



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM

## DE DOOR MEDEWERKERS VAN HET EUROSYSTEEM SAMENGESTELDE MACRO-ECONOMISCHE PROJECTIES VOOR HET EUROGEBIED VAN JUNI 2014<sup>1</sup>

*Het economisch herstel in het eurogebied zal volgens de projecties gedurende de projectieperiode geleidelijk sterker worden dankzij ondersteuning door de binnenlandse en, in mindere mate, buitenlandse vraag. De binnenlandse vraag profiteert van de accommoderende monetairbeleidskoers, een terugkeer naar een globaal genomen neutraal begrotingsbeleid, verbetering van de financieringsvoorwaarden en een stijgend vertrouwen in een klimaat van verminderde onzekerheid. Bovendien wordt het reëel besteedbaar inkomen ondersteund door een gestaag stijgende loongroei en dalende energieprijzen. Tegelijkertijd zullen de ongunstige effecten op de economische vooruitzichten die voortvloeien uit de noodzaak tot verdere balansaanpassingen en de hoge werkloosheid naar verwachting slechts geleidelijk afnemen gedurende de projectieperiode. De buitenlandse vraag zal naar verwachting profiteren van een geleidelijk mondiaal herstel, hoewel aanvankelijk het positieve effect op de uitvoer uit het eurogebied waarschijnlijk gedeeltelijk zal worden gecompenseerd door het effect van de sterkere wisselkoers van de euro. Volgens de projectie zal het reële bbp in 2014 met 1,0% stijgen, in 2015 met 1,7% en in 2016 met 1,8%. Deze stijgingen zijn op een niveau dat hoger ligt dan de schatting voor de potentiële groei en dragen daardoor bij aan een geleidelijke verlaging van de negatieve output gap, waarbij de werkloosheid licht zal dalen.*

*Volgens de projectie zal de HICP-inflatie in het eurogebied gedurende de projectieperiode geleidelijk stijgen maar laag blijven. De totale inflatie zal naar verwachting stijgen van 0,7% in het eerste kwartaal van 2014 naar 1,5% in het laatste kwartaal van 2016, en gemiddeld uitkomen op 0,7% in 2014, 1,1% in 2015 en 1,4% in 2016. De voorspelde stijging van de totale HICP-inflatie weerspiegelt de geleidelijke versterking van het economisch herstel, die tot een stijgende groei van de binnenlandse lonen en winsten leidt. De aanname van stijgende prijzen van grondstoffen met uitzondering van energie en van ingevoerde industriële producten impliceert ook een opwaarts effect op de inflatie. Tegelijkertijd zou de voorspelde stijging van de inflatie beperkt moeten blijven door de aangenomen daling van de olieprijs, de vertraagde impact van de aanzienlijke appreciatie van de koers van de euro vanaf medio 2012 en de resterende economische onderbenutting. Volgens de projectie zal de HICP-inflatie exclusief voedsel en energie geleidelijk stijgen van 1,0% in 2014 naar 1,2% in 2015 en naar 1,5% in 2016, om tegen eind 2016 uit te komen op 1,7%.*

*Vergeleken met de macro-economische projecties die in het Maandbericht van maart 2014 zijn gepubliceerd, is de projectie voor de reële bbp-groei in 2014 licht neerwaarts bijgesteld, van 1,2% tot 1,0%, ten gevolge van de zwakker dan verwachte uitkomst voor het eerste kwartaal. Daarentegen is de projectie voor 2015 opwaarts bijgesteld, van 1,5% naar 1,7%, tegen de achtergrond van een sterker herstel van het reëel besteedbaar inkomen. De HICP-inflatie in 2014 is neerwaarts bijgesteld, van 1,0% naar 0,7%, hetgeen voornamelijk het gevolg is van de zwakker dan verwachte uitkomsten voor de HICP-inflatie in de recente maanden. De HICP-inflatieprojecties voor 2015 en 2016 zijn neerwaarts bijgesteld, van respectievelijk 1,3% naar 1,1% en van 1,5% naar 1,4%.*

*Het artikel geeft een overzicht van de macro-economische projecties voor het eurogebied voor de periode 2014-2016. Projecties voor een periode van dergelijke lengte zijn onderhevig aan een zeer hoge mate van onzekerheid.<sup>2</sup> Hiermee dient rekening te worden gehouden bij de interpretatie van die projecties.*

- 1 De Raad van Bestuur gebruikt de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties bij de beoordeling van de economische ontwikkelingen en de risico's voor prijsstabiliteit. Informatie over de procedures en technieken staat in "A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises", ECB, juni 2001. Deze is te vinden op de website van de ECB. De afsluitdatum voor opname van de laatste gegevens in deze projecties was 21 mei 2014.
- 2 Zie het artikel "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections" in het *Monthly Bulletin* van mei 2013.

## HET INTERNATIONALE KLIMAAT

Volgens de projecties zal de groei van het mondiale reële bbp (exclusief het eurogebied) gedurende de projectieperiode geleidelijk aantrekken en van 3,6% in 2014 stijgen naar 4,0% in 2015 en naar 4,1% in 2016. Beschikbare gepubliceerde gegevens wijzen op een vertraging van de dynamiek in de ontwikkelde economieën in het eerste kwartaal van het jaar, ten dele verband houdend met tijdelijke factoren zoals het extreem koude weer in Noord-Amerika. De kortetermijnvolatiliteit buiten beschouwing latend, duiden enquêtes desalniettemin op een redelijk krachtige groeidynamiek. De groei in de opkomende markten is afgezwakt als gevolg van een zwakke binnenlandse vraag, de omslag van de kapitaalimport naar deze economieën en beperkter mogelijkheden tot verdere beleidssteun voor de eigen economie. De financiële markten in opkomende economieën hebben zich gestabiliseerd na de periode van volatiliteit begin 2014, maar in veel landen zijn sinds medio 2013 de financiële voorwaarden aanzienlijk verkrappt, hetgeen de bedrijvigheid heeft gedrukt. Wat de toekomst betreft, zal de mondiale bedrijvigheid naar verwachting sterker worden. Matiging van de schuldenafbouw in de particuliere sector en minder begrotingsconsolidatie in samenhang met een zich herstellende arbeidsmarkt, zouden de binnenlandse vraag in ontwikkelde economieën moeten ondersteunen. Ook zou een sterkere vraag in de ontwikkelde economieën een herstel in de rest van de wereld moeten bewerkstelligen. De groei in sommige opkomende economieën zal echter naar verwachting worden beperkt door structurele factoren, waaronder knelpunten in de infrastructuur en capaciteitsbeperkingen, terwijl de economische bedrijvigheid in de landen die in hoge mate afhankelijk zijn van kapitaalimport en sterke kredietgroei waarschijnlijk zal getemperd worden naarmate hun economieën weer in evenwicht komen en zich aanpassen aan de veranderende monetairbeleidskoers in de Verenigde Staten.

