



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM

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

1. VOORUITZICHTEN VOOR HET EUROGEBIED: OVERZICHT EN VOORNAAMSTE KENMERKEN

Het herstel van de bedrijvigheid in het eurogebied zal naar verwachting voortduren, zij het in een wat trager tempo dan eerder verwacht, en dit komt tot uitdrukking in enkele neerwaartse bijstellingen in de groeivoorzichten. Het herstel zal worden ondersteund door een gunstige binnenlandse dynamiek, hoewel de externe omstandigheden minder gunstig zijn geworden. De inflatie blijft in 2015 naar verwachting zeer laag, zal volgens de projectie gedurende de projectieperiode stijgen en in 2017 op 1,7% uitkomen. Deze stijging van de inflatie op jaarbasis zal zich, zo wordt nu verwacht, echter iets trager voordoen dan in juni werd verwacht. Zo brengt dus de projectie voor de HICP-inflatie ook neerwaartse bijstellingen met zich mee, grotendeels het gevolg van een lagere olieprijs.

De projecties zijn gebaseerd op olieprijs- en wisselkoersaanname met een afsluitdatum van 12 augustus 2015. De ontwikkelingen in de olieprijs en de wisselkoers van de euro sinds de afsluitdatum wijzen op neerwaartse risico's voor de door medewerkers opgestelde macro-economische projecties voor de reële bbp-groei en HICP-inflatie.

Naar verwachting zal het economisch herstel voortduren, zij het in een wat trager tempo dan eerder verwacht. De binnenlandse dynamiek zou gestaag sterker moeten worden met ondersteuning van het monetair beleid van de ECB, waaronder de bijzondere maatregelen. Op mondiaal niveau zijn de vooruitzichten minder gunstig geworden, hetgeen het gevolg is van negatieve ontwikkelingen in sommige opkomende markteconomieën. Over het geheel genomen zal de mondiale groei zich naar verwachting nog steeds gedurende de projectieperiode versterken, gedragen door met name de gunstige ontwikkelingen van de bedrijvigheid in de geavanceerde economieën.

De bijdrage van externe factoren aan de bedrijvigheid in het eurogebied is naar verwachting zwakker dan volgens de projecties van juni 2015. Hoewel de verwachte groei in de ontwikkelde economieën in vergelijking met de projecties van juni 2015 grotendeels onveranderd blijft, zijn de vooruitzichten voor de bedrijvigheid en de invoer in de belangrijkste opkomende markteconomieën aanzienlijk neerwaarts bijgesteld. Dienovereenkomstig zal de externe vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied volgens de projectie in een aanmerkelijk trager tempo aantrekken dan geraamd in de projecties van juni 2015. De depreciatie van de euro in het verleden zal echter naar verwachting nog steeds een gunstig effect uitoefenen op de groei van de uitvoer uit het eurogebied.

Het gunstige effect van de buitengewone maatregelen van de ECB zal verder naar de economie worden doorgegeven. De bancaire debetrentetarieven daalden in het tweede kwartaal van dit jaar verder en zullen naar verwachting gedurende de projectieperiode historisch laag blijven. De totale vraag en met

¹ De Raad van Bestuur gebruikt de door medewerkers 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 de technische aannames zoals de olieprijs en wisselkoersen was 12 augustus 2015 (zie Kader 2). De afsluitdatum voor opname van de overige gegevens in deze projecties was 21 augustus 2015. De huidige macro-economische projectie bestrijkt de periode 2015-2017. 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.

name de investeringen in vaste activa en uitvoer zullen naar verwachting profiteren van de zeer accommoderende monetairbeleidskoers.

Het aanpassingsproces van de economie na de crisis blijft voortduren en de groei ondersteunen. Na vele jaren van begrotingsconsolidatie tot 2013 zal de begrotingskoers – gemeten als een mutatie in het voor conjunctuurinvloeden gecorrigeerde primaire saldo uitgezonderd de overheidssteun aan de financiële sector – naar verwachting gedurende de projectiehorizon licht expansief zijn. De kredietaanbodssituatie is verder verbeterd, hetgeen wordt bevestigd door rapportages van een netto versoepeling van zowel leencriteria als kredietvoorwaarden in de jongste enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied. Het schuldniveau van niet-financiële ondernemingen (gemeten als verhouding tussen eigen en vreemd vermogen) bleef tot begin 2015 dalen en is teruggekeerd naar een niveau van vóór de crisis. Huishoudens hebben verdere vooruitgang geboekt in het terugbrengen van hun schuldenlast en het netto vermogen van huishoudens is in de afgelopen kwartalen verder gestegen. Tegelijkertijd lijken de huizenprijzen hun dieptepunt te hebben bereikt en zijn zij in de meeste landen van het eurogebied gemiddeld weer begonnen te stijgen. Tenslotte heeft de arbeidsmarkt blijk gegeven van een herstel, en deze ondersteunt in toenemende mate de groei van de particuliere consumptie.

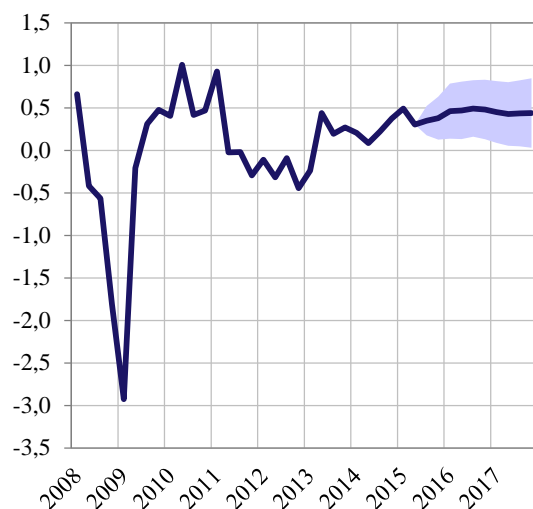
Er zijn echter diverse factoren die een neerwaartse druk blijven uitoefenen op de groeivoorzichten. De schuldenlast van de particuliere en overheidssector is in enkele landen nog steeds op een zeer hoog niveau. De structurele werkloosheid blijft ook hoog, met name in sommige landen van het eurogebied die onder druk staan. De zorgen om het langetermijngroeipotentieel en de trage vooruitgang bij de tenuitvoerlegging van structurele hervormingen zullen een rem op de investeringsuitgaven blijven vormen. De recente gebeurtenissen in Griekenland, ten slotte, betekenen een aanzienlijke neerwaartse bijstelling van de voorzichten voor dit land.

