



Door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van september 2016¹

Het economisch herstel in het eurogebied zal naar verwachting doorzetten, al zullen de groeicijfers iets lager uitvallen dan in de projecties van juni 2016 werd voorzien. De projectie voorziet in een matiging van de exportgroei vanuit het eurogebied als gevolg van een aanzienlijke neerwaartse bijstelling van de verwachte buitenlandse vraag, vooral vanwege de veel lagere invoervraag in het Verenigd Koninkrijk na het referendum over het EU-lidmaatschap. "Brexit" heeft tot nu toe echter weinig invloed op de stemmings- en onzekerheidsbarometers in het eurogebied en de vooruitzichten voor het herstel blijven dan ook grotendeels onveranderd. De accommoderende monetairbeleidskoers, de nog altijd relatief lage olieprijs, de zich verbeterende omstandigheden op de arbeidsmarkt en de vooruitgang die is geboekt bij de schuldenafbouw in diverse sectoren zouden de groei van de binnenlandse vraag gedurende de projectieperiode moeten ondersteunen, dit alles tegen een achtergrond van een geleidelijk mondiaal herstel. Op jaarbasis zal het reële bbp in 2016 naar verwachting met 1,7% en in 2017 en 2018 met 1,6% groeien.

De HICP-inflatie, die in 2016 naar verwachting uitkomt op gemiddeld 0,2%, wordt sterk gedrukt door de negatieve bijdrage van de HICP-energie-inflatie als gevolg de eerdere, forse daling van de olieprijs. Met het wegebben van dit effect begin 2017 neemt de HICP-inflatie dat jaar naar verwachting aanzienlijk toe, tot 1,2%. Door het aanhoudende economisch herstel en de vermindering van de economische slapte zal de HICP-inflatie exclusief energie en voedsel gedurende de projectieperiode naar verwachting geleidelijk stijgen, wat ondersteuning zou moeten bieden aan een verdere stijging van de totale HICP-inflatie naar 1,6% in 2018.

¹ De Raad van Bestuur gebruikt de door medewerkers van de ECB opgestelde macro-economische projecties bij de beoordeling van de economische ontwikkelingen en de risico's voor prijsstabiliteit. Informatie over de gebruikte procedures en technieken staat in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, ECB, juli 2016. Deze is te vinden op de website van de ECB. De afsluitdatum voor de technische aannames zoals de olieprijs en wisselkoersen was 11 augustus 2016 (zie Kader 2). De afsluitdatum voor opname van de overige gegevens in deze projecties was 18 augustus 2016, uitgezonderd gegevens over Duitsland en Spanje. Daarvoor zijn de op 24 en 25 augustus gepubliceerde bbp-cijfers opgenomen.

De huidige macro-economische projectie bestrijkt de periode 2016-2018. Projecties voor een dergelijk lange periode zijn onderhevig aan een zeer hoge mate van onzekerheid en bij de interpretatie ervan dient daarmee rekening gehouden te worden. Zie het artikel "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections" in het ECB-Maandbericht van mei 2013.

1 De reële economie

Het herstel van de bedrijvigheid in het eurogebied zet naar verwachting door.

Het bbp van het eurogebied in 2015 is met name naar boven bijgesteld als gevolg van een grote opwaartse bijstelling van het Ierse bbp. Deze hing vooral samen met de herstructurering van grote multinationale ondernemingen, waardoor de omvang van de vaste activa in Ierland sterk is toegenomen. De bijstelling betekent een niveauverandering in de bnp-cijfers, maar is niet het gevolg van sterkere onderliggende economische groei, noch in het eurogebied noch in Ierland zelf. Volgens de laatste raming van Eurostat is de bnp-groei in het tweede kwartaal van 2016 genormaliseerd tot 0,3%. Dat betekent een daling ten opzichte van de 0,5% uit het eerste kwartaal, doordat het gunstige effect van enkele tijdelijke factoren is weggeëbd. Ondanks de uitslag van het referendum in het Verenigd Koninkrijk bleef de stemming onder bedrijven en consumenten in het eurogebied tamelijk robuust en bleven de indicatoren voor de volatiliteit van de financiële markten en de algehele macro-economische onzekerheid gering (zie kader 1). Deze indicatoren duiden op aanhoudende economische groei op korte termijn.