De mondiale handel heeft sinds eind vorig jaar enigszins aan kracht verloren. Wat de toekomst betreft, zou het aantrekken van de economische bedrijvigheid in de ontwikkelde economieën – met name door investeringen, die een hoog invoergehalte hebben – een versnelling in de mondiale handel gedurende de projectieperiode teweeg moeten brengen. Het wordt echter onwaarschijnlijk geacht dat de mondiale handel in hetzelfde tempo zal groeien als in de jaren negentig van de vorige eeuw en de eerste jaren na de eeuwwisseling, toen grote opkomende economieën in de mondiale economie werden geïntegreerd. Vergeleken met de vorige projecties, veronderstelt de basisprojectie daarom een lagere langetermijnelasticiteit van de mondiale handel ten opzichte van de mondiale bedrijvigheid dan die van vóór de mondiale financiële crisis. Volgens de projecties zal de mondiale handel (exclusief het eurogebied) groeien met 4,3% in 2014, 5,7% in 2015 en 5,9% in 2016. Doordat verwacht wordt dat de invoervraag vanuit de belangrijkste handelspartners van het eurogebied langzamer zal groeien dan die vanuit de rest van de wereld, is de projectie van de groei van de buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied iets zwakker dan de groei van de mondiale handel (zie Tabel 1).

Tabel 1 Het internationale klimaat

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	juni 2014				maart 2014			Bijstellingen sinds maart 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Wereld (excl. het eurogebied) – reëel										
bbp	3,4	3,6	4,0	4,1	3,9	4,0	4,1	-0,3	0,0	0,0
Wereld (excl. het eurogebied) – handel <sup>1)</sup>	3,5	4,3	5,7	5,9	5,1	6,2	6,2	-0,8	-0,5	-0,3
Buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied <sup>2)</sup>	3,0	3,7	5,2	5,6	4,5	5,6	5,8	-0,7	-0,4	-0,2

1) Berekend als een gewogen gemiddelde van de invoer.

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

Toelichting: Bijstellingen worden berekend op grond van niet afgeronde cijfers.

Ten opzichte van de macro-economische projecties die gepubliceerd zijn in het Maandbericht van maart 2014, is de mondiale reële bbp-groei voor 2014 neerwaarts bijgesteld, van 3,9% naar 3,6%. De vooruitzichten voor de buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied zijn voor de gehele projectieperiode neerwaarts bijgesteld.

## Kader 1

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

De technische aannames met betrekking tot de rente en de prijzen van grondstoffen zijn gebaseerd op marktverwachtingen (waarvoor de afsluitdatum 14 mei 2014 was). De korte rente wordt afgemeten aan de driemaandse EURIBOR, waarbij de marktverwachtingen worden afgeleid van de termijnrentes. Deze methodologie levert voor de korte rente een gemiddeld niveau op van 0,3% voor 2014, van 0,3% voor 2015 en van 0,4% voor 2016. De marktverwachtingen betreffende het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied impliceren een gemiddelde rente van 2,4% in 2014, 2,6% in 2015 en 3,0% in 2016.<sup>1</sup> In lijn met het beloop van de rentetarieven op de termijnmarkten en de geleidelijke doorwerking van veranderingen in deze marktrentetarieven in de kredietrentetarieven, zullen de samengestelde bancaire debetrente voor leningen aan de niet-financiële particuliere sector van het eurogebied naar verwachting in 2014 en 2015 globaal genomen stabiel blijven, alvorens daarna geleidelijk te stijgen.

Wat de grondstoffenprijzen betreft, op grond van het prijsbeloop op de termijnmarkt in de twee weken tot en met de afsluitdatum wordt voor Brentolie de prijs per vat verondersteld te dalen van USD 108,8 in 2013 naar USD 98,2 in 2016. De in Amerikaanse dollar luidende prijzen van andere grondstoffen dan energie zullen, zo wordt aangenomen, in 2014 marginaal stijgen alvorens in 2015 en 2016 iets sneller te stijgen.<sup>2</sup>

Aangenomen wordt dat de bilaterale wisselkoersen gedurende de projectieperiode onveranderd zullen blijven op het gemiddelde niveau van de twee weken tot en met de afsluitdatum van 14 mei 2014. Dit impliceert een wisselkoers van USD 1,38 per euro tussen 2014 en 2016, hetgeen 4,2% hoger is dan in 2013. Van de effectieve wisselkoers van de euro gedurende de projectieperiode wordt aangenomen dat deze 2,7% sterker zal zijn dan in 2013.

#### Technische aannames

	juni 2014				maart 2014			Bijstellingen sinds maart 2014 <sup>1)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Driemaands EURIBOR (in % per jaar)	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,8	0,0	-0,1	-0,3
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (in % per jaar)	2,9	2,4	2,6	3,0	2,8	3,2	3,6	-0,5	-0,6	-0,6
Olieprijs (USD/vat)	108,8	107,2	102,2	98,2	105,8	101,1	96,9	1,3	1,2	1,3
Grondstoffenprijzen m.u.v. energie in USD (percentuele mutaties op jaarbasis)	-5,2	0,3	1,7	4,6	-2,5	3,1	4,8	2,8	-1,4	-0,2
Wisselkoers USD/EUR	1,33	1,38	1,38	1,38	1,36	1,36	1,36	1,7	2,0	2,0
Nominale effectieve wisselkoers euro (percentuele mutaties op jaarbasis)	3,8	2,6	0,1	0,0	1,6	0,0	0,0	1,0	0,1	0,0

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

Toelichting: Bijstellingen worden berekend op grond van niet afgeronde cijfers.

- De aanname m.b.t. 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, gewogen voor de jaarlijkse bbp-cijfers en is geëxtrapolerd met behulp van het termijnbeloop dat is afgeleid van de door de ECB samengestelde tienjaars parirendementscurve voor alle obligaties, waarbij het aanvankelijke verschil tussen de twee series voor de gehele projectieperiode gelijk gehouden is. Er wordt vanuit gegaan dat het ecart tussen het rendement op overheidsobligaties van bepaalde 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 andere grondstoffen wordt aangenomen dat de prijzen tot het eerste kwartaal van 2015 de futures volgen en zich daarna in lijn met de mondiale economische bedrijvigheid ontwikkelen. De projecties van EU-producentenprijzen (in euro) die gebruikt worden voor een prognose van de consumentenprijzen voor voedsel, zijn gebaseerd op een econometrisch model dat rekening houdt met ontwikkelingen in de internationale grondstoffenprijzen voor voedsel.

De aannames betreffende het begrotingsbeleid zijn gebaseerd op de goedgekeurde nationale begrotingsplannen in de landen van het eurogebied, hun begrotingsplannen voor de middellange termijn en goed uitgewerkte maatregelen van de geactualiseerde stabiliteitsprogramma's die op 21 mei 2014 beschikbaar waren. Zij omvatten alle beleidsmaatregelen die reeds door het betreffende nationale parlement zijn goedgekeurd of die reeds in voldoende detail door overheden zijn bepaald en het wetgevingsproces waarschijnlijk zullen doorstaan. Al met al impliceren deze aannames gemiddeld slechts een klein bedrag aan begrotingsconsolidatie gedurende de projectieperiode, gebaseerd op de begrotingsplannen voor 2014 en slechts beperkte informatie voor 2015 en 2016. De aanname voor de begrotingsconsolidatie gedurende de projectieperiode ligt aanzienlijk onder het niveau van dat in de afgelopen jaren.

Vergeleken met het Maandbericht van maart 2014, zijn de belangrijkste veranderingen in de technische aannames de lagere korte en lange rente in het eurogebied. Terwijl de in Amerikaanse dollar luidende olieprijs iets hoger liggen dan in maart, is er ook sprake geweest van een gematigde appreciatie van de wisselkoers van de euro.