Grafiek 1 Macro-economische projecties¹⁾

(kwartaalgegevens)

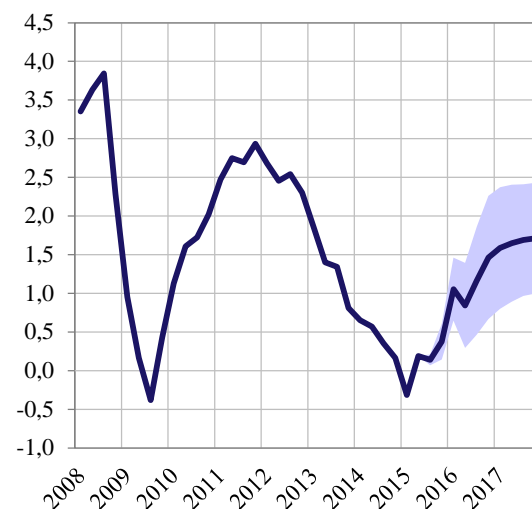
Reëel bbp van het eurogebied²⁾

(procentuele mutatie van kwartaal op kwartaal)



HICP van het eurogebied

(procentuele mutatie 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 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.
2) Cijfers gecorrigeerd voor het aantal werkdagen.

De HICP-inflatie heeft zich de afgelopen maanden globaal gestabiliseerd op lage positieve cijfers. De totale inflatie schommelde gedurende de maanden tot en met augustus 2015 rond 0,2%, na een herstel van het dieptepunt van -0,6% in januari 2015. Achter het grotendeels onveranderde cijfer van de totale

inflatie gedurende de afgelopen maanden gaan compenserende ontwikkelingen in de componenten schuil. De daling van de inflatiecijfers voor energie en voedingsmiddelen weerspiegelen de dalingen van de grondstoffenprijzen voor olie en voedingsmiddelen, hetgeen voor wat betreft de olieprijs voor een deel werd gematigd door een stijging van de raffinagemarges voor benzine. Daarentegen is de HICP-inflatie met uitzondering van energie en voedingsmiddelen gedurende de afgelopen maanden enigszins opgelopen, gestuwd door de inflatie van de prijzen voor industriële goederen met uitzondering van energie, terwijl de inflatie van de prijzen voor diensten betrekkelijk stabiel bleef.

Volgens de projectie blijft de HICP-inflatie op korte termijn laag en stijgt zij eind 2015. Waar deze inflatie in 2015 naar verwachting gemiddeld 0,1% zal zijn, zou deze moeten stijgen naar 1,1% in 2016 en 1,7% in 2017. Opwaartse basiseffecten, samen met de veronderstelde prijsstijging van de olieprijs in euro, zullen naar verwachting leiden tot een matiging van de neerwaartse bijdrage van de HICP-energiecomponent vanaf het vierde kwartaal van 2015. De positieve bijdrage van de energiecomponent aan de totale HICP-inflatie zal zich echter volgens de projectie niet eerder voordoen dan vanaf het vierde kwartaal van 2016. De HICP-inflatie met uitzondering van energie zal naar verwachting geleidelijk stijgen gedurende de projectieperiode als gevolg van een verstevigde groei van zowel de lonen als winstmarges. Naar verwachting zal een afname van de onderbenutting in de economie en op de arbeidsmarkt en krappere arbeidsmarktomstandigheden, zoals deze tot uiting komen in een daling van het werkloosheidscijfer naar een niveau van 10,1% in 2017, de onderliggende inflatie de komende jaren opstuwten. Bovendien zullen de stijgende externe prijsdruk met het oog op de langdurige doorwerking van de wisselkoers op de consumptieprijzen en opwaartse effecten van de veronderstelde stijging van de prijzen van energie- en niet-energiegrondstoffen bijdragen aan het herstel van de onderliggende inflatie.

2. REËLE ECONOMIE

Het herstel van de bedrijvigheid in het eurogebied zal naar verwachting voortduren, zij het in een wat trager tempo dan eerder verwacht. Na de sterke impuls van de lagere olieprijs omstreeks de jaarwisseling van 2014/2015, heeft de bedrijvigheid in het tweede kwartaal van 2015 de dynamiek die eerder dit jaar te zien was niet helemaal kunnen vasthouden. De reële bbp-groei nam in het tweede kwartaal af tot 0,3% en groeit naar verwachting met grotendeels vergelijkbare cijfers in de tweede helft van 2015. Hoewel de zwakke vooruitzichten voor de handel de groeidyndynamiek in het eurogebied drukken, zullen de depreciatie van de effectieve wisselkoers van de euro in het verleden en de lage rentetarieven waarschijnlijk de bedrijfsinvesteringen ondersteunen en zullen gunstige arbeidsmarktontwikkelingen en lagere energieprijzen de consumptie ondersteunen. Gezien de zwakkere groeivoorzichten in de opkomende markeconomieën en de lagere buitenlandse vraag, zal het conjuncturele herstel zwakker zijn dan eerder werd verwacht en zal de negatieve output gap enigszins langer aanhouden. Qua jaarlijkse gemiddelden zal de reële bbp-groei volgens de projectie aanzienlijk stijgen, van 0,9% in 2014 naar 1,4% in 2015, 1,7% in 2016 en 1,8% in 2017.

De particuliere consumptiebestedingen zullen naar verwachting de belangrijkste aanjager blijven van het herstel. De kortetermijnvooruitzichten voor de groei van het reëel besteedbaar inkomen blijven gunstig, ondersteund door het effect van een nieuwe daling van de energieprijzen op het reële inkomen. Daarna trekt naar verwachting het looninkomen aan tegen de achtergrond van een gestage werkgelegenheids groei en een zich versnellende nominale loonsom per werknemer, en wordt er tevens een toename verwacht van het overige particuliere inkomen naargelang de algehele economie zich herstelt. Lage financieringskosten en versoepelde financieringsvoorwaarden, versterkt door de bijzondere maatregelen van de ECB, zouden de particuliere consumptie en, tot op zekere hoogte, een stijging van de vermogens van huishoudens moeten ondersteunen – hetgeen in 2015 zowel stijgende prijzen van financiële activa en in de periode 2016-2017 een verdere verbetering op de woningmarkten tot gevolg heeft. Over het algemeen is de projectie voor de groei op jaarbasis van de particuliere consumptie gedurende de projectieperiode gemiddeld 1,7% (na een stijging van 1,0% in 2014).