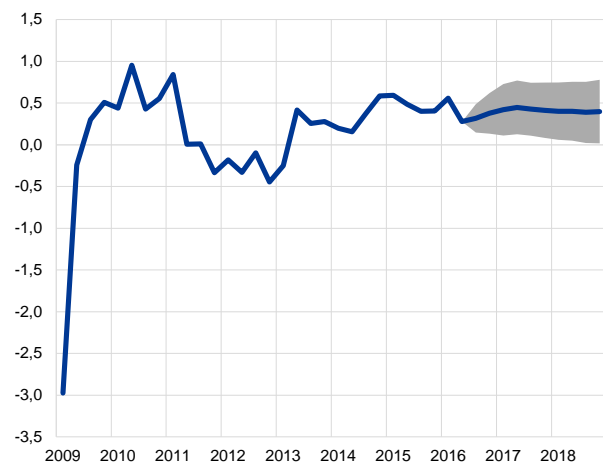
Grafiek 1

Macro-economische projecties¹⁾

(kwartaalgegevens)

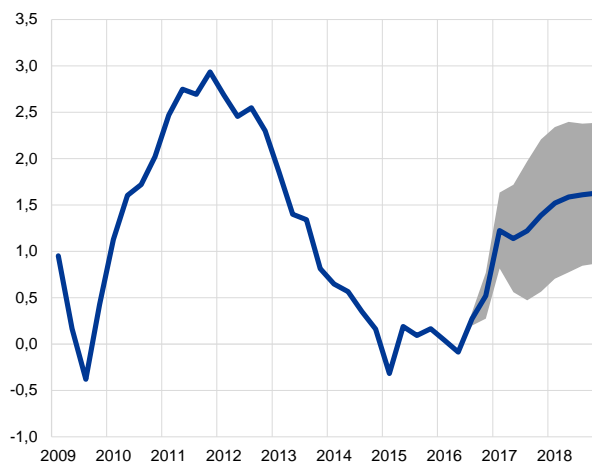
Reëel bbp van het eurogebied²⁾

(procentuele mutatie van kwartaal op kwartaal)



HICP van het eurogebied

(procentuele mutatie van jaar op jaar)



1) De marges rond de projecties zijn gebaseerd op de verschillen tussen de werkelijke uitkomsten en eerdere, gedurende een aantal jaren uitgevoerde projecties. De breedte van de marges is tweemaal de gemiddelde absolute waarde van deze verschillen. Voor de berekening van de marges, waarin een correctie voor uitzonderlijke gebeurtenissen is opgenomen, wordt een methode gebruikt die beschreven is in de in december 2009 door de ECB gepubliceerde *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, beschikbaar op de ECB-website.

2) Cijfers gecorrigeerd voor het aantal werkdagen.

Op jaarbasis zal het reële bbp in 2016 naar verwachting met 1,7% en in 2017 en 2018 met 1,6% groeien.

De veerkrachtige binnenlandse vraag blijft naar verwachting de belangrijkste pijler onder de reële bnp-groei, die vooral wordt ondersteund door de accommoderende monetairbeleidskoers van de ECB en het ondersteunende begrotingsbeleid in 2016. Omdat de wereldeconomie zich naar verwachting geleidelijk zal herstellen, voorzien de projecties een lichte versnelling

van de groei van de uitvoer, die echter achterblijft bij de groei van de invoer, met als gevolg een negatieve bijdrage van het handelssaldo die gedurende de projectieperiode geleidelijk vermindert.

