbp)	91,7	91,4	89,8	87,9	92,0	91,8	91,1	-0,2	-0,4	-1,3
Saldo op de lopende rekening (als percentage van het bbp)	2,5	2,7	2,5	2,4	2,1	2,2	2,4	0,4	0,5	0,1

1) De cijfers hebben betrekking op het eurogebied inclusief Litouwen met uitzondering van de HICP-cijfers voor 2014. De gemiddelde procentuele verandering van de HICP op jaarbasis voor 2015 is gebaseerd op een eurogebied anno 2014 waarvan Litouwen reeds deel uitmaakt.

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 (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.

Verbeterende arbeidsmarkten en de afname van de onbenutte capaciteit in de economie impliceren stijgende binnenlandse prijsdruk gedurende de projectieperiode. De aanhoudende groei van de werkgelegenheid en enige daling van het werkloosheidscijfer zullen, zo wordt geprojecteerd, steun geven aan een geleidelijke stijging van de groei van de loonsom per werknemer, van 1,5% in 2014 tot 2,3% in

2017, waarbij hoge niveau's van werkloosheid en resterende aanpassingsprocessen in de kostenconcurrentie een krachtiger toename in sommige landen van het eurogebied verhinderen. Tegelijkertijd zal, zo is de verwachting, de neerwaartse invloed van de tweede-ronde-effecten van de scherpe daling van de olieprijs op de lonen beperkt zijn. Dit wordt verwacht gezien de neerwaartse rigiditeiten in de lonen en gezien het feit dat de invloed via automatische loonindexeringsstelsels gering zou moeten zijn, aangezien deze stelsels voornamelijk van toepassing zijn op opwaartse aanpassingen en aangezien deze stelsels in een aantal landen tijdelijk zijn opgeschort of aanzienlijk in reikwijdte zijn teruggebracht.

De winstmarges (gemeten op basis van het verschil tussen de bbp-deflator tegen basisprijzen en de arbeidskosten per eenheid product) zullen volgens de projectie gedurende de projectieperiode aanzienlijk stijgen naarmate het herstel aan kracht wint. De winstmarges, zo is de verwachting, zullen de voornaamste aanjager zijn van de stijging van de binnenlandse kostendruk. Na een verwachte kleine daling in 2015 zullen de winstmarges naar alle waarschijnlijkheid gedurende de resterende projectieperiode toenemen naarmate de productiviteit aanzienlijk aantrekt en de economische bedrijvigheid versterkt.

Vergeleken met de in december 2014 gepubliceerde projecties, is de projectie voor de HICP-inflatie aanzienlijk neerwaarts bijgesteld voor 2015 maar enigszins opwaarts bijgesteld voor 2016. De totale inflatie is voor 2015 neerwaarts herzien met 0,8 procentpunt, vergeleken met de voorafgaande projecties. Dit weerspiegelt voornamelijk een lager dan eerder verwachte in Amerikaanse dollar luidende olieprijs, die slechts in geringe mate is gecompenseerd door de lagere wisselkoers van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar. De neerwaartse bijstelling van de HICP met uitzondering van energie in 2015 bedraagt 0,2 procentpunt en houdt verband met fouten in eerdere prognoses ten gevolge van, onder andere, indirecte effecten van de lagere olieprijs op de prijzen van goederen en diensten. Voor 2016 is de HICP-inflatie opwaarts bijgesteld, met 0,2 procentpunt. Deze opwaartse bijstelling weerspiegelt de gunstiger vooruitzichten voor de groei, vertraagde effecten van de lagere wisselkoers van de euro en de steilere olieprijsfuturescurve. De recente bijzondere monetairbeleidsmaatregelen, in het bijzonder het APP, hebben via verschillende kanalen aan deze opwaartse bijstelling van de inflatie bijgedragen.

4. VOORUITZICHTEN VOOR DE OVERHEIDSBEGROTINGEN

De begrotingskoers, zoals afgemeten aan de mutatie in het voor de conjunctuur gecorrigeerde primaire saldo, zal, zo is de projectie, gedurende de projectieperiode globaal neutraal blijven. Dit weerspiegelt gematigde groei in de overheidsuitgaven ten opzichte van de trendmatige bbp-groei, waarvoor de aanname is dat deze globaal zal worden gecompenseerd door belastingverlagingen in enkele landen. De positieve invloed van de automatische begrotingsstabilisatoren op de binnenlandse vraag zal in de loop der tijd, naarmate de economie zich herstelt, verminderen.²

De overheidstekort- en schuldratio zullen, zo is de projectie, gedurende de projectieperiode geleidelijk dalen. De daling van de overheidstekort/bbp-ratio wordt ondersteund door de conjuncturele verbetering van de economie van het eurogebied. Het structurele begrotingssaldo zal, zo wordt geprojecteerd, gedurende de projectieperiode geleidelijk verbeteren, voornamelijk ten gevolge van besparingen bij rentebetalingen dankzij een daling van de impliciete rente. De overheidsschuld/bbp-ratio zal, zo is de projectie, in 2014 zijn hoogste punt hebben bereikt en gedurende de projectieperiode beginnen te dalen ten gevolge van het verbeterende begrotingssaldo, aantrekkende economische groei en een lage rente.