De spaarquote zal de komende kwartalen naar verwachting een bultvormig beloop vertonen als gevolg van enige afvlakking van de consumptie vanwege de recente zwakke olieprijsontwikkelingen. Na een lichte stijging van de spaarquote in de loop van 2015, aangezien een deel van de inkomstenmeevaller vanwege de lagere olieprijs wordt gespaard, wordt er in de loop van

2016 naarmate dit effect afneemt een lichte daling van de spaarquote verwacht. Naast dit tijdelijke effect blijft de spaarquote naar verwachting gedurende de rest van de projectieperiode globaal onveranderd, als gevolg van compenserende effecten. Aan de ene kant ontmoedigt een zeer laag spaarrendement doorgaans het sparen via een substitutie-effect in de tijd. Bovendien zou in sommige landen een verdere verbetering van het consumentenvertrouwen in samenhang met een gestaag dalende werkloosheid tot lagere besparingen uit voorzorg kunnen leiden. Daarnaast zouden huishoudens in toenemende mate grotere aankopen kunnen doen die eerder werden uitgesteld, waardoor de spaarquote wordt verlaagd. Aan de andere kant houden de hoge werkloosheid en de schuld niveaus naar verwachting enige opwaartse druk op het sparen in stand. Bovendien zou de zeer lage rente in sommige landen de noodzaak voor extra besparingen voor pensioendoeleinden tot gevolg kunnen hebben.

Investerings in woningen trekken in het eurogebied naar verwachting aan, al komen deze vanaf een laag niveau. Na een ernstige recessie gedurende acht jaar en een cumulatieve daling van meer dan 25%, zullen de investeringen in woningen zich in 2015 naar verwachting stabiliseren. Wat de toekomst betreft, zouden investeringen in woningen gedurende de projectieperiode aan kracht moeten winnen, ondersteund door een duurzame groei van het reëel besteedbaar inkomen, een zeer lage hypotheekrente en versoepelde financieringsvoorwaarden, versterkt door de bijzondere maatregelen van de ECB. Dit zou een sterkere groei van de kredietverlening aan huishoudens tot gevolg moeten hebben. Hoge schuld niveaus van huishoudens in sommige landen en ongunstige demografische effecten in andere landen zullen echter waarschijnlijk een sterkere toename van investeringen in woningen verhinderen.

De bedrijfsinvesteringen zullen geleidelijk aan kracht winnen, ondersteund door bijzondere maatregelen van de ECB en het conjuncturele herstel. De voorwaarden voor een geleidelijk herstel zijn er. De trends in de vraag, de noodzaak om de kapitaalvoorraad te moderniseren na diverse jaren van gematigde investeringen, de zeer accommoderende monetairbeleidskoers en de versterking van de winstposities, zullen, zo is de projectie, de kapitaaluitgaven ondersteunen. Bovendien zou gedurende de projectieperiode de algehele druk van schuldenafbouw bij ondernemingen in het eurogebied minder beperkend moeten zijn voor de bedrijfsinvesteringen dan in het verleden. Het herstel van bedrijfsinvesteringen zal echter nog worden geremd door resterende financiële knelpunten en een hoge schuldpositie in diverse landen, alsmede door de verwachting van een zwakkere potentiële outputgroei dan in het verleden.

De buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied zal zich gedurende de projectieperiode naar verwachting geleidelijk versterken, maar het tempo zal trager zijn dan eerder werd verwacht vanwege de aanzienlijk zwakkere invoergroei in de opkomende markteconomieën. De dynamiek van de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied zal volgens de projectie veel geringer uitvallen dan het tempo van vóór de crisis, hetgeen het gevolg is van zowel een geringere mondiale bedrijvigheid en een lagere elasticiteit van de wereldhandel ten opzichte van de groei, waarbij het laatste een gevolg is van de neerwaartse bijstelling van het verwachte invoergehalte van de groei in de opkomende markteconomieën (zie Kader 1).

Desalniettemin zou de groei van de uitvoer naar landen buiten het eurogebied zich gedurende de projectieperiode gematigd moeten herstellen, mede door te profiteren van de depreciatie van de wisselkoers van de euro in het verleden. Volgens de projectie zal het marktaandeel van de uitvoer naar landen buiten het eurogebied groeien. De groei van de invoer van buiten het eurogebied zal gedurende de projectieperiode naar verwachting geleidelijk toenemen, ten gevolge van het aantrekken van de totale vraag in het eurogebied. Naar verwachting groeit vanwege ruilvoetontwikkelingen het huidige overschot op de lopende rekening van 2,1% bbp in 2014 naar 3,0% in 2015, alvorens in 2017 te dalen naar 2,7%.

De output gap zal, zo wordt verwacht, verminderen, voornamelijk tegen de achtergrond van een zwakke potentiële productiegroei. Naar schatting komt de potentiële productiegroei gedurende de projectieperiode uit op 1%, waarmee deze duidelijk onder het cijfer blijft van vóór de crisis. Terwijl de projectie is dat de reële bbp-groei hoger is dan de potentiële groei, zal de negatieve output gap volgens de projectie gedurende de projectiehorizon geleidelijk verminderen.

HET INTERNATIONALE KLIMAAT

De mondiale groei blijft geleidelijk en oneven. In het eerste kwartaal van het jaar was de mondiale groei gematigd, en de laatste indicatoren en gegevens wijzen op een gematigde mondiale bedrijvigheid op de korte termijn. Wat de verdere toekomst betreft zal de mondiale groei naar verwachting sterker worden. Een lagere olieprijs, aanhoudende accommoderende financieringsvoorwaarden op mondiaal niveau, afnemende financiële consolidatie, verbeterende arbeidsmarktomsomstandigheden en een toenemend vertrouwen zouden een opleving van de groei in de geavanceerde economieën moeten ondersteunen. In de opkomende markteconomieën zijn de vooruitzichten daarentegen aanzienlijk verslechterd, aangezien enkele van de in voorafgaande projecties aangegeven neerwaartse risico's zich hebben geconcretiseerd. Structurele belemmeringen en macro-economische onevenwichtigheden beperken de groei in enkele opkomende markteconomieën, terwijl andere opkomende markteconomieën negatief worden beïnvloed door lagere grondstoffenprijzen, politieke onzekerheid en krappere externe financieringsvoorwaarden. Na de zwakke start van het jaar zal, zo is de projectie, de mondiale bbp-groei (exclusief het eurogebied) versnellen van 3,2% in 2015 tot 4% in 2017.