Kader 1

De effecten van de uitslag van het referendum in het Verenigd Koninkrijk over het EU-lidmaatschap op de economische vooruitzichten van het eurogebied

Het besluit van het Verenigd Koninkrijk om uit de Europese Unie te treden zal naar verwachting ongunstig uitwerken op de economie van het eurogebied, vooral via de handelsbetrekkingen, aangezien de vooruitzichten voor de Britse economie aanzienlijk naar beneden zijn bijgesteld. Het huidige basisscenario voor het Verenigd Koninkrijk gaat uit van een langdurige toename van de onzekerheid, die de economische bedrijvigheid drukt. Voor het Britse bbp wordt in de tweede helft van 2016 en in 2017 een aanzienlijke groeivertraging verwacht. Deze groeivertraging in het Verenigd Koninkrijk zal naar verwachting vooral voortkomen uit een duidelijke afname van de investeringen en geringere groei van de particuliere consumptie. Er wordt aangenomen dat de onzekerheid over de uitkomsten van de handelsbesprekingen extra zullen drukken op de variabelen voor de handel, aangezien bedrijven mogelijk zullen aarzelen om nieuwe, langdurige handelsbetrekkingen aan te gaan zolang er nog geen duidelijkheid bestaat over de toekomstige betrekkingen tussen het Verenigd Koninkrijk en de Europese Unie. Daarom, en ook vanwege de lagere wisselkoers van het Britse pond, is op de Britse invoer voor de projectieperiode een aanzienlijke neerwaartse bijstelling ten opzichte van de projecties van juni 2016 toegepast. Ook de groei van de Britse uitvoer is naar beneden bijgesteld, zij het minder, want deze zal naar verwachting deels worden ondersteund door de effectieve waardedaling van het pond. De verwachting is dat de economische bedrijvigheid in het Verenigd Koninkrijk zich dankzij het expansieve monetaire beleid in 2018 weer enigszins zal herstellen.

Er worden negatieve effecten voor de bedrijvigheid in het eurogebied verwacht, vooral door de geringere uitvoer. Rekening houdend met de mondiale overloopeffecten zal de Brexit gedurende de projectieperiode een aanzienlijk neerwaarts effect hebben op de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied, van bij elkaar zo'n 1,3 procentpunt. In hoeverre de geringere buitenlandse vraag ongunstig uitwerkt op de groei van het reële bbp varieert per euroland. Dit hangt af van de verschillen in handelsbetrekkingen met het Verenigd Koninkrijk. Boven op deze handelseffecten brengt de Brexit landspecifieke wisselkoerseffecten met zich mee als gevolg van de sterke waardedaling van het Britse pond ten opzichte van de euro na het Britse referendum. Voor alle eurolanden behalve Ierland geldt echter dat de waardestijging van de euro ten opzichte van het pond meer dan gecompenseerd werd door de effectieve waardedaling van de euro ten opzichte van andere belangrijke valuta's. Bovendien is de lange rente na het referendum aanzienlijk naar beneden bijgesteld, wat een uiting zou kunnen zijn van veranderde verwachtingen over het toekomstig monetair beleid in het eurogebied en wereldwijd. Deze twee factoren verzachten de ongunstige effecten van de Brexit op de groeivooruitzichten van het eurogebied.

In de groeiprojecties voor het eurogebied zijn ook aanvullende, landspecifieke neerwaartse effecten opgenomen. Deze hebben bijvoorbeeld betrekking op negatieve gevolgen voor het vertrouwen in enkele landen die nauwe banden met het Verenigd Koninkrijk onderhouden, maar ook op een verzwakking van het toerisme en ongunstige ontwikkelingen op de vastgoedmarkt in

bepaalde landen. En omdat de neerwaartse bijstelling van de Britse groeivoorzichten het gevolg is van veel lagere investeringen, zullen de handelspartners die het Verenigd Koninkrijk van kapitaalgoederen voorzien, er onevenredig door getroffen worden.