## PROJECTIES BETREFFENDE DE REËLE BBP-GROEI

Het reële bbp van het eurogebied is in het eerste kwartaal van 2014 met 0,2% gestegen, de vierde opeenvolgende stijging op kwartaalbasis. Uit enquêtegegevens blijkt dat er in de recente maanden een stabilisering van het ondernemersvertrouwen in alle sectoren en alle landen heeft plaatsgevonden, op niveaus dicht bij of boven de langetermijngemiddelden, hetgeen wijst op een verdere stijging van de bedrijvigheid in het tweede kwartaal van 2014. De onderliggende groeidynamiek zal volgens de projectie sterker worden, in het bijzonder in enkele van de onder druk staande economieën. Het voorziene aantrekken van de bedrijvigheid zou voornamelijk moeten worden ondersteund door een versterking van de binnenlandse vraag, dankzij de accommoderende monetairbeleidskoers, een terugkeer naar een globaal genomen neutrale begrotingskoers na jaren van aanzienlijke begrotingsverkrapping, een terugkeer naar neutrale kredietverleningsvoorwaarden en het verbeterde vertrouwen onder zowel bedrijven als huishoudens in een klimaat van afgenomen onzekerheid. In het bijzonder zou de particuliere consumptie moeten profiteren van de gunstige invloed van een stijgende loongroei en van dalende energieprijzen op het reële besteedbaar inkomen. Voorts zal naar verwachting de bedrijvigheid in toenemende mate worden ondersteund door een geleidelijke versterking van de externe vraag, hoewel de groei van de uitvoer waarschijnlijk aanvankelijk zal worden gedrukt door de appreciatie van de effectieve wisselkoers van de euro. Tegelijkertijd zal de negatieve invloed op de vooruitzichten voor de binnenlandse vraag, die voortvloeit uit de noodzaak van verdere aanpassing van de balansen van zowel de particuliere als de overheidssector en, in het bijzonder, de hoge werkloosheid in het eurogebied, naar verwachting gedurende de projectieperiode slechts geleidelijk afnemen, terwijl zich in andere landen beperkingen van het arbeidsaanbod zouden kunnen voordoen. In termen van jaargemiddelden, zal het reële bbp naar verwachting in 2014 stijgen met 1,0%, met 1,7% in 2015 en met 1,8% in 2016. Dit groeipatroon weerspiegelt een gestaag toenemende bijdrage van de binnenlandse vraag in combinatie met een kleine positieve bijdrage van de netto uitvoer. Aangezien de werkelijke groei volgens de projectie groter zal zijn dan de geraamde potentiële groei, zal naar verwachting de output gap kleiner worden maar aan het eind van de projectieperiode nog steeds negatief blijven.

Bij een nadere beschouwing van de groeicomponenten blijkt uit de projecties dat de groei van de uitvoer uit het eurogebied in de loop van 2014 en 2015 aan kracht zal winnen, ten gevolge van de geleidelijke versterking van de buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied en het wegebben van de negatieve invloed van de recente waardevermeerdering van de euro. Het uitvoermarktaandeel van het eurogebied zal, zo wordt geprojecteerd, gedurende de projectieperiode marginaal afnemen, zij het met nogal uiteenlopende ontwikkelingen in de landen van het eurogebied als gevolg van diverse ontwikkelingen in de concurrentiekracht. De uitvoer binnen het eurogebied zal, zo is de projectie, langzamer groeien dan de uitvoer naar buiten het eurogebied, ten gevolge van de nog steeds betrekkelijk zwakke binnenlandse vraag in het eurogebied.

Volgens de projecties zullen de bedrijfsinvesteringen gedurende de projectieperiode geleidelijk aantrekken, ondersteund door de versterking van de binnenlandse en buitenlandse vraag in de context van de accumulatieve behoeften aan vervangingsinvesteringen, het zeer lage niveau van de rente, een

versterking van de winsten, afgenomen onzekerheid en versoepeling van negatieve kredietverleningsvoorwaarden. Gedacht wordt echter dat de gecombineerde impact van de lagere trendmatige groei en de noodzaak van verdere balansherstructurering bij bedrijven in enkele landen van het eurogebied het herstel van de bedrijfsinvesteringen gedurende de projectieperiode zal dempen.

De investeringen in woningen zullen, zo is de projectie, geleidelijk aantrekken naarmate de bedrijvigheid herstelt in een klimaat van lage hypotheekrentetarieven. Gedurende de volgende paar kwartalen zullen de noodzaak van verdere aanpassingen in de huizenmarkten in enkele landen en een zwakke groei van het reëel besteedbaar inkomen op de vooruitzichten blijven wegen. De overheidsinvesteringen zullen naar verwachting gedurende de gehele projectieperiode zwak blijven, ten gevolge van de geplande begrotingsconsolidatiemaatregelen in een aantal landen van het eurogebied die zwaarder wegen dan het meer expansieve overheidsinvesteringprofiel in andere landen.

De werkgelegenheid in termen van het aantal werkenden is in de tweede helft van 2013 gestabiliseerd en zal volgens de projectie daarna in bescheiden mate aantrekken. Het zwakke herstel van de werkgelegenheid weerspiegelt het langzame aantrekken van de bedrijvigheid, de vertraagde reactie van de werkgelegenheid op de productiegroei en verdere verminderingen van het personeelsbestand in de overheidssector. Deze factoren zullen waarschijnlijk zwaarder wegen dan de positieve invloed van hervormingen van de arbeidsmarkten, die de flexibiliteit hebben verhoogd en de werkgelegenheidsschepping in de particuliere sector hebben ondersteund, in het bijzonder in enkele onder druk staande landen. Het aantal werkenden zal gedurende de projectieperiode geleidelijk toenemen, dankzij immigratie en een toename van de participatie van bepaalde segmenten van de bevolking tegen een achtergrond van een verbeterende arbeidsmarktsituatie. De werkloosheid is in recente maanden licht gedaald en zal, zo is de verwachting, gedurende de projectieperiode verder dalen maar boven het vóór de crisis opgetekende niveau blijven. De arbeidsproductiviteit (gemeten als de productie per werknemer) zal volgens de projectie verbeteren als gevolg van de verwachte groeiversnelling van het reële bbp en de op ontwikkelingen in de bedrijvigheid traag reagerende werkgelegenheid.

**Tabel 2 Macro-economische projecties voor het eurogebied<sup>1)</sup>**

(percentuele mutaties op jaarbasis)

