



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM

## DE DOOR MEDEWERKERS VAN HET EUROSYSTEEM SAMENGESTELDE MACRO-ECONOMISCHE PROJECTIES VOOR HET EUROGEBIED VAN DECEMBER 2013<sup>1</sup>

Volgens de projecties zal het reële bbp vanaf het vierde kwartaal van het jaar aantrekken en eind 2014 in een iets hogere versnelling geraken. Naar verwachting vormt een geleidelijk herstel van de binnen- en buitenlandse vraag de bepalende factor achter de voorspelde aanhoudende groei van de bedrijvigheid. De binnenlandse vraag profiteert van afnemende onzekerheid en een accommoderende monetairbeleidskoers – verder versterkt door de recente verlaging van de beleidsrente en door de indicaties omtrent het rentebeleid – alsmede van een minder restrictieve begrotingskoers en een daling van de grondstoffenprijzen die het reëel besteedbaar inkomen ten goede komt. Verder profiteert de binnenlandse vraag metertijd ook van wegvallende beperkingen aan het kredietaanbod. Verder wordt de bedrijvigheid gedurende de projectieperiode ondersteund door het positieve effect van een geleidelijke toename van de buitenlandse vraag op de uitvoer. Hoewel met het evenwichtsherstel enige voortgang is geboekt, waardoor het klimaat voor groei in de onder druk staande landen is verbeterd, worden de vooruitzichten voor groei op middellange termijn echter geremd door de hoge werkloosheid en de noodzaak van verder balansherstel in zowel de particuliere als de overheidssector. Volgens de projectie daalt het reële bbp in 2013 met 0,4%, om in 2014 met 1,1% en in 2015 met 1,5% te stijgen. Naar verwachting blijft er tot aan het einde van de projectieperiode sprake van aanzienlijke economische onderbenutting.

Volgens de projecties komt de HICP-inflatie in het eurogebied uit op 1,4% in 2013, 1,1% in 2014 en 1,3% in 2015. Deze gematigde prijsontwikkeling vloeit naar verwachting deels voort uit het neerwaartse effect van dalende olieprices op de energieprijzen, de eerdere waardestijging van de euro en aanhoudende economische onderbenutting. Ook de voedselprijsinflatie zal naar verwachting aanzienlijk afnemen als gevolg van eerdere dalingen van de internationale voedselprijzen en de bescheiden stijging die voor de projectieperiode wordt voorzien. Volgens de projectie stijgt de HICP-inflatie exclusief energie en voedsel slechts licht, van 1,1% in 2013 naar 1,3% in 2014 en 1,4% in 2015, doordat de binnenlandse prijsdruk, tegen een achtergrond van gematigd herstel van de bedrijvigheid, bescheiden blijft.

Vergeleken met de macro-economische projecties uit het Maandbericht van september 2013 is de projectie van de reële bbp-groei voor 2013 ongewijzigd en is zij voor 2014 met 0,1 procentpunt naar boven bijgesteld. De projectie voor de totale HICP-inflatie is naar beneden bijgesteld: voor 2013 met 0,1 procentpunt en voor 2014 met 0,2 procentpunt.

### HET INTERNATIONALE KLIMAAT

Volgens de projecties zal de groei van het reële mondiale bbp (exclusief het eurogebied) gedurende de projectieperiode geleidelijk aantrekken en van 3,3% in 2013 stijgen naar 3,9% in 2014 en 4,1% in 2015. In de geavanceerde economieën is de groei in de loop van 2013 enigszins aangetrokken. Daar staat tegenover dat de groei in de opkomende markten is afgezwakt als gevolg van een afname van de binnenlandse vraag en beperkte mogelijkheden tot verdere beleidssteun voor de eigen economie. De mondiale sentimentsindicatoren wijzen voor de korte termijn op een verbetering van het ondernemingsklimaat, wat past bij het aanhoudend herstel van de mondiale bedrijvigheid. Na het besluit van de Federal Open Market Committee om het afbouwen van haar activa-opkoopprogramma uit te stellen, hebben de kredietvoorwaarden zich de laatste tijd gestabiliseerd en dit zou het herstel van de wereldeconomie over de gehele linie moeten ondersteunen. Over het geheel genomen blijft het herstel naar verwachting echter geleidelijk verlopen. De groei in de ontwikkelde economieën wordt naar

<sup>1</sup> Op basis van de tot 22 november 2013 beschikbare informatie, hebben medewerkers van het Eurosysteem projecties samengesteld voor de macro-economische ontwikkelingen in het eurogebied. De door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties worden gezamenlijk geproduceerd door deskundigen van de ECB en van de nationale centrale banken van het eurogebied. Zij vormen een halfjaarlijkse bijdrage aan de beoordeling door de Raad van Bestuur van de economische ontwikkelingen en de risico's voor de prijsstabiliteit. Meer informatie over de procedures en technieken wordt verschaft in de in juni 2001 door de ECB gepubliceerde *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, die te vinden is op de website van de ECB.

verwachting gedrukt, zij het minder sterk dan voorheen, door evenwichtsherstel in de particuliere sector (een proces dat gaande maar nog niet voltooid is) en door begrotingsconsolidatie. De opleving in de opkomende markten zal naar verwachting zwak zijn, omdat de groei waarschijnlijk geremd wordt door structurele factoren, zoals infrastructurele knelpunten en capaciteitsbeperkingen.