Brexit brengt aanzienlijke neerwaartse risico's voor de projecties voor het eurogebied met zich mee. De onderhandelingen tussen het Verenigd Koninkrijk en de Europese Unie zouden moeilijker kunnen blijken dan verwacht, wat de handelsvoorzichten verder zou drukken. Blijvende onzekerheid kan alsnog aanleiding geven tot verminderd vertrouwen en geringere economische bedrijvigheid gedurende de projectieperiode. Indien de Britse vraag naar woningen in het buitenland daalt, kan dat ook negatieve gevolgen hebben voor de ontwikkeling van de investeringen in woningen in bepaalde economieën in het eurogebied. Daar staat tegenover dat voor sommige eurolanden opwaartse risico's gesignaleerd kunnen worden als gevolg van de verplaatsing van financiële dienstverlening of buitenlandse directe investeringsstromen die voor het Verenigd Koninkrijk waren bedoeld en in plaats daarvan worden geïnvesteerd in het land van herkomst of in andere eurolanden.

De particuliere consumptie zal naar verwachting dit jaar sterk groeien, en daarna veerkrachtig blijven. Het consumentenvertrouwen blijft ruim boven het historisch gemiddelde, wat duidt op aanhoudende groei van de particuliere consumptie in de tweede helft van 2016. De vooruitzichten voor de groei van het nominale besteedbare inkomen blijven positief, nu de werkgelegenheid blijft groeien en de groei van de loonsom per werknemer bovendien licht toeneemt. Andere particuliere inkomenscomponenten zullen waarschijnlijk positief bijdragen aan de groei van het nominaal besteedbaar inkomen, globaal genomen overeenkomstig de winstontwikkeling. De groei van het reëel besteedbaar inkomen zal naar verwachting in 2016 versnellen, maar in 2017 en daarna aan kracht inboeten, vooral als gevolg van de ontwikkeling van de energieprijsinflatie. De groei van de particuliere consumptie zou ondersteuning moeten vinden in gunstiger bankkredietvoorwaarden, die worden geschraagd door de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB. Hoewel de invloed van de lagere rentetarieven op de door particuliere huishoudens ontvangen en betaalde rente ongeveer gelijk is, waardoor de gemiddelde nettorente-inkomsten van huishoudens in het eurogebied vrijwel gelijk zijn gebleven, zorgen ze voor een herverdeling van middelen van nettospaarders naar nettoleners. Aangezien de marginale bereidheid tot consumeren bij de tweede groep doorgaans groter is, zou deze herverdeling van renteontvangsten en -uitgaven de totale consumptie verder moeten ondersteunen. Daarnaast zou de groei van de particuliere consumptie ook moeten profiteren van de geboekte voortgang bij de afbouw van schuldposities. Per saldo zal de groei op jaarbasis van de particuliere consumptie volgens de projectie in 2016 gemiddeld 1,7% bedragen, 1,6% in 2017 en 1,5% in 2018.

Verwacht wordt dat de spaarquote tot medio 2017 zal dalen en daarna onveranderd zal blijven. Naar schatting is de spaarquote in de tweede helft van 2015 licht toegenomen en in de eerste helft van 2016 verder gestegen, deels als gevolg van een geleidelijke doorwerking in de consumptieve bestedingen van met de

olieprijzen verband houdende positieve effecten voor de reële inkomens. Dit opwaartse effect op de spaarquote zal naar verwachting tijdelijk zijn, en het wegebben van dit effect impliceert een daling van de quote tussen eind 2016 en medio 2017. Daarna wordt voorzien dat de spaarquote gedurende het restant van de projectieperiode zal stagneren als gevolg van een aantal tegengestelde factoren. Hoewel een dalende werkloosheid, zich verbeterende kredietcondities en een lage rente in sommige landen op een daling van de spaarquote wijzen, zal de noodzaak tot schuldenafbouw er naar verwachting voor zorgen dat de quote in sommige kwesbare landen zal toenemen.