	juni 2014				maart 2014			Bijstellingen sinds maart 2014 <sup>2)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Reëel bbp <sup>3)</sup>	-0,4	1,0	1,7	1,8	1,2	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,0
		[0,6 - 1,4] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,8] <sup>4)</sup>	[0,5 - 3,1] <sup>4)</sup>	[0,8 - 1,6] <sup>4)</sup>	[0,4 - 2,6] <sup>4)</sup>	[0,7 - 2,9] <sup>4)</sup>			
Particuliere consumptie	-0,6	0,7	1,5	1,6	0,7	1,2	1,4	0,0	0,2	0,2
Overheidsconsumptie	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	0,0	0,0	-0,3
Bruto-investeringen in vaste activa	-2,7	1,7	3,1	3,5	2,1	2,7	3,7	-0,4	0,4	-0,2
Uitvoer <sup>5)</sup>	1,7	3,6	4,8	5,3	3,6	4,7	5,1	0,1	0,1	0,2
Invoer <sup>5)</sup>	0,5	3,6	4,8	5,5	3,5	4,7	5,2	0,1	0,1	0,3
Werkgelegenheid	-0,8	0,3	0,5	0,7	0,2	0,5	0,7	0,1	0,1	0,0
Werkloosheid (in procenten van de beroepsbevolking)	12,0	11,8	11,5	11,0	11,9	11,7	11,4	-0,2	-0,3	-0,4
HICP	1,4	0,7	1,1	1,4	1,0	1,3	1,5	-0,3	-0,1	-0,1
		[0,6 - 0,8] <sup>4)</sup>	[0,5 - 1,7] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,2] <sup>4)</sup>	[0,7 - 1,3] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,0] <sup>4)</sup>	[0,7 - 2,3] <sup>4)</sup>			
HICP excl. energie	1,4	1,0	1,3	1,6	1,2	1,5	1,7	-0,2	-0,1	-0,1
HICP excl. energie en voedsel	1,1	1,0	1,2	1,5	1,1	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,1
HICP-inflatie excl. energie, voedsel en veranderingen van de indirecte belastingen <sup>6)</sup>	1,0	0,9	1,2	1,5	1,0	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,2
Arbeidskosten per eenheid product	1,2	0,9	0,7	1,1	0,8	1,0	1,2	0,1	-0,3	-0,1
Loonsom per werknemer	1,7	1,6	1,9	2,2	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1	-0,1
Arbeidsproductiviteit	0,5	0,7	1,1	1,0	0,9	1,0	1,1	-0,2	0,1	-0,1
Begrotingsaldo overheid (als percentage van het bbp)	-3,0	-2,5	-2,3	-1,9	-2,7	-2,5	-2,1	0,2	0,2	0,2
Structureel begrotingssaldo (als percentage van het bbp) <sup>7)</sup>	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,2	-2,2	-2,0	0,3	0,2	0,1
Bruto overheidsschuld (als percentage van het bbp)	92,6	93,4	92,6	91,1	93,5	93,2	92,2	0,0	-0,7	-1,1
Saldo op de lopende rekening (als percentage van het bbp)	2,4	2,6	2,6	2,8	2,4	2,6	2,7	0,2	0,0	0,1

1) De gegevens hebben betrekking op het eurogebied inclusief Letland, met uitzondering van de HICP-gegevens in 2013. De gemiddelde mutaties in procenten per jaar in de HICP voor 2014 zijn gebaseerd op een samenstelling van het eurogebied in 2013 waar Letland al deel van uitmaakte.

2) Herzieningen zijn berekend op grond van onafgeronde 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 tevens te vinden op de ECB-website.

5) Inclusief de handel binnen het eurogebied.

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

7) Berekend als het overheidssaldo na voorbijgaande conjunctuureffecten en tijdelijke overheidsmaatregelen. Bij de berekening is de ESCB-methode van voor de conjunctuurfase gecorrigeerde begrotingssaldi gevolgd (zie Bouthevillain, C. et al., "Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach", *Working Paper Series*, No 77, ECB, september 2001) en de ESCB-definitie van tijdelijke maatregelen (zie Kremer, J. et al., "A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances", *Working Paper Series*, No 579, ECB, januari 2006). De projectie van het structurele saldo is niet afgeleid van een totale maatstaf van de output gap. Overeenkomstig de ESCB-methodologie worden conjunctuurcomponenten afzonderlijk berekend voor verschillende rendements- en uitgavenposten. Zie voor een bespreking, ook met het oog op de methodologie van de Commissie, het kader "Conjuncturele correctie van begrotingssaldi" in het ECB-Maandbericht van maart 2012.

De particuliere consumptie zal in de loop van 2014 naar verwachting enigszins aan kracht winnen en in 2015 en 2016 verder toenemen, nauw op de hielen van de groei van het reëel besteedbaar inkomen waarbij de spaarquote vlak blijft. De groei van het reëel besteedbaar inkomen zal, zo is de projectie, worden ondersteund door een krachtiger inkomen uit arbeid, ten gevolge van toenemende werkgelegenheid en hogere loongroei, een minder negatieve invloed van begrotingsconsolidatie en lage inflatie-ontwikkelingen. De overheidsconsumptie zal, zo wordt aangenomen, gedurende de projectieperiode in bescheiden mate stijgen.

De invoer van buiten het eurogebied zal, zo wordt geprojecteerd, gedurende de projectieperiode gematigd groeien, al blijft de gematigde groei van de totale vraag in het eurogebied remmend werken. Het uitvoersaldo zal gedurende de projectieperiode naar verwachting in bescheiden mate bijdragen aan de reële bbp-groei. Het overschot op de lopende rekening zal gedurende de projectieperiode naar verwachting licht stijgen, en in 2016 uitkomen op 2,8% bbp.

Vergeleken met de macro-economische projecties die zijn gepubliceerd in het Maandbericht van maart 2014 is de projectie voor de reële bbp-groei voor 2014 neerwaarts bijgesteld, van 1,2% naar 1,0%, ten gevolge van de zwakker dan verwachte uitkomst voor het eerste kwartaal. De projectie voor de groei van het reële bbp voor 2015 is opwaarts herzien, van 1,5% naar 1,7%, vanwege lagere rente-aanname en lagere grondstoffenprijsinflatie die het reële inkomen ondersteunt. De projectie voor 2016 is globaal genomen onveranderd.

## PROJECTIES BETREFFENDE PRIJZEN EN KOSTEN

Volgens de voorlopige (flash) raming van Eurostat, bedroeg de algehele HICP-inflatie in mei 2014 0,5%. Het gematigde huidige inflatiecijfer weerspiegelt een stagnatie van de energieprijzen, de voedselprijzen en de prijzen van industriële goederen (met uitzondering van energie), en een gematigde tendens in de prijzen van diensten.

De totale HICP-inflatie zal naar verwachting tot het derde kwartaal van 2014 op een laag niveau blijven. Daarna zal deze volgens de projecties geleidelijk stijgen en tegen het einde van de projectieperiode 1,5% bereiken. Deze voorspelde stijging van de totale HICP-inflatie weerspiegelt het geleidelijk sterker worden van het economisch herstel en de implicaties daarvan in termen van de kleiner wordende negatieve output gap, een aantrekken van de loongroei- en winstgroei. De aanname van stijgende prijzen van grondstoffen exclusief energie en geïmporteerde industriële producten impliceert eveneens een opwaartse invloed op de inflatie. Desalniettemin zou de geprojecteerde stijging van de inflatie bescheiden moeten zijn, beperkt vooral door de aanname van een volgens futuresmarkten dalende olieprijs, de vertraagde impact van de aanzienlijke appreciatie van de wisselkoers van de euro sinds medio 2012 en het feit dat, ondanks een kleiner wordende output gap, er tot 2016 nog steeds ruimte zit in de economie.

GEDetailleerder gezegd: de energieprijzinflatie zal naar verwachting van haar zeer negatieve niveau van begin 2014 stijgen maar gedurende het grootste deel van de projectieperiode licht negatief blijven, overeenkomstig de neerwaartse helling van de olieprijsfuturescurve. De marginaal negatieve bijdrage van de energieprijzen aan de HICP-inflatie gedurende de projectieperiode komt overeen met een gemiddelde bijdrage van rond 0,5 procentpunt over de periode 1999-2013 en vormt voor een groot deel de verklaring van de gematigde inflatievooruitzichten.