De wereldhandel is sinds begin 2013 aangetrokken. Dit is in lijn met de lichte opleving van de economische bedrijvigheid. De beschikbare indicatoren wijzen voor de korte termijn echter op relatief zwakke ontwikkelingen. Vooruitblikkend wordt verwacht dat de groei van de wereldhandel gedurende de projectieperiode geleidelijk toeneemt, maar onder de groeipercentages van vóór de crisis blijft. Volgens de projecties groeit de wereldhandel (exclusief het eurogebied) met 3,9% in 2013, 5,6% in 2014 en 6,4% in 2015. De vraag vanuit de belangrijkste handelspartners van het eurogebied groeit langzamer dan de vraag vanuit de rest van de wereld, en de buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied blijft daarom naar verwachting wat achter bij de wereldhandel, met in 2013 een groei van met 3,0% die in 2014 en 2015 versnelt tot respectievelijk 5,0% en 5,7%.

**Tabel 1 Het internationale klimaat**

(mutaties in procenten per jaar)

	December 2013				Bijstellingen sinds september 2013		
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014
Wereld (excl. het eurogebied) – reëel bbp	3,8	3,3	3,9	4,1	0,0	-0,1	-0,1
Wereld (excl. het eurogebied) – handel <sup>1)</sup>	4,5	3,9	5,6	6,4	0,2	-0,3	-0,1
Buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied <sup>2)</sup>	4,0	3,0	5,0	5,7	0,3	0,1	-0,1

1) Berekend als een gewogen gemiddelde van de invoer.

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

Ten opzichte van de macro-economische projecties uit het Maandbericht van september 2013 zijn de vooruitzichten voor de groei van de wereldeconomie licht naar beneden bijgesteld: geringe opwaartse bijstellingen van de groei in de geavanceerde economieën worden namelijk tenietgedaan door neerwaartse bijstellingen van de bedrijvigheid in de opkomende economieën. De vooruitzichten voor de buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied zijn voor de gehele projectieperiode min of meer onveranderd gebleven.

#### 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 november 2013 was). De aanname voor de korte rente is van puur technische aard. De korte rente wordt afgemeten aan de driemaandse EURIBOR, waarbij de marktverwachtingen worden afgeleid van de termijrentes. Deze methodologie levert voor de korte rente een gemiddelde stand op van 0,2% voor 2013, 0,3% voor 2014 en 0,5% voor 2015. De marktverwachtingen betreffende het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied impliceren een gemiddelde rente van 2,9% in 2013, 3,1% in 2014 en 3,6% in 2015<sup>1</sup>. In lijn met het beloop van de rentetarieven op de termijnmarkten en de geleidelijke doorwerking van wijzigingen in deze marktrentetarieven in de kredietrentetarieven, zullen de samengestelde bancaire debetrentetarieven voor leningen aan de niet-financiële particuliere sector binnen het eurogebied naar verwachting eind 2013, begin 2014 hun laagste stand bereiken en

daarna geleidelijk weer 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 112,0 in 2012 tot USD 108,2 in 2013, USD 103,9 in 2014 en USD 99,2 in 2015. De in Amerikaanse dollar luidende prijzen van grondstoffen anders dan energie zullen, zo is de aanname, in 2013 met 5,4% en in 2014 met 2,6% dalen om in 2015 met 3,7% 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. Dit impliceert een wisselkoers van USD 1,33 per euro in 2013 en van 1,34 in 2014 en 2015, wat 4,6% hoger is dan in 2012. Er wordt verondersteld dat de effectieve wisselkoers van de euro in 2013 3,7% en in 2014 0,8% stijgt en in 2015 onveranderd blijft.

#### Technische aannames

	December 2013				Bijstellingen sinds september 2013 <sup>1,2</sup>	
	2012	2013	2014	2015	2013	2014
Driemaandse EURIBOR (in % per jaar)	0,6	0,2	0,3	0,5	0,0	-0,2
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (in % per jaar)	3,8	2,9	3,1	3,6	-0,1	-0,4
Olieprijs (USD/vat)	112,0	108,2	103,9	99,2	0,4	1,1
Grondstoffenprijzen m.u.v. energie in USD (mutaties in procenten per jaar)	-7,2	-5,4	-2,6	3,7	0,0	-2,5
Wisselkoers USD/EUR	1,29	1,33	1,34	1,34	0,5	1,2
Nominale effectieve wisselkoers euro (mutaties in procenten per jaar)	-5,3	3,7	0,8	0,0	0,1	0,1

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

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

De aannames betreffende het begrotingsbeleid zijn gebaseerd op de nationale begrotingsplannen in de afzonderlijke landen van het eurogebied die beschikbaar waren op 22 november 2013. Zij omvatten alle beleidsmaatregelen die reeds door het betreffende nationale parlement zijn goedgekeurd of die reeds in detail door overheden zijn uitgewerkt en het wetgevingsproces waarschijnlijk zullen doorstaan.