Kader 2

Technische aannames betreffende de rente, wisselkoersen en grondstoffenprijzen

Vergeleken met de projecties van juni bestaan de wijzigingen in de technische aannames onder meer uit licht lagere in Amerikaanse dollar luidende olieprijsen, een geringe daling van de effectieve wisselkoers van de euro en een aanzienlijk lagere lange marktrente.

Technische aannames

	september 2016				juni 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Driemaands EURIBOR (in % per jaar)	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	-0,3	-0,3	-0,3
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (in % per jaar)	1,2	0,7	0,6	0,8	1,2	0,9	1,1	1,4
Olieprijs (USD/vat)	52,4	42,8	47,4	50,6	52,4	43,4	49,1	51,3
Grondstoffenprijzen m.u.v. energie in USD (procentuele mutatie op jaarbasis)	-19,9	-3,0	5,3	4,2	-19,9	-3,3	4,3	4,6
Wisselkoers USD/EUR	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,13	1,14	1,14
Nominaal-effectieve euro-wisselkoers (EER38) (procentuele mutatie op jaarbasis)	-7,1	3,6	-0,1	0,0	-7,1	4,2	0,2	0,0

De technische aannames met betrekking tot de rente en de grondstoffenprijzen zijn gebaseerd op marktverwachtingen, met als afsluitdatum 11 augustus 2016. De korte rente verwijst naar de driemaands EURIBOR, waarbij de marktverwachtingen worden afgeleid van de rente op de termijnmarkt (futures). Deze methodologie levert een gemiddeld niveau van de korte rente op van -0,3% voor 2016 en -0,4% voor 2017 en 2018. De marktverwachtingen betreffende het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied impliceren een gemiddelde renteniveau van 0,7% in 2016, 0,6% in 2017 en 0,8% in 2018.² In overeenstemming met het beloop

² De aanname voor 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 bbp-jaarcijfers 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 reeksen voor de gehele projectieperiode gelijk is gehouden. Er wordt van uitgegaan dat de spread tussen het rendement op overheidsobligaties van bepaalde landen en het overeenkomstige gemiddelde van het eurogebied gedurende de projectieperiode gelijk blijft.

van de rentes op de termijnmarkten en de geleidelijke doorwerking van marktrentewijzigingen in de bancaire debetrentes zullen de samengestelde bancaire debetrentes voor leningen aan de niet-financiële particuliere sector binnen het eurogebied in 2016 naar verwachting enigszins dalen, in 2017 licht verder afnemen, en in 2018 marginaal stijgen. Wat de grondstoffenprijzen betreft, wordt de prijs per vat Brentolie verondersteld te dalen van USD 52,4 in 2015 tot USD 42,8 in 2016, alvorens te stijgen tot USD 47,4 in 2017 en USD 50,6 in 2018, dat wil zeggen gemiddeld genomen circa USD 1 lager gedurende de projectieperiode dan volgens de projectie van juni. Deze prijsontwikkeling is gebaseerd op het door de futuresmarkt geïmpliceerde beloop, door het gemiddelde te nemen van de twee weken tot en met de afsluitdatum van 11 augustus. Er wordt verondersteld dat de in Amerikaanse dollar luidende prijzen van grondstoffen anders dan energie in 2016 enigszins zullen dalen en in 2017 en 2018 zullen stijgen.³ 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 11 augustus. Dit impliceert een gemiddelde wisselkoers van USD 1,11 per euro gedurende de projectieperiode, vergeleken met USD 1,14 volgens de projectie van juni. Ondanks de sterke waardedaling van het Britse pond ten opzichte van de euro na het referendum in het Verenigd Koninkrijk is de effectieve wisselkoers van de euro (ten opzichte van 38 handelspartners) in 2016 0,5% zwakker en in 2017 en 2018 0,9% lager dan volgens de projectie van juni.