De voedselprijsinflatie zal naar verwachting blijven dalen tot het derde kwartaal van 2014, ten gevolge van de vertraagde doorwerking van eerdere dalingen van de voedselgrondstoffenprijzen en neerwaartse basiseffecten. Gezien de aangenomen stijging van de EU-producentenprijzen en het geleidelijke economische herstel, wordt verwacht dat de voedselprijsinflatie gedurende de projectieperiode aanhoudend zal stijgen en in 2016 gemiddeld op 1,9% zal liggen. De gemiddelde bijdrage van de voedselprijsinflatie aan de totale inflatie zal gedurende de projectieperiode 0,3 procentpunt zijn, vergeleken met een gemiddelde bijdrage van rond 0,5 procentpunt sinds 1999.

De HICP-inflatie exclusief energie en voedsel is naar verwachting gedurende het vierde kwartaal van 2013 en in de eerste paar maanden van 2014 afgevlakt. Er wordt geraamd dat deze gedurende de projectieperiode zal aantrekken naarmate het herstel aan kracht wint, hetgeen zou moeten leiden tot stijgende groeicijfers voor lonen en winsten, en in het laatste kwartaal van 2016 1,7% zal bereiken. De gemiddelde bijdrage van de HICP-inflatie exclusief energie en voedsel aan de totale inflatie gedurende de projectieperiode zal naar verwachting 0,9 procentpunt bedragen, iets onder haar gemiddelde sinds 1999.

Verhogingen van de indirecte belastingen die zijn opgenomen in begrotingsconsolidatieplannen zullen naar verwachting een kleine opwaartse bijdrage van rond 0,1 procentpunt aan de HICP-inflatie in 2014 leveren. De omvang van deze bijdrage is iets kleiner dan die in 2013. In 2015 en 2016 zullen, zo is de huidige verwachting, deze bijdragen verwaarloosbaar zijn, gezien het ontbreken van informatie over goedgekeurde begrotingsmaatregelen voor die jaren.

De externe prijsdruk is in de loop van 2013 aanzienlijk zwakker geworden, ten gevolge van de impact van de trage mondiale groei op de mondiale prijzen, de waardevermeerdering van de euro en daling van de

olieprijs en de prijzen van grondstoffen exclusief olie. Vooruitblikkend: het jaarlijks groeicijfer van de invoerdeflator zal naar verwachting gedurende de projectieperiode geleidelijk stijgen en begin 2015 positief worden. De projectie is dat het in 2016 gemiddeld op 1,2% zal liggen, een cijfer dicht bij zijn gemiddelde langetermijngroeicijfer. De stijging van het groeicijfer van de invoerdeflator weerspiegelt de aangenomen versterking van de mondiale groei en daardoor stijgende mondiale prijzen van industriële producten, het verwachte aantrekken van de prijzen van grondstoffen exclusief energie en de wegebbende effecten van de recente appreciatie van de euro.

Wat betreft de binnenlandse prijsdruk, zal de geleidelijke verbetering van de arbeidsmarktomstandigheden in het eurogebied leiden tot een aantrekken van de loonsom per werknemer. De groei van de arbeidskosten per eenheid product zal echter volgens de projectie in de eerste twee jaar van de projectieperiode worden gedrukt door een sterkere stijging van de productiviteit dan de nominale loongroei, een gevolg van het conjuncturele herstel van de productiviteit. In 2016 zal een verdergaande versterking van de loongroei, samen met een verzwakking van de productiviteitsgroei, naar verwachting bijdragen aan het aantrekken van de groei van de arbeidskosten per eenheid product.

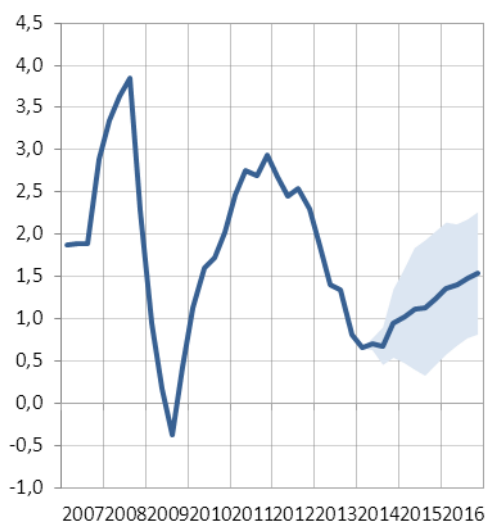
De winstmarges (het verschil tussen de bbp-deflator tegen basisprijzen en de arbeidskosten per eenheid product) zullen naar verwachting gedurende de projectieperiode stijgen, ondersteund door het conjunctureel herstel van de economie.

### Grafiek 1 Macro-economische projecties<sup>1)</sup>

(kwartaalcijfers)

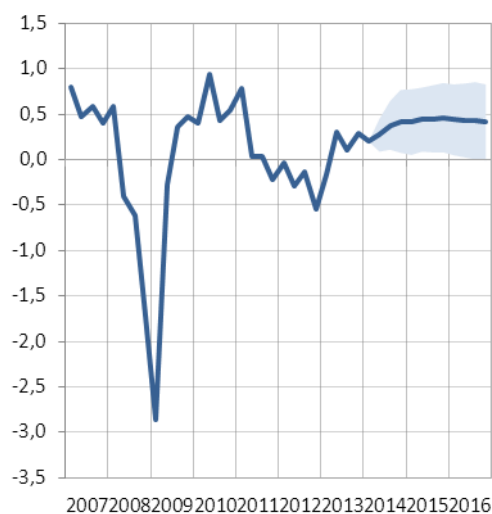
#### HICP van het eurogebied

(mutaties in procenten jaar-op-jaar)



#### Reëel bbp van het eurogebied<sup>2)</sup>

(mutaties in procenten kwartaal-op-kwartaal)



1) De marges rond de centrale 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", gepubliceerd door de ECB in december 2009 en tevens te vinden op de website van de ECB.

2) Cijfers gecorrigeerd voor het aantal werkdagen.

Vergeleken met de macro-economische projecties die zijn gepubliceerd in het Maandbericht van maart 2014, is de projectie voor de totale HICP-inflatie in 2014 neerwaarts bijgesteld, van 1,0% naar 0,7%, grotendeels ten gevolge van de lager dan verwachte uitkomsten in de recente maanden. De projecties voor de HICP-inflatie in 2015 en 2016 zijn neerwaarts bijgesteld, respectievelijk van 1,3% naar 1,1% en van 1,5% naar 1,4%, voornamelijk ten gevolge van een lagere groei van de arbeidskosten per eenheid product.



## VOORUITZICHTEN VOOR DE OVERHEIDSBEGROTINGEN

Op basis van de in Kader 1 hierboven geschetste aannames, zal, zo is de projectie, de overheidstekortquote in het eurogebied dalen, van 3,0% in 2013 tot 2,5% in 2014 en in 2016 verder naar 1,9%. Deze vermindering weerspiegelt een verbetering van de conjuncturele positie. Daarnaast wordt een verbetering van het voor de conjunctuur gecorrigeerde primaire saldo verwacht ten gevolge van begrotingsconsolidatie-inspanningen in enkele landen van het eurogebied en slechts verwaarloosbare overheidssteun aan de financiële sector. Het structurele begrotingssaldo zal, zo is de projectie, gedurende de projectieperiode iets verbeteren, zij het in lager tempo dan in recente jaren. Deze verbetering wordt voornamelijk bepaald door de aangenomen aanhoudend gematigde groei van de overheidsuitgaven. De bruto schuldquote van de overheid in het eurogebied zal volgens de projectie in 2014 zijn hoogste punt bereiken, 93,4%, en daarna dalen tot 91,1% in 2016.