Vergeleken met de in december 2014 gepubliceerde projecties zijn de begrotingsvooruitzichten verbeterd. Zonder belangrijk nieuws over het begrotingsbeleid, is de kleine opwaartse bijstelling van het

² De begrotingsaannames weerspiegelen de informatie die is opgenomen in de begrotingswetgeving voor 2015 en nationale begrotingsvoornemens voor de middellange termijn zoals die op 20 februari 2015 beschikbaar waren. Deze aannames 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.

overheidsbegrotingssaldo voornamelijk het gevolg van verbeterde macro-economische vooruitzichten en de renteverbetering dankzij een verdere daling van de kredietnemingskosten van overheden. De vooruitzichten voor de overheidsschuld zijn eveneens verbeterd dankzij gunstige bijstellingen van het rentegroei-ecart en, in mindere mate, van het primaire saldo.

Kader 4

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 de olieprijs en de wisselkoersen, en de gevoeligheid van de projecties met betrekking tot deze variabelen, besproken.

1) Een alternatief beloop van de olieprijs

De technische aannames voorzien een stijging van de olieprijs gedurende de projectieperiode. Dit beloop is consistent met een herstel van de mondiale vraag naar olie naarmate de mondiale economie aan kracht wint, en met een lichte vermindering van het olieaanbod ten gevolge van onderinvesteringen en verliezen aan oliecapaciteit in enkele olieproducerende landen.

In een alternatief scenario zou de olieprijs echter gedurende de gehele projectieperiode ook globaal op het huidige niveau kunnen blijven, en in toenemende mate afwijken van de basisaannames voor de olieprijs. Een dergelijk beloop zou consistent zijn met het huidige hoge olieaanbod en een gematigd herstel van de mondiale vraag. Op grond van de macro-economische modellen van medewerkers van het Eurosysteem wordt geraamd dat een vlak beloop van de olieprijs zou leiden tot een HICP-inflatie van het eurogebied van rond 0,1-0,2 procentpunt onder de basisprojectie voor 2015 en 0,3-0,6 procentpunt onder de basisprojectie voor 2016. In 2017 zou de HICP-inflatie rond 0,2-0,3 procentpunt onder de basisprojectie liggen. Tegelijkertijd zou het alternatieve beloop van de olieprijs de reële bbp-groei met rond 0,1-0,2 procentpunt ondersteunen, zowel in 2016 als 2017.

2) Een alternatief beloop van de wisselkoers

Terwijl de basisprojectie uitgaat van een onveranderde effectieve wisselkoers van de euro tot het einde van de projectieperiode, zou een scenario kunnen worden voorzien waarin een verdere waardevermindering van de euro het resultaat zou kunnen zijn van het uiteen lopen van de groeivoorzichten voor het eurogebied en de Verenigde Staten. Een dergelijk scenario zou in overeenstemming zijn met verwachtingen dat de monetairbeleidskoers in deze twee economieën verder zullen gaan uiteenlopen. Een alternatief beloop van de euro, dat wil zeggen een verdere waardevermindering, is afgeleid van het 25ste percentiel van de verdeling die voortkomt uit de door deze optie geïmpliceerde risiconeutrale densiteiten voor de USD/EUR-wisselkoers op 12 februari 2015. Dit beloop impliceert een geleidelijke waardevermindering van de euro ten opzichte van de dollar tot een wisselkoers van 1,04 in 2017, hetgeen 8,8% lager is dan de basisaannames voor dat jaar. De overeenkomstige aannames voor de nominale effectieve wisselkoers van de euro weerspiegelen historische regelmatigheden, waarbij veranderingen in de USD/EUR-wisselkoers een weerspiegeling vormen van veranderingen in de effectieve wisselkoers met een elasticiteit van rond 52%. Dit resulteert in een geleidelijk afwijken van de effectieve wisselkoers van de euro van de basisprojectie, waardoor deze uitkomt op een niveau van 4,8% onder de basis in 2017. In dit scenario wijzen de uitkomsten van een aantal door medewerkers van de ECB ontwikkelde macro-economische modellen op een hogere reële bbp-groei, met 0,1-0,3 procentpunt, en een hogere HICP-inflatie, met 0,1-0,4 procentpunt, in 2015, 2016 en 2017.

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 de tabel).

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

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	Publicatie datum	Bbp-groei			HICP-inflatie		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Projecties ECB-medewerkers	maart 2015	1,5 [1,1-1,9]	1,9 [0,8-3,0]	2,1 [0,9-3,3]	0,0 [-0,3-0,3]	1,5 [0,8-2,2]	1,8 [1,0-2,6]
Europese Commissie	februari 2015	1,3	1,9	-	-0,1	1,3	-
OESO	november 2014	1,1	1,7	-	0,6	1,0	-
Euro Zone Barometer	februari 2015	1,3	1,8	1,6	-0,1	1,1	1,5
Consensus Economics Forecast	februari 2015	1,2	1,6	-	-0,1	1,1	-
Survey of Professional Forecasters	februari 2015	1,1	1,5	1,7	0,3	1,1	1,5
IMF	januari 2015	1,2	1,4	-	0,9	1,2	-

Bronnen: European Commission Economic Forecast, winter 2015; IMF World Economic Outlook Update, januari 2015 (bbp), IMF World Economic Outlook, oktober 2014, OECD Economic Outlook, november 2014; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; en de "Survey of Professional Forecasters" van de ECB.

N.B.: De door medewerkers van het Eurosysteem en 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 op dit moment beschikbare prognoses van andere instellingen zijn de projecties voor de reële bbp-groei van het eurogebied en de HICP-inflatie soortgelijk of enigszins lager dan de door medewerkers van de ECB samengestelde projecties.

© Europese Centrale Bank, 2015

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 of niet-commerciële doeleinden is toegestaan, op voorwaarde dat de bron wordt vermeld.