In de technische aannames is relatief weinig veranderd ten opzichte van de macro-economische projecties uit het Maandbericht van september 2013. De veranderingen betreffen onder andere hogere in Amerikaanse dollar luidende olieprijsen, een lichte stijging van de wisselkoers van de euro en lagere rentetarieven in het eurogebied.

<sup>1</sup> 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. Dit gemiddelde is gewogen voor de jaarlijkse bbp-cijfers en is geëxtrapoleerd met behulp van het termijnbeloop dat is afgeleid van de door de ECB samengestelde tienjaars 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.

<sup>2</sup> De aannames voor de grondstoffenprijzen van olie en voedsel zijn gebaseerd op de futureskoersen tot en met het einde van de projectieperiode. Voor de overige grondstoffen anders dan voedsel wordt aangenomen dat de prijzen tot het vierde kwartaal van 2014 de futures volgen en zich daarna in lijn met de mondiale economische bedrijvigheid ontwikkelen. De projecties van EU-producentenprijzen (in euro) die gebruikt worden voor een prognose van de consumentenprijzen voor voedsel, zijn gebaseerd op een econometrisch model dat rekening houdt met ontwikkelingen in de internationale grondstoffenprijzen voor voedsel.

## PROJECTIES BETREFFENDE DE REËLE BBP-GROEI

Het reële bbp is in het derde kwartaal van 2013 met 0,1% gestegen, in het tweede kwartaal was dat 0,3% (zie de grafiek). Uit recente enquêtegegevens blijkt een gematigde toename van de bedrijvigheid in het vierde kwartaal van 2013. De groeiprognoze voor 2014 en 2015 wijst op een lichte groeiversnelling. Geleidelijk herstel van de

binnenlandse vraag is naar verwachting de belangrijkste factor achter het aantrekken van de bedrijvigheid gedurende de projectieperiode. De binnenlandse vraag profiteert van toenemend vertrouwen (in een klimaat van afnemende onzekerheid), van de accommoderende monetairbeleidskoers – verder versterkt door de recente verlaging van de beleidsrente en door de indicaties omtrent het rentebeleid – alsmede van een minder restrictieve begrotingskoers en een daling van de grondstoffenprijzen die het reëel besteedbaar inkomen ten goede zou moeten komen. Op de wat langere termijn profiteert de binnenlandse vraag naar verwachting ook van afnemende beperkingen aan het kredietaanbod. Verder ondervindt de bedrijvigheid gedurende de projectieperiode steeds meer steun van de positieve exporteffecten van een geleidelijk toenemende buitenlandse vraag. Maar hoewel met het evenwichtsherstel in sommige onder druk staande landen van het eurogebied enige voortgang is geboekt, waardoor het klimaat voor exportgedreven groei is verbeterd, worden de groeivoorzichten gedurende de projectieperiode geremd door de hoge werkloosheid en de noodzaak van verder balansherstel in zowel de particuliere als de overheidssector.

Over het algemeen blijft het herstel, aldus de projecties, naar historische maatstaven gematigd en bereikt het reële bbp van het eurogebied pas eind 2015 weer het niveau van vóór de crisis (dat van het eerste kwartaal van 2008). Uitgedrukt in jaarlijkse gemiddelden daalt het reële bbp in 2013 naar verwachting met 0,4% – grotendeels als gevolg van een negatief doorwerkingseffect dat samenhangt met het patroon van de bedrijvigheid in 2012 – om in 2014 met 1,1% en in 2015 met 1,5% te stijgen. Dit groeipatroon weerspiegelt een combinatie van een gestaag groeiende binnenlandse vraag en een toenemende stimulans vanuit de export.

Bij een nadere beschouwing van de groeicomponenten blijkt uit de projecties dat de uitvoer uit het eurogebied zich in het vierde kwartaal van 2013 herstelt en in de loop van 2014 en 2015 aan vaart wint als gevolg van de toenemende buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied. Door de naar verhouding zwakke binnenlandse vraag in het eurogebied groeit de uitvoer binnen het eurogebied volgens de prognoses langzamer dan de uitvoer uit het eurogebied.