De mondiale handel heeft in de eerste helft van 2015 aanzienlijk aan kracht verloren en zal zich naar verwachting gedurende de projectieperiode slechts geleidelijk versterken. Een aanzienlijke daling van de invoer in enkele grote opkomende markteconomieën heeft de mondiale invoer gedempt, hoewel de handel met geavanceerde economieën schokbestendiger is gebleken. Na hardnekkige neerwaartse verrassingen in de mondiale handel over de afgelopen vier jaar, en aangezien de gematigde vooruitzichten voor de invoer van opkomende markteconomieën naar verwachting zullen aanhouden, zal de mondiale handel, zo is de projectie, niet langer een krachtige opleving laten zien; enquêtes en kortetermijnmodellen duiden op een zeer bescheiden herstel gedurende de rest van het jaar. Daarna zal, zo wordt geprojecteerd, de mondiale invoer groeien in lijn met het mondiale bbp. De buitenlandse vraag naar goederen en diensten van het eurogebied zal naar verwachting versnellen, van 1,5% in 2015 tot 4,1% in 2017.

Vergeleken met de door medewerkers samengestelde projecties van juni, is de mondiale bedrijvigheid neerwaarts bijgesteld voor de gehele projectieperiode, ten gevolge van de zwakkere vooruitzichten voor de opkomende markteconomieën. De buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied is eveneens aanzienlijk neerwaarts bijgesteld, ten gevolge van de gedachte dat de zwakke bedrijvigheid in de opkomende markteconomieën zwaarder zal wegen op de invoer dan eerder voorzien.

Het internationale klimaat

(procentuele mutaties op jaarbasis)

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

Toelichting: 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 verbetering van de arbeidsmarktomsomstandigheden in het eurogebied zal naar verwachting gedurende de projectieperiode aanhouden. De werkgelegenheid in de eerste helft van 2015 is ten opzichte van het dieptepunt van medio 2013 met 1,9 miljoen gestegen, hoewel deze nog steeds 3,9 miljoen onder het laagste punt van vóór de crisis ligt. De werkgelegenheid zal zich, zo wordt geschat,

gedurende de projectieperiode aanzienlijk blijven herstellen, voornamelijk gestuwd door het economisch herstel, en in enkele landen eveneens ondersteund door begrotingsstimulansen, loonmatiging en in het verleden doorgevoerde arbeidsmarkthervormingen. Het aantal gewerkte uren per werknemer zal over de projectieperiode naar verwachting enigszins toenemen maar nog altijd ver onder het niveau van vóór de crisis blijven. De beroepsbevolking zal naar verwachting slechts gematigd groeien, getemperd door de ontmoedigingseffecten van een nog altijd hoge werkloosheid in sommige landen en ongunstige demografische factoren in andere. Het werkloosheidspercentage, dat in het tweede kwartaal van 2015 licht is gedaald naar 11,1% , zal naar verwachting dalen tot 10,1% in 2017.

Kader 2

TECHNISCHE AANNAMES BETREFFENDE DE RENTE, DE WISSELKOERSEN EN DE GRONDSTOFFENPRIJZEN

Vergeleken met de projecties van juni zijn de veranderingen in de technische aannames onder andere: aanzienlijk lagere in Amerikaanse dollar luidende prijzen van olie en niet-energiegrondstoffen en een licht 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 woensdag 12 augustus 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 0,0% voor 2015 en 2016 en 0,1% voor 2017. De marktverwachtingen betreffende het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied impliceren een gemiddeld niveau van 1,3% in 2015, 1,6% in 2016 en 1,8% in 2017.¹ In lijn met het beloop van de rentetarieven op de termijnmarkten en de geleidelijke doorwerking van wijzigingen in de 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 alvorens in de loop van 2016 en 2017 gematigd te stijgen. Wat de grondstoffenprijzen betreft, op grond van het prijsbeloop op de termijnmarkten in de twee weken tot en met de afsluitdatum van 12 augustus wordt voor Brentolie de prijs per vat verondersteld te dalen van USD 98,9 in 2014 tot USD 55,3 in 2015, alvorens te stijgen tot USD 56,1 in 2016 en USD 60,9 in 2017. De in Amerikaanse dollar luidende prijzen van grondstoffen met uitzondering van energie worden verondersteld in 2015 en 2016 aanzienlijk te dalen en in 2017 licht te stijgen.² De bilaterale wisselkoersen blijven, zo wordt voorzien, gedurende de projectieperiode onveranderd op de gemiddelde niveaus die te zien waren in de twee weken tot en met de afsluitdatum van 12 augustus. Dit impliceert een USD/EUR-wisselkoers van 1,10 gedurende de projectieperiode.

Technische aannames

	september 2015				juni 2015			Herzieningen sinds juni 2015 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Driemaands EURIBOR (in % per jaar)	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,1
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (in % per jaar)	2,0	1,3	1,6	1,8	1,3	1,7	1,9	0,0	-0,1	-0,1
Olieprijs (USD/vat)	98,9	55,3	56,1	60,9	63,8	71,0	73,1	-13,3	-21,0	-16,7
Grondstoffenprijzen m.u.v. energie in USD (procentuele mutatie op jaarbasis)	-8,6	-19,7	-4,6	4,4	-13,6	2,9	4,9	-6,1	-7,5	-0,5
Wisselkoers USD/EUR	1,33	1,11	1,10	1,10	1,12	1,12	1,12	-0,9	-1,9	-1,9
Nominale effectieve wisselkoers euro (EER19)(procentuele mutatie op jaarbasis)	0,6	-9,8	-0,2	0,0	-9,5	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0

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

- 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 specifieke landen en het overeenkomstige gemiddelde van het eurogebied gedurende de projectieperiode gelijk blijft.
- 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 derde kwartaal van 2016 de futures volgen en zich daarna in lijn met de mondiale economische bedrijvigheid ontwikkelen.

In vergelijking met de vorige projecties zijn de vooruitzichten voor de groei neerwaarts bijgesteld.

Deze bijstelling weerspiegelt voornamelijk een minder gunstige ontwikkeling van de externe vraag – voornamelijk ten gevolge van zwakkere groei in de opkomende markten – die heeft geleid tot zwakkere uitvoer en, in 2016 en 2017, tot lagere investeringsgroei. Een andere factor is de recente crisis in Griekenland, die heeft geleid tot aanzienlijke neerwaartse bijstellingen in de groeivoorzichten van dat land over de projectieperiode.