De volgende kaders bevatten bepaalde gevoeligheidsanalyses (Kader 2), opmerkingen over de blootstelling van het eurogebied aan de crisis in Oekraïne (Kader 3) en een vergelijking met andere beschikbare prognoses (Kader 4).

### Kader 2

#### GEVOELIGHEIDSANALYSES

Projecties rusten zwaar op technische aannames met betrekking tot de ontwikkeling van bepaalde essentiële variabelen. Gezien het feit dat sommige van die variabelen van grote invloed kunnen zijn op de projecties voor het eurogebied, kan de gevoeligheid van deze projecties wat betreft een alternatief beloop van deze onderliggende aannames helpen bij de analyse van de risico's die deze projecties omgeven. In dit kader wordt de onzekerheid ten aanzien van drie essentiële onderliggende aannames besproken, samen met de gevoeligheid van de projecties ten aanzien van deze aannames.<sup>1</sup>

#### 1) EEN ALTERNATIEF BELOOP VAN DE OLIEPRIJS

De aannames voor de olieprijs in de onderhavige door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties zijn gebaseerd op marktverwachtingen op grond van de prijzen van olie futures, die een daling van de olieprijs gedurende de projectieperiode aangeven (zie Kader 1). Er blijft echter onzekerheid ten aanzien van dit profiel. Er bestaat onzekerheid over de richting van de ontwikkelingen in zowel de aanvoer als de vraag.

De verwachte daling van de olieprijs kan een weerspiegeling vormen van de marktopvatting dat de olieproductie in verschillende OPEC-landen, die recentelijk ten gevolge van politieke instabiliteit of geopolitieke spanningen was verminderd, gedeeltelijk zal herstellen en/of gedeeltelijk zal worden gecompenseerd door een stijging van de Amerikaanse productie van schalie-olie. Een hogere olieprijs zou zich echter kunnen voordoen in het geval van onverwachte geopolitieke gebeurtenissen in belangrijke olie-producerende landen op de korte termijn of van een sterker mondiaal herstel op de middellange termijn.

Over het geheel genomen lijkt, in de context van een mondiaal herstel, een olieprijs die hoger is dan die welke wordt aangenomen in de basisprojectie plausibel. Een stijgende opwaartse aanpassing van het beloop van de olieprijs futures wordt in deze gevoeligheidsanalyse overwogen.<sup>2</sup> Het alternatieve beloop gaat uit van een olieprijs van 1%, 7% en 13% bóven de futuresprijzen voor respectievelijk 2014, 2015 en 2016. Op grond van de door medewerkers van het Eurosysteem gebruikte macro-economische modellen, zou door de hogere olieprijs de HICP-inflatie 0,2 procentpunt boven de basisprojectie voor 2015 en 2016 komen te liggen. Tegelijkertijd zou een hogere olieprijs ook de reële bbp-groei drukken, die in 2015 en 2016 0,1 procentpunt lager zou komen te liggen.

#### 2) LAGERE BUITENLANDSE VRAAG

De relatie tussen de mondiale handel en de mondiale bbp-groei lijkt in recente jaren te zijn veranderd. Vóór de financiële crisis steeg de mondiale invoer doorgaans aanzienlijk sneller dan de bedrijvigheid (de

historische elasticiteit van handel ten opzichte van bedrijvigheids groei was tussen 1982 en 2007 1,8). Sinds 2011 zijn het mondiale bbp en de mondiale invoer echter in gelijk tempo gegroeid (waarbij de elasticiteit tussen 2011 en 2013 gemiddeld 1,1 was). Deze periode van betrekkelijke handelszwakte voortzettend, is de mondiale handel aan het begin van 2014 iets verzwakt.

De basisprojectie gaat uit van een geleidelijk herstel van de mondiale handelsdynamiek gedurende de projectieperiode, zij het met een iets lagere langetermijnelasticiteit ten opzichte van de bedrijvigheid dan vóór de financiële crisis. In deze gevoeligheidsanalyse worden de implicaties van een lager profiel voor de mondiale invoer en de buitenlandse vraag van het eurogebied overwogen. Aangenomen wordt dat de mondiale handel elasticiteit blijft op een niveau gelijk aan dat van het recente verleden, namelijk 1,1. Dit betekent een vermindering van de groei van de buitenlandse vraag van het eurogebied van 0,3 procentpunt in 2014 en van 1,4 procentpunt in zowel 2015 als 2016.

De uitkomsten van de door medewerkers van het Eurosysteem gebruikte macro-economische modellen wijzen op een lagere reële bbp-groei (-0,2 procentpunt in 2015 en 2016) en een lagere HICP-inflatie in 2016 (-0,1 procentpunt).

### 3) AANVULLENDE BEGROTINGSCONSOLIDATIE

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

#### Aannames die aan de begrotingsgevoeligheidsanalyse ten grondslag liggen

Het uitgangspunt van de begrotingsgevoeligheidsanalyse is het "gat" tussen de begrotingsdoelen van de overheden en de basisbegrotingsprojecties. Om te bepalen hoe waarschijnlijk het is dat er aanvullende begrotingsconsolidatiemaatregelen zullen worden genomen, wordt gebruikgemaakt van zowel qua omvang als qua samenstelling landspecifieke informatie en omstandigheden. Landspecifieke informatie in het bijzonder heeft tot doel onzekerheden over de begrotingsdoelen, de waarschijnlijkheid van aanvullende begrotingsconsolidatiemaatregelen en de daarmee samenhangende macro-economische terugkoppelingseffecten te achterhalen.

Op grond van deze benadering wordt de aanvullende begrotingsconsolidatie voor het eurogebied geraamd op rond 0,1% bbp in 2014, terwijl verdere aanvullende maatregelen waarschijnlijk worden geacht in 2015 (rond 0,4% bbp) en iets minder in 2016 (rond 0,2% bbp), waarmee de cumulatieve aanvullende begrotingsconsolidatie eind 2016 zou uitkomen op rond 0,7% bbp. Wat betreft de samenstelling van de begrotingsmaatregelen, wordt beoogd land- en tijdspecifieke profielen van de meest waarschijnlijke aanvullende consolidatiemaatregelen in de analyse te verwerken. Uit de geaggregeerde analyse voor het eurogebied blijkt dat de begrotingsconsolidatie tendeert naar de uitgavenzijde van begroting, maar dat er ook sprake is van verhogingen van indirecte en directe belastingen en socialeverzekeringbijdragen.

#### De macro-economische effecten van aanvullende begrotingsconsolidatie

In onderstaande tabel zijn de uitkomsten weergegeven van de simulatie die met behulp van het New Area-Wide Model (NAWM<sup>3</sup>) van de ECB is uitgevoerd teneinde de impact van de begrotingsgevoeligheidsanalyse op de groei van het reële bbp en de HICP-inflatie in het eurogebied vast te stellen.

De impact van de aanvullende begrotingsconsolidatie op de reële bbp-groei is in 2014 beperkt, maar wordt voor 2015 geschat op rond -0,3 procentpunt en voor 2016 op -0,2 procentpunt. De impact op de HICP-inflatie wordt geraamd op rond 0,1 procentpunt in 2015.

De onderhavige analyse duidt derhalve op enkele neerwaartse risico's voor de basisprojectie voor de reële bbp-groei, met name in 2015 en 2016, aangezien niet alle voorgenomen begrotingsconsolidatiemaatregelen in de basisprojectie zijn opgenomen. Tegelijkertijd zijn er tevens kleine opwaartse risico's voor de inflatie, aangezien een deel van de aanvullende consolidatie geacht wordt voort te vloeien uit verhogingen van indirecte belastingen.