Volgens de projecties nemen de bedrijfsinvesteringen in het vierde kwartaal van 2013 toe om in de loop van 2014 iets te versnellen. Naar verwachting wordt de groei van de bedrijfsinvesteringen gedurende de projectieperiode door een aantal factoren ondersteund: de voorspelde, geleidelijke groei van de binnen- en buitenlandse vraag; de zeer lage rentetarieven; de afgenomen onzekerheid; de noodzaak tot modernisering van de voorraad kapitaalgoederen na enkele jaren van geringe investeringen; minder negatieve effecten van het kredietaanbod, alsmede licht hogere winstopslagen naarmate de bedrijvigheid zich herstelt. Volgens de projecties houdt de gecombineerde negatieve uitwerking van de lage bezettingsgraad, de noodzaak van verdere herstructurering van de bedrijfsbalansen, ongunstige financieringsvoorwaarden en een relatief grote mate van onzekerheid in sommige landen en sectoren echter een neerwaarts effect op de vooruitzichten. Investeringen in woningen zullen, zo wordt voorzien, op korte termijn een bescheiden groei vertonen, om vanaf medio 2014 weer aan te trekken. De groei blijft naar verwachting echter gering, doordat op de woningmarkt in sommige landen verdere correcties nodig zijn, het reëel beschikbaar inkomen slechts weinig groeit en in sommige landen algemeen een verdere daling van de woningprijzen wordt verwacht. Investeren in woningen is in sommige landen relatief aantrekkelijk als gevolg van historisch lage hypotheekrentes en stijgende huizenprijzen, maar het effect daarvan kan niet anders dan geleidelijk zijn, aangezien de bouwnijverheid er zijn capaciteitsgrens al vrijwel bereikt heeft. Als gevolg van de begrotingsconsolidatiemaatregelen die in verschillende eurolanden zijn genomen, worden voor de gehele projectieperiode opnieuw geringe overheidsinvesteringen voorzien.

De komende kwartalen stagneert het aantal werkenden min of meer, om vanaf medio 2014 weer bescheiden te stijgen. Voor de werkgelegenheid wordt een gering herstel voorzien, doordat de bedrijvigheid slechts weinig aantrekt en de werkgelegenheid, zoals gebruikelijk, traag op veranderingen in de productie reageert. Dat komt doordat er aanvankelijk meer uren per persoon worden gewerkt en pas daarna extra personeel wordt aangenomen. Het is echter mogelijk dat in sommige onder druk staande landen dankzij arbeidsmarkthervormingen de drempel waarbij productiegroei tot banengroei leidt inmiddels is verlaagd. De verwachting is dat de beroepsbevolking in 2013 stagneert en daarna een bescheiden stijging vertoont, doordat bepaalde segmenten van de bevolking geleidelijk naar de arbeidsmarkt terugkeren. Dit zou moeten bijdragen aan matiging van de loonontwikkeling en aan de potentiële groei. De werkloosheid neemt gedurende de projectieperiode naar verwachting af. De arbeidsproductiviteit (gemeten als de productie per werknemer) is in de loop van 2013 gestegen en zal, zo wordt voorzien, in de rest van de projectieperiode verder aantrekken onder invloed van de verwachte groeiversnelling van de bedrijvigheid en de traag reagerende werkgelegenheid.

Tabel 2 Macro-economische projecties voor het eurogebied

(gemiddelde mutaties in procenten per jaar)<sup>1), 2)</sup>

	december 2013				bijstellingen sinds september 2013		
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014
Reëel bbp <sup>3)</sup>	-0,6	-0,4	1,1	1,5	-0,1	0,0	0,1
		[-0,5 – -0,3]	[0,4 – 1,8]	[0,4 – 2,6]			
Particuliere consumptie	-1,4	-0,6	0,7	1,2	0,0	0,0	0,0
Overheidsconsumptie	-0,6	0,1	0,3	0,4	-0,1	0,2	-0,3
Bruto-investeringen in vaste activa	-3,9	-3,0	1,6	2,8	0,1	0,6	-0,1
Uitvoer <sup>4)</sup>	2,7	1,1	3,7	4,8	0,0	0,2	0,0
Invoer <sup>4)</sup>	-0,8	-0,1	3,5	4,7	0,1	0,4	-0,3
Werkgelegenheid	-0,6	-0,8	0,2	0,4	0,0	0,2	0,2
Werkloosheid (als percentage van de beroepsbevolking)	11,4	12,1	12,0	11,8	0,0	-0,1	-0,2
HICP	2,5	1,4	1,1	1,3	0,0	-0,1	-0,2
		[1,4 – 1,4]	[0,6 – 1,6]	[0,5 – 2,1]			
HICP excl. energie	1,9	1,5	1,3	1,5	0,0	-0,1	-0,2
HICP excl. energie en voedsel	1,5	1,1	1,3	1,4	0,0	0,0	-0,1
HICP excl. energie, voedsel en vernaderingen in indirecte belastingen <sup>5)</sup>	1,3	1,0	1,1	1,4	0,0	0,0	-0,1
Arbeidskosten per eenheid product	1,8	1,4	0,9	1,0	0,1	0,1	0,1
Loonsom per werknemer	1,8	1,8	1,8	2,1	0,1	0,0	0,0
Arbeidsproductiviteit	0,0	0,4	0,9	1,1	0,0	-0,1	-0,1
Algeheel begrotingssaldo overheid (als percentage van het bbp)	-3,7	-3,2	-2,6	-2,4	0,0	0,0	0,2
Structureel begrotingssaldo (als percentage van het bbp) <sup>6)</sup>	-3,1	-2,5	-2,2	-2,1	0,1	0,0	0,1
Bruto overheidsschuld (als percentage van het bbp)	90,6	93,2	93,6	93,1	0,2	0,2	-0,2
Saldo op de lopende rekening (als percentage van het bbp)	1,4	2,0	2,2	2,6	0,0	-0,6	-0,7

1) In de projecties voor 2014 is Letland is opgenomen. De gemiddelde mutaties in procenten per jaar voor 2014 zijn gebaseerd op een eurogebied waar Letland in 2013 al deel van uitmaakte.