3. PRIJZEN EN KOSTEN

Volgens de projectie zal de HICP-inflatie in 2015 op gemiddeld 0,1% uitkomen maar in 2016 aantrekken naar 1,1% en in 2017 naar 1,7%. De HICP-inflatie zal naar verwachting de komende maanden laag blijven maar rond de jaarwisseling stijgen, grotendeels ten gevolge van opwaartse basiseffecten in de energiecomponent en van de aangenomen stijging van de olieprijs. Dit zou de bijdrage van de HICP-energieprijzen moeten verhogen en tevens moeten leiden tot enige geleidelijk opkomende opwaartse prijsdruk in de HICP met uitzondering van energie. Over het geheel genomen weerspiegelt de verwachte stijging van de HICP-inflatie over de gehele projectieperiode stijgende binnenlandse prijzen ten gevolge van de afnemende economische en arbeidsmarktonderbenutting en de geleidelijke vermindering van de "output gap" en een versteviging van de externe prijsdruk die voortvloeit uit de vertraagde doorwerking van de eerdere depreciatie van de wisselkoers van de euro op de consumptieprijzen en uit de aangenomen stijgingen van de prijzen van energie- en niet-energiegrondstoffen.

Voorzien wordt dat opwaartse basiseffecten in de energieprijzen en de depreciatie van de wisselkoers van de euro in het verleden zullen bijdragen aan een stijging van de inflatie op jaarbasis per einde 2015. Een ommekeer van neerwaartse naar opwaartse externe prijsdruk is een essentiële factor in de verwachte stijging van de HICP-inflatie. De eerdere dalingen van de prijzen van

energie- en niet-energiegrondstoffen en de vertraagde effecten van de appreciatie van de euro in het verleden vormen grotendeels de verklaring voor het huidige zeer lage inflatiepeil. De recente verdere scherpe daling van de olieprijs zal aanvullende neerwaartse druk uitoefenen op de inflatie, met name op de korte termijn. Daarna zullen opwaartse basiseffecten en de aangenomen stijgingen van de prijzen van energie- en niet-energiegrondstoffen bijdragen aan stijgende consumptieprijzen over de gehele projectieperiode, net als de effecten van de depreciatie van de euro in het verleden.

Voorzien wordt dat de binnenlandse prijsdruk over de projectieperiode zal toenemen naarmate de situatie op de arbeidsmarkt verbetert en de economische onderbenutting afneemt. Naarmate de economie verder herstelt en de vraag toeneemt, zullen dalende werkloosheid en stijging van het prijszettingsvermogen van bedrijven naar verwachting leiden tot een stijging van zowel de loongroei als de winstmarges.

Een aantal factoren zullen naar verwachting de stijging van de loongroei gedurende het huidige economische herstel beperken. Tot deze factoren behoren het lage niveau van de inflatie, de resterende mate van arbeidsmarktonderbenutting de komende twee jaar, en een waarschijnlijk dempend effect op de loongroei gedurende het huidige herstel dat voortvloeit uit structurele arbeidsmarkthervormingen die tijdens de crisis zijn doorgevoerd met het doel de arbeidsmarktflexibiliteit te verbeteren. Daarnaast zullen verdergaande aanpassingsprocessen in het kostenconcurrentievermogen in enkele landen van het eurogebied naar verwachting een dempende invloed uitoefenen op de loongroei in het eurogebied.

De gematigde loongroei en een conjuncturele versterking van de productiviteit zal van invloed zijn op het patroon van de groei van de arbeidskosten per eenheid product gedurende de projectieperiode. De groei van de arbeidskosten per eenheid product zal, zo wordt voorzien, in 2017 op eenzelfde niveau blijven (1,1%) als in 2014 (1,2%). De geprojecteerde conjuncturele versnelling van de productiviteit, die eerder plaatsvindt dan die voor de lonen, impliceert een tijdelijke daling van de groei van de arbeidskosten per eenheid product in 2015 en 2016.

Het geprojecteerde economische herstel geeft ruimte voor een versterking van de winstmarges tot en met 2017. Na langdurige zwakte gedurende de afgelopen paar jaar, zullen de winstmarges naar verwachting gedurende de projectieperiode stijgen. Stijging van het prijszettingsvermogen van bedrijven ten gevolge van de toename van de vraag en overgrote winsten in verband met de sterke daling van de olieprijs in het verleden zullen naar verwachting de winstmarges gedurende de projectieperiode ten goede komen. Toegenomen concurrentie ten gevolge van structurele productmarkthervormingen die tijdens en na de crisis zijn doorgevoerd zal echter naar verwachting een dempend effect hebben op de vooruitzichten voor de winstmarges.

Vergeleken met de projecties van juni, zijn de vooruitzichten voor de HICP-inflatie neerwaarts bijgesteld, grotendeels ten gevolge van een lagere olieprijs. De totale inflatie is voor 2015 en 2016 neerwaarts bijgesteld, voornamelijk ten gevolge van zwakkere ontwikkelingen in de HICP-energie-inflatie door de neerwaartse effecten van het lagere aangenomen beloop van de in Amerikaanse dollar luidende olieprijs, die slechts gedeeltelijk worden gecompenseerd door een iets zwakkere USD/EUR-wisselkoers. Voor 2017 weerspiegelt de neerwaartse bijstelling van de HICP-inflatie de enigszins zwakkere vooruitzichten voor de bbp-groei en enkele vertraagde indirecte effecten van de lagere olieprijs op de onderliggende inflatie.

4. VOORUITZICHTEN VOOR DE OVERHEIDSBEGROTINGEN

De begrotingskoers, zoals afgemeten aan de mutatie in het voor de conjunctuur gecorrigeerde primaire saldo, zal, zo is de verwachting, gedurende de projectieperiode een kleine positieve bijdrage aan de vraag leveren. Hoewel de discretionaire begrotingsbeleidsmaatregelen, zo is de aanname, globaal genomen neutraal zullen zijn, zal er een geringe bijdrage worden geleverd aan begrotingsverruiming door niet-discretionaire factoren, namelijk een lichte daling van het aandeel van de

belangrijkste macro-economische belastinggrondslagen in het bbp in 2015 (het bbp-samenstellingseffect) en een lichte daling van de niet uit belastingen voortkomende inkomsten in 2016.²

De overheidstekort- en schuldratio zullen, zo is de projectie, dalen. De daling van de overheidstekortratio ten opzichte van het bbp is geheel het gevolg van de conjuncturele verbetering van de economie van het eurogebied en van dalende rente-uitgaven, terwijl het structurele primaire begrotingssaldo, zo is de projectie, over de projectieperiode licht zal dalen. De overheidstekortratio ten opzichte van het bbp zal volgens de projectie vanaf 2015 beginnen te dalen.