De investeringen in woningen in het eurogebied laten naar verwachting een gematigd herstel zien. De voorziene groeiversnelling van het nominaal besteedbaar inkomen en de zeer lage hypotheekrente zullen naar verwachting steun bieden aan een duurzaam herstel van de investeringen in woningen. Dit blijkt ook uit een groeiend aantal bouwvergunningen en toenemende vraag naar leningen voor woningaankopen tegen de achtergrond van verbeterde bankkredietvoorwaarden. Daarnaast lijken de aanpassingsprocessen op de woningmarkt in een aantal landen ten einde te zijn gekomen en zijn de huizenprijzen weer gaan stijgen. Niettemin drukken de hoge werkloosheid en de hoge schuldniveaus van huishoudens in sommige landen evenals ongunstige demografische ontwikkelingen de toename van de investeringen in woningen.

Het herstel van de bedrijfsinvesteringen zet naar verwachting door. Naar verwachting zal het herstel van de investeringen steun ondervinden van een aantal factoren: het vertrouwensherstel houdt aan dankzij gunstige productieverwachtingen en een omslag in de verkoopprijsverwachtingen; de bezettingsgraad is toegenomen tot boven het langetermijngemiddelde; de financieringscondities en bankkredietvoorwaarden zijn aanzienlijk verbeterd, geschraagd door de bijzondere beleidsmaatregelen van de ECB; de binnenlandse vraag zal naar verwachting veerkrachtig blijven en de externe vraag zal naar verwachting aantrekken; het is noodzakelijk geworden de kapitaalgoederenvoorraad te moderniseren na verscheidene jaren van gematigde investeringen; en de winstopslagen van een

³ De aannames voor de grondstoffenprijzen van olie en voedsel zijn gebaseerd op de futuresprijzen tot en met het einde van de projectieperiode. Voor de overige grondstoffen anders dan voedsel wordt aangenomen dat de prijzen tot het derde kwartaal van 2017 de futures volgen en zich daarna in lijn met de mondiale economische bedrijvigheid ontwikkelen.

reeds goed bij kas zittende niet-financiële bedrijvensector zullen naar verwachting toenemen. Bovendien hebben het sterke herstel van de aandelenkoersen in de afgelopen jaren en de gematigde groei van de schuldfinanciering ervoor gezorgd dat de leverage-ratio (schuld ten opzichte van het balanstotaal) in de sector van de niet-financiële vennootschappen zich dicht bij het historische dieptepunt bevindt. Het herstel van de bedrijfsinvesteringen zal echter nog steeds worden geremd door rigiditeiten op de producten- en arbeidsmarkten en door de verwachting van een zwakkere potentiële productiegroei dan in het verleden.

De uitvoer naar landen buiten het eurogebied wordt in aanzienlijke mate getroffen door een neerwaartse bijstelling van de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied, voornamelijk in verband met zwakkere vooruitzichten voor het Verenigd Koninkrijk. De buitenlandse vraag zal vanaf medio 2016 naar verwachting slechts gematigd groeien. Deze ontwikkeling is in lijn met een herstel van de mondiale bedrijvigheid, waarvan vooral opkomende markteconomieën de katalysator zijn. Niettemin zal het voorziene groeitempo van de buitenlandse vraag ruim beneden het niveau van vóór de crisis blijven. De resulterende ongunstige invloed op de groei van de uitvoer naar landen buiten het eurogebied wordt slechts gedeeltelijk gecompenseerd door het gunstige effect van de lagere wisselkoers van de euro. Al met al wordt verwacht dat de uitvoer naar landen buiten het eurogebied slechts bescheiden zal aantrekken vanaf het tweede kwartaal van 2016. De uitvoermarktaandeelen zullen naar verwachting als gevolg van de lagere wisselkoers van de euro een geringe stijging laten zien en zullen daarna stagneren. De groei van de invoer van buiten het eurogebied zal gedurende de projectieperiode naar verwachting betrekkelijk zwak blijven. De invoer zal naar verwachting groeien overeenkomstig de historische elasticiteit van de invoer ten opzichte van de totale vraag, zij het dat de invoer enigszins sterker zal blijven groeien dan de uitvoer. Daardoor zal het overschot op de lopende rekening in 2018 naar verwachting afnemen tot 3,3%.