2) 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.

3) Cijfers gecorrigeerd voor het aantal werkdagen.

4) Inclusief de handel binnen het eurogebied.

5) 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.

6) Berekend als het overheidssaldo na voorbijgaande conjunctuureffecten en tijdelijke overheidsmaatregelen. Bij de berekening is de ESCB-methode van voor de conjunctuurfase gecorrigeerde begrotingssaldi gevolgd (zie Bouthevillain, C. et al., "Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach", Working Paper-reeks nr. 77, ECB, september 2001) en de ESCB-definitie van tijdelijke maatregelen (zie Kremer, J. et al., "A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances", Working Paper-reeks nr. 579, ECB, januari 2007).

De verwachting is dat de particuliere consumptie eind 2013 licht toeneemt, doordat de spaarquote (tegen de achtergrond van dalende besteedbare reële inkomens) terugloopt. De particuliere consumptie zal naar verwachting vanaf begin 2014 verder aantrekken, ondanks een lichte stijging van de spaarquote. Dat komt doordat het reëel besteedbaar inkomen sneller groeit nu de arbeidsmarkt zich geleidelijk herstelt en de inflatie laag blijft. De overheidsconsumptie zal naar verwachting gedurende de projectieperiode gematigd toenemen.

Naar verwachting groeit de invoer van buiten het eurogebied gedurende de projectieperiode gematigd, al blijft de geringe algehele vraag remmend werken. Het uitvoersaldo draagt gedurende de projectieperiode naar verwachting slechts marginaal bij aan de groei van het reële bbp. Het overschot op de lopende rekening neemt gedurende de projectieperiode, zo wordt voorzien, toe tot 2,6% bbp in 2015.

Ten opzichte van de macro-economische projecties uit het Maandbericht van september 2013 is de prognose voor de groei van het reële bbp voor 2013 onveranderd en voor 2014 met 0,1 procentpunt naar boven bijgesteld. Dat laatste houdt vooral verband met een gunstiger overloopeffect als gevolg van een kleine opwaartse bijstelling van de prognose eind 2013.

## PROJECTIES BETREFFENDE PRIJZEN EN KOSTEN

De totale HICP-inflatie was in november 2013 0,9%; in 2012 was dat nog 2,5%. De daling van de inflatie in 2013 vloeit grotendeels voort uit geringere bijdragen van de energie- en voedselprijzen, alsmede een gematigde trend in de prijzen van diensten en van industriegoederen anders dan energie (zie Hoofdstuk 3 van dit Maandbericht).

Vooruitblikkend wordt voorzien dat de HICP-inflatie laag blijft, om eind 2014 licht en in 2015 verder te stijgen als de bedrijvigheid zich geleidelijk herstelt. Volgens de projecties komt de inflatie op jaarbasis in 2013 uit op 1,4%, in 2014 op 1,1% en in 2015 op 1,3%.

De gematigde inflatieprognose is het gevolg van het neerwaartse effect van de energieprijzen (die door lagere koersen van oliefutures zijn gedaald), eerdere waardeinstijgingen van de euro en aanhoudende economische onderbenutting. Gedetailleerder gezegd: naar verwachting dalen de energieprijzen in 2014 en 2015 onder invloed van de veronderstelde ontwikkeling van de olieprijs. De energiecomponent levert, zo wordt voorzien, in 2014 een verwaarloosbare en in 2015 een licht negatieve bijdrage aan de totale HICP-inflatie en blijft daarmee aanzienlijk onder de historische gemiddelden. Naar verwachting daalt de voedselprijsinflatie in de eerste drie kwartalen van 2014 als gevolg van neerwaartse basiseffecten en de voorziene daling van internationale en Europese voedselgrondstoffenprijzen. Voor 2015 wordt een stijging van de voedselgrondstoffenprijzen voorzien en daardoor een lichte stijging van de voedselprijsinflatie (zie de grafiek). De HICP-inflatie exclusief energie en voedsel stijgt in 2014 naar verwachting gematigd en komt in 2015 uit op 1,4% op jaarbasis. Omdat ervan wordt uitgegaan dat de effecten van eerdere verhogingen van de indirecte belastingen in 2014 en 2015 afnemen, wordt voor de projectieperiode een iets sterkere stijging van de HICP-inflatie exclusief energie, voedsel en veranderingen van de indirecte belastingen voorzien (zie ook Kader 5 in dit Maandbericht.)