Vergeleken met de in juni gepubliceerde projecties zijn de begrotingsvooruitzichten enigszins verslechterd. De geringe neerwaartse bijstelling van het overheidssaldo is deels het gevolg van verminderde consolidatiemaatregelen en deels van een enigszins minder gunstige ontwikkeling van enkele macro-economische belastinggrondslagen. De sterkere opwaartse bijstelling van de overheidsschuldquote wordt verslechterd door een neerwaartse herziening van de nominale bbp-groei.

² De begrotingsaannames weerspiegelen de informatie die is opgenomen in de begrotingswetgeving en aanvullende begrotingen voor 2015 alsmede nationale begrotingsvoornemens voor de middellange termijn en geactualiseerde stabiliteitsprogramma's zoals die op 21 augustus 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.

Tabel 1 Macro-economische projecties voor het eurogebied¹⁾

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	september 2015				juni 2015			Herzieningen sinds juni 2015 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Reëel bbp ³⁾	0,9	1,4	1,7	1,8	1,5	1,9	2,0	-0,1	-0,2	-0,1
		[1,3 - 1,5] ⁴⁾	[0,8 - 2,6] ⁴⁾	[0,6 - 3,0] ⁴⁾	[1,2 - 1,8] ⁴⁾	[0,8 - 3,0] ⁴⁾	[0,7 - 3,3] ⁴⁾			
Particuliere consumptie	1,0	1,7	1,7	1,7	1,9	1,6	1,6	-0,1	0,0	0,0
Overheidsconsumptie	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,0	0,1	-0,1
Bruto-investeringen in vaste activa	1,3	2,1	3,4	3,9	1,9	3,5	3,9	0,2	-0,1	0,0
Uitvoer ⁵⁾	3,8	4,5	4,9	5,2	4,2	5,4	5,6	0,3	-0,5	-0,5
Invoer ⁵⁾	4,2	4,7	5,4	5,7	4,8	5,8	5,9	-0,1	-0,3	-0,2
Werkgelegenheid	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	-0,1	-0,2	-0,1
Werkloosheid (in % van de beroepsbevolking)	11,6	11,0	10,6	10,1	11,1	10,6	10,0	-0,1	0,1	0,2
HICP	0,4	0,1	1,1	1,7	0,3	1,5	1,8	-0,2	-0,3	-0,1
		[0,0 - 0,2] ⁴⁾	[0,5 - 1,7] ⁴⁾	[0,9 - 2,5] ⁴⁾	[0,2 - 0,4] ⁴⁾	[0,9 - 2,1] ⁴⁾	[1,0 - 2,6] ⁴⁾			
HICP excl. energie	0,7	0,9	1,3	1,6	0,9	1,4	1,7	0,0	-0,1	-0,2
HICP excl. energie en voedsel	0,8	0,9	1,4	1,6	0,8	1,4	1,7	0,1	0,0	-0,2
HICP-inflatie exclusief energie, voedsel en wijzigingen van de indirecte belastingen ⁶⁾	0,7	0,9	1,4	1,6	0,8	1,4	1,7	0,1	0,0	-0,2
Arbeidskosten per eenheid product	1,2	1,0	0,6	1,1	0,8	0,7	1,3	0,2	-0,1	-0,2
Loosom per werknemer	1,5	1,6	1,6	2,1	1,4	1,7	2,3	0,2	-0,1	-0,2
Arbeidsproductiviteit	0,3	0,7	1,0	1,0	0,6	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Begrotingsaldo overheid (als percentage van het bbp)	-2,4	-2,1	-2,0	-1,7	-2,1	-1,8	-1,5	-0,1	-0,1	-0,3
Structureel begrotingsaldo (als percentage van het bbp) ⁷⁾	-1,8	-1,8	-1,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,4	-0,1	-0,2	-0,3
Bruto overheidsschuld (als percentage van het bbp)	91,7	91,6	90,7	89,4	91,5	90,2	88,4	0,1	0,5	1,0
Saldo op de lopende rekening (als percentage van het bbp)	2,1	3,0	2,9	2,7	2,1	2,0	2,0	0,9	0,9	0,7

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 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 begrotingsaldi" in het ECB-Maandbericht van maart 2012 en het kader getiteld "Het structurele saldo als indicator van de onderliggende begrotingspositie" in het ECB-Maandbericht van september 2014.

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 het onderzoeken van de gevoeligheid van deze 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 wisselkoers, en de gevoeligheid van de projecties met betrekking tot deze variabelen, besproken.

1) Een alternatief beloop van de olieprijs

Alternatieve modellen voor de olieprijs laten een enigszins hogere olieprijs zien in 2017 dan die welke wordt aangegeven door futures. De technische aannames voor de olieprijsontwikkelingen die ten grondslag liggen aan de basisprojecties voorzien, op basis van de futuresmarkten, een stijging van de olieprijs over de projectieperiode (zie Kader 2). Alternatieve modellen die door medewerkers van de ECB¹ worden gebruikt om over de gehele projectieperiode de olieprijs te projecteren duiden momenteel op een olieprijs over de projectieperiode die hoger is dan aangenomen wordt in de technische aannames. Dit zou in overeenstemming zijn met een krachtiger herstel van de mondiale vraag naar olie op de middellange termijn en met enige verlaging van het aanbod van olie ten gevolge van lagere investeringen in de oliesector en een daaruit voortvloeiende vermindering van de olieproductiecapaciteit in enkele landen in reactie op de recente daling van de olieprijs. De invloed van dit alternatieve beloop, waarin de olieprijs in 2017 8,1% hoger zou zijn dan in de basisprojectie, zou de reële bbp-groei licht drukken (met 0,1 procentpunt in 2017), maar daarbij een iets snellere stijging van de HICP-inflatie in 2016 en 2017 met zich meebrengen (met rond 0,1-0,2 procentpunt in 2016 en 2017).