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

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

(percentage bbp)	2014	2015	2016
Overheidsbegrotingsdoelstellingen <sup>1)</sup>	-2,5	-1,8	-1,2
Basisbegrotingsprojecties	-2,5	-2,3	-1,9
Aanvullende begrotingsconsolidatie (cumulatief) <sup>2)</sup>	0,1	0,5	0,7
Effecten van aanvullende begrotingsconsolidatie (in procentpunten) <sup>3)</sup>			
Reële bbp-groei	-0,1	-0,3	-0,2
HICP-inflatie	0,0	0,1	0,0

1) Nominale doelstellingen, zoals opgenomen in de laatste EU-IMF-programmadocumenten voor de desbetreffende landen en de actualisering van de stabiliteitsprogramma's voor 2014 voor de resterende landen.

2) Gevoeligheidsanalyse op basis van beoordelingen door medewerkers van het Eurosysteem.

3) Afwijkingen van de basisprojectie in procentpunten voor de reële bbp-groei en HICP-inflatie (beide op jaarbasis). De macro-economische invloed wordt gesimuleerd met behulp van het New Area-Wide Model van de ECB.

1 Alle simulaties zijn uitgevoerd op basis van de aanname dat het beleid niet wijzigt en dat geen andere variabele met betrekking tot de technische aannames en de internationale omgeving van het eurogebied verandert.

2 Voor een gedetailleerde beschrijving van het model dat is gebruikt om deze opwaartse aanpassing af te leiden, zie Pagano, P. en Pisani, M., "Risk-adjusted forecasts of oil prices", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 9, Issue 1, Art. 24, 2009.

3 Voor een beschrijving van het New Area-Wide Model, zie Christoffel, K., Coenen, G. en Warne, A., "The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis", *Working Paper Series*, No 944, ECB, oktober 2008.

4 Voor een gedetailleerder analyse van de macro-economische effecten van begrotingsconsolidatie, zie het artikel "Fiscal multipliers and the timing of consolidation", *Monthly Bulletin*, ECB, April 2014.

### Kader 3

#### DE BLOOTSTELLING VAN HET EUROGEBIED AAN DE CRISIS IN OEKRAÏNE

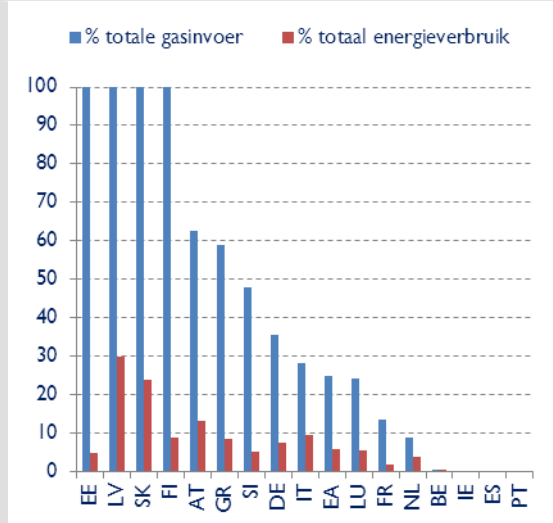
De bezorgdheid omtrent een mogelijke escalatie van de spanningen tussen Oekraïne en Rusland is de laatste tijd toegenomen. In dit kader wordt gekeken naar de blootstelling van het eurogebied aan Rusland en Oekraïne en wordt een beschrijving gegeven van de belangrijkste kanalen waarlangs het eurogebied

zou kunnen worden geraakt in het geval dat de crisis verder escaleert door oplegging van aanvullende sancties aan Rusland.

Tot dusverre heeft de crisis een aanzienlijke negatieve impact gehad op de economieën van Rusland en Oekraïne, maar slechts een beperkte invloed op de economie van het eurogebied. Terwijl er op de “harde” cijfers voor het eurogebied nauwelijks invloed lijkt te zijn uitgeoefend, is er anekdotisch bewijs van mogelijke toegenomen onzekerheid met betrekking tot de crisis. De aandelen- en grondstoffenprijzen zijn echter tot dusverre betrekkelijk stabiel gebleven.

De belangrijkste potentiële kanalen voor een negatieve doorwerking op het eurogebied zijn de handels- en financiële betrekkingen met Rusland, meer dan die met Oekraïne. Het eurogebied importeert een aanzienlijke hoeveelheid energie uit Rusland, waarbij rond 25% van de gasinvoer en bijna 30% van de olie-invoer uit dat land komt (zie Grafieken A en B). Enkele landen van het eurogebied importeren gas vrijwel uitsluitend uit Rusland. Rusland, en in mindere mate Oekraïne, zijn tevens bestemmingen voor uitvoer uit het eurogebied. Rond 5% van de uitvoer van handelswaar uit het eurogebied gaat naar Rusland, terwijl de uitvoer van handelswaar uit het eurogebied naar Oekraïne goed is voor rond 1% (zie Grafiek C). In termen van financiële blootstelling zijn de vorderingen van banken in het eurogebied op Rusland gelijk aan rond 1% van het bbp van het eurogebied (zie Grafiek D). De handels- en financiële betrekkingen vertonen echter onder de landen van het eurogebied grote verschillen.

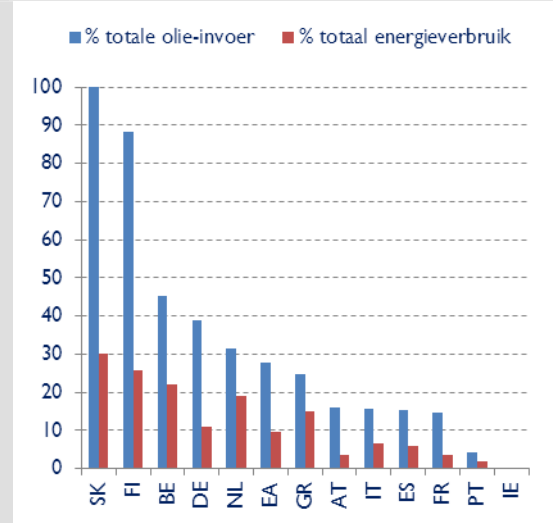
**Grafiek A: Gas-invoer uit Rusland (in 2011)**



Bron: Eurostat.

Toelichting: Voor Cyprus en Malta zijn geen cijfers beschikbaar. De volgorde van de landen is gebaseerd op het percentage van de gasinvoer vanuit Rusland van hun totale gasinvoer.

**Grafiek B: Olie-invoer uit Rusland (in 2011)**

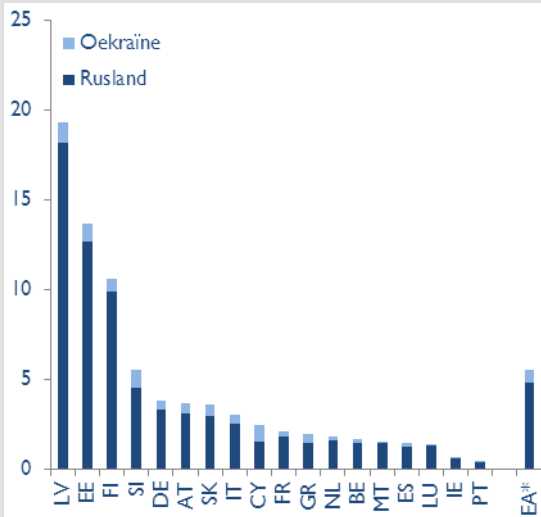


Bron: Eurostat.