De externe prijsdruk is in de eerste drie kwartalen van 2013 afgenomen als gevolg van de geringe mondiale vraag, de stijging van de effectieve wisselkoers van de euro en prijsdalingen van olie en andere grondstoffen. Er wordt daarom verondersteld dat de invoerdeflator (jaar-op-jaar) gedurende deze periode is afgenomen. De invoerdeflator blijft als gevolg van deze factoren de komende kwartalen dalen, maar zal vanaf medio 2014 naar verwachting weer licht stijgen, doordat de neerwaartse effecten van de eerdere waardeinstijging van de euro wegebben, niet-energiegerelateerde grondstoffen in prijs stijgen en de vraag naar invoer toeneemt, waardoor producenten een grotere marge kunnen rekenen.

Wat de binnenlandse prijsdruk betreft: de jaarlijkse groei van de loonsom per werknemer blijft in 2013 en in 2014 naar verwachting ongewijzigd op 1,8% en stijgt in 2015 naar 2,1%. Volgens de projecties daalt de groei van de arbeidskosten per eenheid product van 1,8% in 2012 naar 1,4% in 2013 en 0,9% in 2014 door een combinatie van met de conjunctuurstijging samenhangende productiviteitsgroei (de werkgelegenheid reageert altijd met vertraging op het aantrekken van de bedrijvigheid) en het gegeven dat de groei van de loonsom per werknemer in grote lijnen onveranderd blijft. Voor 2015 wordt verwacht dat de loonsom per werknemer iets harder groeit dan de arbeidsproductiviteit en dat de arbeidskosten per eenheid product daarom licht stijgen.



Na een sterke daling in 2012 zal de winstmarge-indicator (het verschil tussen de bbp-deflator tegen basisprijzen en de arbeidskosten per eenheid product) zich in 2013 naar verwachting stabiliseren als gevolg van een geleidelijk, maar bescheiden, herstel van de bedrijvigheid in de loop van het jaar. Daarna zullen de geleidelijke verbetering van de economische omstandigheden naar verwachting een bescheiden herstel van de winstmarges ondersteunen.

In de begrotingsconsolidatieplannen opgenomen verhogingen van gereguleerde prijzen en indirecte belastingen leveren in 2013 en 2014 naar verwachting een aanzienlijke bijdrage aan de HICP-inflatie. Hun voor 2015 voorziene bijdrage aan de basisprojectie is minder groot. Dat is echter deels het gevolg van een gebrek aan gedetailleerde informatie over de begrotingsmaatregelen voor dat jaar.

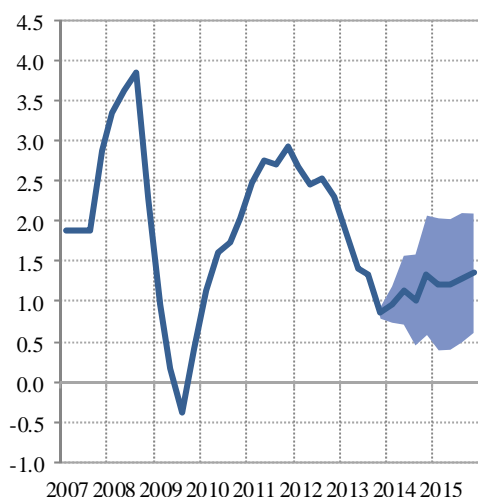
Vergeleken met de macro-economische projecties uit het Maandbericht van september 2013 is de projectie van de totale HICP-inflatie voor 2013 met 0,1 procentpunt naar beneden bijgesteld, doordat recente prijzen lager uitvielen dan verwacht. De inflatieprojectie voor 2014 is met 0,2 procentpunt naar beneden bijgesteld, eveneens onder invloed van lagere grondstoffenprijzen.

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

### (kwartaalcijfers)

#### HICP van het eurogebied

(gemiddelde mutaties in procenten per jaar)



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

(gemiddelde mutaties in procenten per jaar)



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.

## VOORUITZICHTEN VOOR DE OVERHEIDSBEGROTINGEN

Op basis van de in Kader 1 hierboven geschetste aannames wordt verwacht dat het begrotingstekort van het eurogebied daalt van 3,7% bbp in 2012 naar 3,2% in 2013 en dat het in 2014 en 2015 verder daalt naar 2,6% respectievelijk 2,4%. De voorziene daling van het begrotingstekort voor 2013 is het gevolg van de begrotingsconsolidatiemaatregelen die in veel eurolanden zijn genomen en van een gedeeltelijke beëindiging van de overheidssteun aan de financiële sector. De voorziene daling van het begrotingstekort in 2014 en 2015 wordt veroorzaakt door een positieve bijdrage van de conjunctuurcomponent en een aanhoudende verbetering van de structurele component. De verbetering van die laatste component verloopt echter trager dan in 2013 en wordt vooral gedragen door de aanhoudende gematigde groei van de overheidsuitgaven. Bijgevolg voorspellen de projecties voor het structurele begrotingssaldo, d.w.z. het

voor conjunctuurfactoren gecorrigeerde saldo exclusief alle tijdelijke maatregelen, een zichtbare verbetering in 2013 en een iets geringere verbetering in de rest van de projectieperiode. Uit de projecties komt voor het eurogebied een bruto schuldquote van de overheid naar voren die in 2014 zijn hoogste stand van 93,6% bereikt en in 2015 daalt naar 93,1%.