Kader 3

Het internationale klimaat

Wereldwijde economische bedrijvigheid wint naar verwachting geleidelijk aan kracht. Met de Brexit is een neerwaarts risico uitgekomen dat op de reeds gematigde wereldwijde vooruitzichten drukt. Hoewel de volatiliteit op de mondiale financiële markten na het Britse referendum kortstondig was, getemperd door onder meer de verwachting van verder accommoderend beleid, zijn de vooruitzichten in het Verenigd Koninkrijk verslechterd, wat de wereldwijde vraag drukt. Bovendien hadden mondiale indicatoren al vóór het referendum in het Verenigd Koninkrijk gewezen op bescheiden wereldwijde groei, ondanks voorzichtige tekenen dat de bedrijvigheid in grote grondstoffen exporterende opkomende markteconomieën het laagste punt heeft bereikt. Het mondiale herstel zal waarschijnlijk zeer geleidelijk blijven plaatsvinden. Accommoderend beleid zou de groeivoorzichten in geavanceerde economieën moeten ondersteunen, terwijl de geleidelijke matiging van de diepe recessie in een aantal grote opkomende markteconomieën, met name Rusland en Brazilië, de mondiale groei zou moeten stimuleren, wat zwaarder zou wegen dan de structurele groeivertraging in China.

De wereldhandel blijft zwak. De conjuncturele tegenwind in opkomende markteconomieën, met name in grondstoffen exporterende landen, waar de investeringen zijn ingestort, hebben de wereldhandel in de afgelopen kwartalen gedrukt. Met het wegebben van deze schokken zou de mondiale invoer in de komende kwartalen een bescheiden herstel moeten laten zien. Voor de middellange termijn geldt dat in de projectie wordt verondersteld dat de elasticiteit van de wereldhandel ten opzichte van de mondiale groei rond 1 zal bedragen, wat aanzienlijk lager is dan het niveau van vóór de crisis. De groei van de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied neemt naar verwachting toe van 1,6% in 2016 tot 2,6% in 2017 en 3,5% in 2018.

Het internationale klimaat

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	september 2016				juni 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Wereld (excl. het eurogebied) – reëel bbp	3,2	3,0	3,5	3,7	3,1	3,1	3,7	3,8
Mondiale (excl. het eurogebied) handel ¹⁾	0,7	0,9	2,8	3,7	0,7	1,8	3,5	4,0
Buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied ²⁾	0,6	1,6	2,6	3,5	0,6	2,0	3,5	4,0

1) Berekend als gewogen gemiddelde van de invoer.

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

Vergeleken met de projecties van juni 2016 zijn de mondiale bedrijvigheid en de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied neerwaarts bijgesteld. De neerwaartse bijstellingen van de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied van 0,4 procentpunt, 0,9 procentpunt en 0,5 procentpunt voor respectievelijk 2016, 2017 en 2018 vloeien voornamelijk voort uit een zwakkere groei van de invoer van het Verenigd Koninkrijk en de mondiale overloopeffecten daarvan.