Toelichting: Voor Estland, Cyprus, Letland, Luxemburg, Malta en Slovenië zijn geen cijfers beschikbaar. De volgorde van de landen is gebaseerd op het percentage van de olie-invoer vanuit Rusland van hun totale olie-invoer.

**Grafiek C: Uitvoer van handelswaar naar Rusland en Oekraïne (Q3 2013)**

(percentage van totale uitvoer van handelswaar)



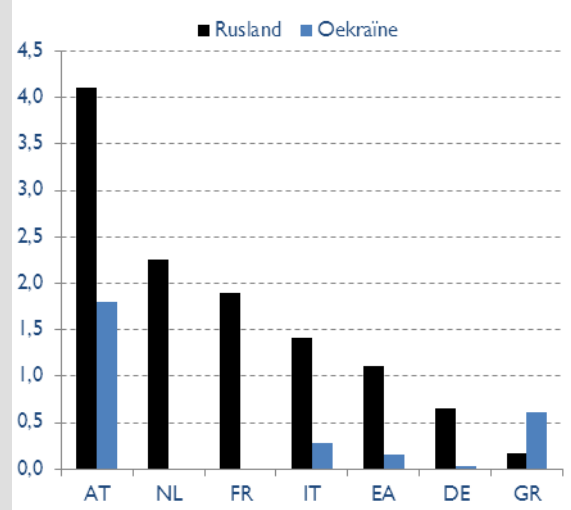
Bronnen: Berekeningen door het IMF en de ECB.

1) Gesaldeerd voor uitvoer van handelswaar binnen het eurogebied.

Toelichting: De volgorde van de landen is gebaseerd op het percentage van de uitvoer van handelswaar naar Rusland en Oekraïne van hun totale uitvoer van handelswaar.

**Grafiek D: Buitenlandse vorderingen van geselecteerde banken in het eurogebied (per land) op Oekraïne en Rusland**

(percentage bbp)



Bronnen: Geconsolideerde bancaire statistieken van de BIB, en de ECB.

Toelichting: De volgorde van de landen is gebaseerd op het percentage die de buitenlandse vorderingen van banken van het eurogebied uitmaken van het bbp van 2013. De gegevens hebben over het algemeen betrekking op Q4 van 2013; de kaart toont alleen landen van het eurogebied die buitenlandse vorderingen van hun banken op Rusland en Oekraïne rapporteren; Frankrijk en Nederland hebben recentelijk hun vorderingen op Oekraïne niet gerapporteerd; de meest recente beschikbare cijfers voor Oostenrijk zijn per Q3 van 2012. Het cijfer voor het eurogebied is indicatief want gebaseerd op landengegevens op verschillende tijdstippen.

De potentiële negatieve impact van een escalatie van het conflict op de economie van het eurogebied hangt af van de soort sancties die door de Europese Unie en de Verenigde Staten aan Rusland zouden worden opgelegd en de vergeldingsmaatregelen die Rusland waarschijnlijk zou uitvoeren. Hoewel de specifieke aspecten van dergelijke sancties onzeker zijn, zouden dergelijke sancties kunnen leiden tot een stijging van de olieprijs, een daling van de uitvoer uit Rusland naar het eurogebied, met negatieve effecten op de bedrijvigheid in Rusland, en kapitaaluitstromen met als gevolg een waardevermindering van de roebel. Ongunstige effecten voor het eurogebied zouden eveneens kunnen voortvloeien uit een daling van de aandelenprijzen en een daling van het vertrouwen naarmate partijen zich zorgen gaan maken over de intensiteit van de crisis en de gevolgen ervan.

In het eurogebied zouden deze kanalen waarschijnlijk voornamelijk via de impact op de handels- en olieprijs het bbp drukken. Tegelijkertijd zouden hogere olieprijs leiden tot hogere HICP-inflatie in het eurogebied dan het geval is in de basisprojectie.

Gezien de uiteenlopende handelsblootstellingen en financiële betrekkingen van de landen van het eurogebied aan en met Rusland en Oekraïne, zou ook de impact van de crisis verschillend van aard zijn, waarbij de landen met de grootste blootstelling aan Rusland en Oekraïne, zoals de Baltische staten, de grootste negatieve invloed zouden ondervinden.

Er zou zich ook een negatieve invloed op enkele landen van het eurogebied kunnen voordoen ten gevolge van indirecte effecten vanuit negatief beïnvloede derdenlanden, bijvoorbeeld in Oost-Europa. Sectoren en industrieën die van specifiek belang zijn voor bepaalde landen van het eurogebied, zoals landbouw, voedsel, onroerend goed, toerisme en bepaalde bankensectoren, zouden in het bijzonder kunnen worden

geraakt door een langdurige of geëscaleerde crisis. De landen van het eurogebied, ten slotte, die een groot deel van hun gas en olie uit Rusland importeren zouden met name negatief beïnvloed worden door een mogelijke verstoring van de energie-aanvoer uit dat land.

#### Kader 4

### PROGNOSES DOOR ANDERE INSTELLINGEN

Diverse instellingen, zowel internationale organisaties als organisaties in de particuliere sector, hebben prognoses voor het eurogebied uitgebracht. Strikt genomen zijn deze prognoses echter niet met elkaar of met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties te vergelijken, aangezien zij op verschillende tijdstippen zijn afgerond. 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 methoden voor de correctie van de invloed van het aantal werkdagen (zie onderstaande tabel).

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

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	Publicatiedatum	bbp-groei			HICP-inflatie		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties	juni 2014	1,0 [0,6-1,4]	1,7 [0,6-2,8]	1,8 [0,5-3,1]	0,7 [0,6-0,8]	1,1 [0,5-1,7]	1,4 [0,6-2,2]
Europese Commissie	mei 2014	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
OESO	mei 2014	1,2	1,7	-	0,7	1,1	-
Euro Zone Barometer	mei 2014	1,2	1,6	1,6	0,8	1,2	1,7
Consensus Economics Forecasts	mei 2014	1,1	1,4	1,6	0,8	1,3	1,5
Survey of Professional Forecasters	mei 2014	1,1	1,5	1,7	0,9	1,3	1,5
IMF	april 2014	1,2	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Bronnen: European Commission's European Economic Forecast, voorjaar 2014; IMF World Economic Outlook, april 2014; OESO Economic Outlook, mei 2014; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; en de "Survey of Professional Forecasters" van de ECB.

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

Volgens de prognoses van andere instellingen die op dit moment beschikbaar zijn, zal de reële bbp-groei van het eurogebied in 2014, zo wordt voorzien, iets hoger liggen dan naar voren komt uit de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties. De projecties voor de reële bbp-groei in 2015 and 2016 komen overeen of liggen iets lager dan die in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties. Wat betreft de inflatie wijzen de prognoses van de meeste andere instellingen op een gemiddelde HICP-inflatie op jaarbasis in 2014 en 2015 van dicht bij of iets hoger dan die in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties. De HICP-inflatie in 2016 zal volgens de andere beschikbare projecties naar verwachting liggen tussen gemiddeld 1,3% en 1,7%, vergeleken met 1,4% in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties. Op het huidige moment liggen alle beschikbare prognoses binnen de marges van de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties, die in de tabel worden weergegeven.

© Europese Centrale Bank, 2014

Adres: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Duitsland

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

Telefoon: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

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

Alle rechten voorbehouden.

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