In tegenstelling tot het hierboven genoemde technische scenario waarin wordt uitgegaan van een hogere olieprijs dan in de basisprojectie, is de olieprijs sinds de afsluitdatum voor de technische aannames gedaald, deels in verband met de zeer recente financiële turbulentie in enkele opkomende markteconomieën. Als de aannames voor de olieprijs worden geactualiseerd op basis van de tot 1 september 2015 beschikbare gegevens,² dan is het aangenomen beloop van de olieprijs over de projectieperiode gemiddeld rond 6% lager dan het beloop dat is opgenomen in de projecties. Dit zou een indicatie vormen voor geringe opwaartse risico's voor de projectie voor de groei en voor neerwaartse risico's voor de projectie voor de inflatie.

2) Een alternatief beloop van de wisselkoers

De zeer recente spanningen in de financiële markten impliceerden een hernieuwde versterking van de effectieve wisselkoers van de euro. Om de daarmee verband houdende risico's voor de projectie te illustreren, omvat deze gevoeligheidsanalyse een alternatief beloop van de euro ten opzichte van de basisprojectie, en dit wijst op een verdere appreciatie. Dit alternatieve beloop is afgeleid van het 75ste percentiel van de verdeling die voortkomt uit de door deze optie geïmpliceerde risiconeutrale densiteiten voor de USD/EUR-wisselkoers op 12 augustus 2015. Dit beloop impliceert een geleidelijke appreciatie van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar tot een wisselkoers van 1,21 in 2017, hetgeen 10,6% hoger 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 neerwaarts afwijken van de effectieve wisselkoers van de euro van de basisprojectie, waardoor deze uitkomt op een niveau van 5,3% boven de basisprojectie in 2017. In dit scenario wijzen de uitkomsten van een aantal door medewerkers ontwikkelde macro-economische modellen op een lagere reële bbp-groei, met 0,2-0,4 procentpunt, en een lagere HICP-inflatie, met 0,1-0,5 procentpunt, in 2016 en 2017.

¹ Zie de uit vier modellen bestaande combinatie die wordt beschreven in het artikel "Forecasting the price of oil", *Economic Bulletin*, Nr. 4, ECB, 2015.

2 Deze update is gebaseerd op het door de oliefuturesmarkten geïmpliceerde beloop gedurende de twee weken tot en met 1 september

Kader 4

DE INVLOED VAN EEN STIJGING VAN DE MONDIALE ONZEKERHEID OP DE BEDRIJVGHEID IN HET EUROGEBIED

Zoals door de zeer recente spanningen in de financiële markten duidelijk werd gemaakt, blijven de mondiale vooruitzichten kwetsbaar voor een aantal onzekerheden. Zoals de recente gebeurtenissen hebben laten zien, kan met name toenemende bezorgdheid over de vooruitzichten voor de groei in China en andere opkomende markten zeer snel leiden tot abrupte ontwikkelingen in de financiële markten die een negatieve invloed zouden kunnen hebben op de vooruitzichten voor het eurogebied. Dit kader wijst, in een alternatief scenario, op de mogelijke invloed van bepaalde mondiale schokken op de vooruitzichten voor de groei in het eurogebied.

Een bron van mondiale onzekerheid heeft te maken met de mate waarin de groei vertraagt in China. Hoewel de basisprojectie reeds uitgaat van een vertraging van de groei in China, zou een verdere concretisering van onevenwichtigheden die verband houden met de opbouw van schuld in China kunnen leiden tot verhoogde financiële stress en een scherpere economische teruggang. In een dergelijk scenario zouden het vermogen en de bereidheid van Chinese banken om krediet te verstrekken aan de economie ernstig kunnen worden belemmerd, naarmate de kwaliteit van hun activa snel verslechtert. Een mogelijke katalysator voor een dergelijke sterker-dan-verwachte daling van de bancaire kredietverstrekking zouden kunnen zijn negatieve ontwikkelingen in de huizenmarkt (ten gevolge van de aanzienlijke blootstelling van banken aan van hoge hefboomfinanciering afhankelijke projectontwikkelaars). Daarnaast zouden de aandelenkoersen in China verder kunnen dalen, naarmate binnenlandse beleggers de risicopremies op de activa herbeoordelen. Verslechterende activakwaliteit en hogere risicopremies zouden opwaartse druk zetten op het rendement op staatsobligaties, aangezien de overheid zou worden gedwongen grootschalige steun te geven aan de bankensector. Dientengevolge zouden de investeringen en – in mindere mate – de consumptie veel langzamer groeien dan in de huidige basisprojectie wordt voorzien. Aangezien een vertraging van de groei zou leiden tot een aanzienlijke stijging van de werkloosheid, wordt aangenomen dat de Chinese autoriteiten krachtig zouden interveniëren, zowel met monetaire en begrotingsstimuleringsmaatregelen als met een mogelijke verdere depreciatie van de renminbi, om zo te voorkomen dat de groei veel verder zou dalen. Over het geheel genomen wordt in dit scenario aangenomen dat de groei in China in 2016 en 2017 1 procentpunt lager is dan waarvan wordt uitgegaan in de basisprojectie.

Een tweede bron van onzekerheid houdt verband met de ontwikkeling van de normalisatie van het Amerikaanse monetaire beleid. De marktverwachtingen ten aanzien van de Amerikaanse korte rente, die worden gebruikt als een technische aanname als grondslag voor de projecties, wijzen momenteel op een slechts zeer geleidelijke stijging van de korte rente, die verwacht wordt uit te komen op 1,6% aan het eind van 2017. Als de Amerikaanse rente echter de mediane renteprojectie van het Federal Open Market Committee (FOMC) volgt, dan zou deze sneller stijgen dan door de markten wordt ingeprijsd. Bovendien zou, ondanks de verwachte normalisatie van het Amerikaanse monetaire beleid, de Amerikaanse termijnpremie dicht bij haar laagste punt ooit blijven. In het geval van een toename van de mondiale onzekerheid, die bovenop de onzekerheid rond het toekomstige Amerikaanse monetaire beleid zou komen, bestaat er een risico van een abrupte opwaartse aanpassing van de Amerikaanse termijnpremie. Om hiermee rekening te houden, wordt in dit scenario uitgegaan van een stijging van de Amerikaanse termijnpremie van 130 basispunten, die vervolgens leidt tot een hogere Amerikaanse lange rente. Tegelijkertijd zou een hogere Amerikaanse lange rente eveneens doorwerken in een hogere lange rente in andere belangrijke geavanceerde economieën.