## Kader 2

### BEGROTINGSGEVOELIGHEIDSANALYSE

Gevoeligheidsanalyses worden doorgaans uitgevoerd om te kwantificeren in welke mate alternatieve paden van bepaalde onderliggende aannames risico's opleveren voor de basisprojectie. Dit kader laat zien wat de resultaten zouden zijn als er aanvullende begrotingsconsolidatiemaatregelen werden genomen om de begrotingsdoelen te bereiken.

Zoals in Kader 1 wordt vermeld, zijn in de aannames betreffende het begrotingsbeleid alle beleidsmaatregelen begrepen die reeds door het betreffende nationale parlement zijn goedgekeurd of die reeds in voldoende detail door overheden zijn gedefinieerd en het wetgevingsproces waarschijnlijk zullen doorstaan. Voor de meeste landen geldt dat de in de basisprojectie opgenomen maatregelen ontoereikend zijn om aan de eisen van hetzij de corrigerende hetzij de preventieve tak van het Stabiliteits- en Groeipact te voldoen. Het streven om aan deze eisen te voldoen komt in grote lijnen tot uiting in de begrotingsdoelen die in de updates van de stabiliteitsprogramma's voor 2013 door de regeringen zijn geformuleerd, in programmadocumenten van de EU en het IMF en, tot op zekere hoogte, in de recente conceptbegrotingen voor 2014. 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. Dat geldt met name voor 2015, dat voor de meeste landen niet onder de huidige begrotingsronde valt. Het is daarom niet alleen noodzakelijk maar ook waarschijnlijk dat regeringen in 2015, naast de begrotingsmaatregelen uit de basisprojectie, aanvullende begrotingsconsolidatiemaatregelen nemen. De effecten van dergelijke aanvullende consolidatiemaatregelen op de groei van het reële bbp en de HICP-inflatie kunnen met behulp van een begrotingsgevoeligheidsanalyse worden gepeild. Om de risico's rond de basisprojectie te kunnen inschatten, is het daarom van belang een dergelijke gevoeligheidsanalyse uit te voeren.

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

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

Op grond van deze benadering wordt de aanvullende begrotingsconsolidatie voor het eurogebied geraamd op globaal genomen nihil in 2013 en rond 0,2% bbp in 2014. Voor 2015 is een groter bedrag aan aanvullende maatregelen waarschijnlijk (zo'n 0,6% bbp, waarmee de cumulatieve begrotingsconsolidatie eind 2015 op 0,8% bbp zou uitkomen). Met betrekking tot de aard van de begrotingsmaatregelen wordt getracht land- en tijdspecifieke profielen van de meest waarschijnlijke consolidatiemaatregelen in de analyse te verwerken. Uit de geaggregeerde analyse voor het eurogebied blijkt dat de begrotingsmaatregelen tenderen naar de uitgavenkant van de begroting, maar dat er ook sprake is van verhogingen van directe en indirecte belastingen en socialeverzekeringsbijdragen.

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

In onderstaande tabel zijn de resultaten weergegeven van de simulatie die met behulp van het New Area-Wide Model<sup>1</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.



### Geraamde macro-economische effecten van aanvullende begrotingsconsolidatie op de reële bbp-groei en de HICP-inflatie in het eurogebied

Aannames (als percentage van het bbp)	2013	2014	2015
Overheidsbegrotingsdoelen <sup>1)</sup>	-3,1	-2,4	-1,6
Basisbegrotingsprojecties	-3,2	-2,6	-2,4
Aanvullende begrotingsconsolidatiemaatregelen (cumulatief) <sup>2)</sup>	0,0	0,2	0,8
Effecten van aanvullende begrotingsconsolidatie (in procentpunten) <sup>3)</sup>			
Reële bbp-groei	0,0	-0,1	-0,3
HICP-inflatie	0,0	0,0	0,2

<sup>1)</sup> Nominale doelen, zoals vastgelegd in de meest recente programmadocumenten van de EU en het IMF voor de desbetreffende landen; de meest recente aanbevelingen in het kader van de buitensporigtekortprocedure voor de desbetreffende landen; conceptbegrotingen voor 2014 en updates van stabiliteitsprogramma's voor 2013 voor landen die niet aan een buitensporigtekortprocedure onderworpen zijn.

<sup>2)</sup> Gevoeligheidsanalyse gebaseerd op ramingen van medewerkers van het Eurosysteem.