De groei in andere opkomende markteconomieën zal waarschijnlijk negatief worden beïnvloed door deze schokken. Rusland bevindt zich midden in een diepe recessie en lagere olie-opbrengsten zullen naar verwachting leiden tot een scherpe daling van de overheidsuitgaven. In Brazilië zijn de

vooruitzichten aanzienlijk verslechterd, tegen een achtergrond van stijgende inflatie. Een scherpere vertraging in China zou aanzienlijke neerwaartse risico's voor de vooruitzichten met zich meebrengen, met name voor exporteurs van grondstoffen. Recente gegevens wijzen op een hernieuwde vertraging van de kapitaalstromen in de richting van de opkomende markteconomieën, hetgeen lijkt op de ontwikkelingen die te zien waren gedurende de "taper tantrum"-episode medio 2013. Een dergelijke ommekeer in kapitaalstromen ten opzichte van opkomende markteconomieën vormt een teken van verhoogde mondiale onzekerheid en een verlies aan vertrouwen onder beleggers in de groeivoorzichten van opkomende markteconomieën. In een dergelijk klimaat zouden verdere neerwaartse verrassingen voor de groeivoorzichten van China en/of een onverwachte stijging van de Amerikaanse lange rente de kapitaalstromen uit opkomende markteconomieën kunnen versterken, de financiële voorwaarden kunnen aanscherpen en aldus leiden tot lagere groei in deze landen. In dit scenario komt de invloed van een stijging van de mondiale macro-economische onzekerheid op de bedrijvigheid in de opkomende markten naar voren in een schok met twee standaarddeviaties die wordt toegepast op de geïmpliceerde volatiliteit van de optieprijzen op de S&P 500-index (VIX), die een negatieve invloed heeft op de binnenlandse vraag in deze economieën.

De stijging van de mondiale onzekerheid zou van invloed kunnen zijn op de economie van het eurogebied via zowel handels- als financiële verbindingen. De toename van de mondiale onzekerheid zou in de Verenigde Staten (door middel van een hogere Amerikaanse lange rente) en in andere belangrijke geavanceerde en opkomende markteconomieën de vraag doen afnemen. Dit zou van invloed zijn op de mondiale groei en de groei in het eurogebied via het handelskanaal, door middel van een lagere buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied. Bovendien zou er een negatieve financiële doorwerking zijn naar de lange rente, mondiaal zowel als in het eurogebied, waardoor de kosten van financiering voor bedrijven, huishoudens en overheden zouden stijgen. Wat betreft de effectieve wisselkoers van de euro, zou een stijgende rente in de Verenigde Staten kunnen leiden tot een appreciatie van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro. Tegelijkertijd zou financiëlemarktvolatiliteit in de opkomende markten de aanzet kunnen geven tot een appreciatie van de euro ten opzichte van de valuta's van de opkomende markten.

Hogere mondiale onzekerheid ten aanzien van de drie hierboven beschreven bronnen, zal, zo is de schatting, de groei in het eurogebied in 2016 met tussen 0,1 procentpunt en 0,2 procentpunt onder de groei in de basisprojectie verminderen. De zwakkere reële bbp-groei in het eurogebied vloeit deels voort uit een daling van de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied die een weerspiegeling vormt van zwakkere ontwikkelingen in de bedrijvigheid in de Verenigde Staten en andere geavanceerde economieën alsook in China en andere opkomende markten. Bovendien heeft een negatieve financiële doorwerking (zoals weerspiegeld in een hogere lange rente in het eurogebied) eveneens een ongunstige invloed op de groeivoorzichten voor het eurogebied.

Hoewel in het hier beschreven scenario de invloed op het eurogebied bescheiden is, blijven er toch een aantal voorbehouden. Zo wordt bijvoorbeeld geen rekening gehouden met vertrouwenskanalen op het niveau van bedrijven en huishoudens. Bovendien kunnen andere activaprijzen, waaronder die op de aandelenmarkten, blootstaan aan sterkere doorwerking en neerwaartse correcties dan die welke endogene zijn opgenomen in de modellen. Daarnaast zijn de gebruikte modellen lineair, terwijl krachtige negatieve correcties in de financiële markten niet-lineaire medebewegingen tussen variabelen met zich mee kunnen brengen, die mogelijk zouden kunnen leiden tot een sterkere impact. En, als laatste, de simulaties houden niet volledig rekening met wisselkoerseffecten of negatieve invloeden op de grondstoffenprijzen. Tegelijkertijd zouden de ongunstige schokken voor de economie van het eurogebied kunnen worden gedompt als er in de opkomende markteconomieën compenserende beleidsmaatregelen zouden worden genomen of als de verkrapping van het Amerikaanse monetaire beleid zou worden uitgesteld ten gevolge van de negatieve doorwerking van de toegenomen zwakte in de opkomende markteconomieën.

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. Tenslotte verschillen de prognoses in de gehanteerde methodes voor de correctie van de invloed van het aantal werkdagen (zie de tabel). Zoals in de tabel wordt aangegeven, liggen de meeste momenteel beschikbare prognoses door andere instellingen dicht aan tegen de puntprognoses van de door medewerkers van de ECB opgestelde macro-economische projecties van september en ruim binnen de die projecties omringende marges (in de tabel tussen haken weergegeven).

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

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	Publicatiedatum	Bbp-groei			HICP-inflatie		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Projecties ECB-medewerkers	september 2015	1,4 [1,3-1,5]	1,7 [0,8-2,6]	1,8 [0,6-3,0]	0,1 [0,0-0,2]	1,1 [0,5-1,7]	1,7 [0,9-2,5]
Europese Commissie	mei 2015	1,5	1,9	-	0,1	1,5	-
Euro Zone Barometer	augustus 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,2	1,6
Consensus Economics Forecast	augustus 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,3	1,5
Survey of Professional Forecasters	augustus 2015	1,4	1,8	1,8	0,2	1,3	1,6
IMF	Juli 2015	1,5	1,7	-	0,1	1,0	-

Bronnen: European Economic Forecast van de Europese Commissie, voorjaar 2015; IMF World Economic Outlook Update, juli 2015 (bbp); IMF World Economic Outlook, april 2015; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; en de "Survey of Professional Forecasters" van de ECB.

Toelichting: De door medewerkers van het Eurosysteem en de ECB samengestelde macro-economische projecties 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.

© 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.