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

In 2013 en 2014 blijven de macro-economische effecten van aanvullende begrotingsconsolidatie beperkt. Voor 2015 wordt het effect op de reële bbp-groei geraamd op ongeveer -0,3 procentpunt en het effect op de HICP-inflatie op ongeveer 0,2 procentpunt. Ten aanzien van de reële bbp-groei blijkt uit de analyse dus enig neerwaarts risico voor de basisprojectie, met name in 2015, aangezien niet alle beoogde begrotingsconsolidatiemaatregelen al in de basisprojectie zijn opgenomen. Tegelijkertijd bestaan er ook opwaartse risico's voor de inflatie, omdat de aanvullende consolidatie wordt geacht deels voort te komen uit hogere indirecte belastingen.

Met nadruk zij gesteld dat deze begrotingsconsolidatieanalyse uitsluitend gericht is op de mogelijke kortetermijneffecten van waarschijnlijke aanvullende consolidatiemaatregelen. Hoewel zelfs goed ontworpen begrotingsconsolidatiemaatregelen op korte termijn vaak negatieve gevolgen hebben voor de reële bbp-groei, is er op langere termijn sprake van positieve effecten op de bedrijvigheid die buiten de door deze analyse bestreken periode vallen.<sup>2</sup>

De resultaten van deze analyse dienen, tot slot, niet te worden uitgelegd alsof er vraagtekens worden geplaatst bij de noodzaak om gedurende de projectieperiode aanvullende begrotingsmaatregelen te nemen. Integendeel, verdere consolidatiemaatregelen zijn nodig om de overheidsfinanciën in het eurogebied weer gezond te maken. Zonder consolidatie bestaat het risico van negatieve effecten op de prijs van overheidsobligaties. Ook het vertrouwen zou negatief beïnvloed kunnen worden, wat het economisch herstel zou belemmeren.

<sup>1</sup> Het New Area-Wide Model wordt beschreven in: Christoffel K., Coenen G. en Warne A., "The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis", Working Paper-reeks, nr. 944, ECB, 2008.

<sup>2</sup> Voor een uitgebreidere analyse van de macro-economische effecten van begrotingsconsolidatie wordt verwezen naar het Kader "De rol van het multiplicatoreffect in de huidige discussie over begrotingsconsolidatie" uit het Maandbericht van december 2012.

### Kader 3

#### PROGNOSES DOOR ANDERE INSTELLINGEN

Diverse instellingen, zowel internationale organisaties als organisaties in de particuliere sector, hebben prognoses voor het eurogebied uitgebracht. Strikt genomen zijn deze prognoses echter niet met elkaar of met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties vergelijkbaar, aangezien zij op verschillende tijdstippen zijn opgesteld. Daarnaast maken zij gebruik van andere (deels niet nader gespecificeerde) methoden om aannames af te leiden betreffende de financiële,

externe en begrotingsvariabelen, waaronder de olieprijs en andere grondstoffenprijzen. Ten slotte verschillen de prognoses in de gehanteerde methodes voor de correctie van de invloed van het aantal werkdagen (zie onderstaande tabel).

Volgens de prognoses van andere instellingen die op dit moment beschikbaar zijn, zal het reële bbp van het eurogebied in 2013 naar verwachting dalen met 0,4%, wat gelijk is aan de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projectie. Volgens de projectie neemt de groei van het reële bbp geleidelijk toe, naar tussen 0,9% en 1,1% in 2014 en tussen 1,3% en 1,7% in 2015, wat vergelijkbaar is met de ontwikkeling zoals die uit de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties voortvloeit.

Wat de inflatie betreft: de prognoses van andere instellingen voospellen voor 2013 een gemiddelde HICP-inflatie op jaarbasis van 1,4% tot 1,5%, hetgeen dicht bij de projecties van de medewerkers van het Eurosysteem ligt. In de andere beschikbare projecties komt de gemiddelde HICP-inflatie uit tussen 1,2% en 1,5% in 2014 en tussen 1,2% en 1,6% in 2015.

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

(procentuele mutaties op jaarbasis)	Publicatie-datum	Bbp-groei			HICP-inflatie		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015
Door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties	december 2013	-0,4 [-0,5 – -0,3]	1,1 [0,4 – 1,8]	1,5 [0,4 – 2,6]	1,4 [1,4 – 1,4]	1,1 [0,6 – 1,6]	1,3 [0,5 – 2,1]
Europese Commissie	november 2013	-0,4	1,1	1,7	1,5	1,5	1,4
OESO	november 2013	-0,4	1,0	1,6	1,4	1,2	1,2
Euro Zone Barometer	november 2013	-0,4	1,1	1,5	1,5	1,4	1,6
Consensus Economics Forecast	november 2013	-0,4	0,9	1,3	1,4	1,3	1,6
Survey of Professional Forecasters	november 2013	-0,4	1,0	1,5	1,4	1,5	1,6
IMF	oktober 2013	-0,4	1,0	1,4	1,5	1,5	1,4

Bronnen: Economische Najaarsprognose van de Europese Commissie 2013, IMF World Economic Outlook (oktober 2013), Economic Outlook van de OESO, november 2013, 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.

© Europese Centrale Bank, 2013

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.