De negatieve 'output gap' in het eurogebied zal naar verwachting gedurende de projectieperiode gestaag afnemen, dit als gevolg van een slechts gematigde groei van de potentiële productie. Naar schatting zal de potentiële productiegroei gedurende de projectieperiode licht toenemen, maar zal deze ver onder het niveau van circa 1,7% van vóór de crisis blijven. De gematigde groei van de potentiële productie weerspiegelt vooral een tamelijk geringe bijdrage van de factor kapitaal na een langdurige periode van zeer gematigde investeringen. De bijdrage van arbeid zal gedurende de projectieperiode naar verwachting omhoog gaan. Dit houdt verband met een stijging van de arbeidsgeschikte bevolking tegen de achtergrond van de instroom van vluchtelingen en een stijgende arbeidsparticipatie, onder meer dankzij enkele eerdere structurele hervormingen. Als gevolg van de vergrijzing zal de bijdrage van arbeid niettemin wat lager blijven dan het gemiddelde van vóór de crisis. Daar staat tegenover dat de verwachte bijdrage van de totale factorproductiviteit ruwweg overeenkomt met het niveau van vóór de crisis.

De verbetering van de arbeidsmarktomstandigheden in het eurogebied zal in de projectieperiode waarschijnlijk doorzetten. Er wordt voorzien dat de werkgelegenheid gedurende de projectieperiode zal blijven stijgen, zij het in een enigszins lager tempo dan in de afgelopen kwartalen. Voor de korte termijn betreft

deze ontwikkeling vooral een normalisering in verband met het wegebben van een aantal schragende factoren van tijdelijke aard, terwijl deze in de resterende projectieperiode vooral verband houdt met de veronderstelling dat een tekort aan geschoolde arbeidskrachten zich in delen van het eurogebied sterker zal doen voelen. Het werkloosheidscijfer zal naar verwachting dalen, zij het in een lager tempo dan in 2015. Dit houdt verband met de verwachting dat de sterkere groei van de beroepsbevolking – als gevolg van de instroom van vluchtelingen en het effect van degenen die weer zijn aangemoedigd te gaan werken (*encouraged worker effect*) – het effect van de stijgende werkgelegenheid op het werkloosheidscijfer naar verwachting gedeeltelijk teniet zal doen. Door deze ontwikkelingen in de werkgelegenheid zal de arbeidsproductiviteitsgroei aantrekken van 0,4% in 2016 naar 0,9% in 2018, wat een afspiegeling is van het traditionele procyclische patroon.

Vergeleken met de projecties van juni zijn de vooruitzichten voor de reële bbp-groei gedurende de projectieperiode licht neerwaarts bijgesteld. Dit houdt vooral verband met de ongunstige invloed van de neerwaartse bijstelling van de buitenlandse vraag op de uitvoer vanuit het eurogebied, die slechts gedeeltelijk wordt gecompenseerd door de gunstige invloed van de lagere lange rente, de zwakkere effectieve wisselkoers van de euro en enig aanvullend ondersteunend begrotingsbeleid.

2 Prijzen en kosten

Volgens de projectie zal de HICP-inflatie in 2016 op gemiddeld 0,2% uitkomen en in 2017 en 2018 aanmerkelijk stijgen naar respectievelijk 1,2% en 1,6%. Het wegebben van het sterke neerwaartse effect van de eerdere olieprijsdaling zal naar verwachting aan het begin van 2017 leiden tot een aanzienlijke toename van de totale HICP-inflatie, naar 1,2% in het eerste kwartaal van 2017. Op basis van de olieprijsfuturescurve zal de bijdrage van de HICP-energie-inflatie aan de totale HICP-inflatie naar verwachting omslaan van -0,6 procentpunt in 2016 naar circa +0,1 tot 0,2 procentpunt in 2017 en 2018, wat neerkomt op een bijdrage van 0,7 procentpunt aan het herstel van de totale HICP-inflatie tussen 2016 en 2017.

HICP-inflatie exclusief energie en voedsel zal naar verwachting stijgen naarmate de economische slapte langzaam wegebt. Verbeteringen in de arbeidsmarktomstandigheden, zoals blijkt uit de opmerkelijke daling van de werkloosheid, zullen gedurende de projectieperiode naar verwachting een geleidelijk herstel van de loongroei stimuleren. In het licht van het aanhoudend economisch herstel zal de onderliggende inflatie naar verwachting ook steun blijven ondervinden via de versterking van het prijszettingsvermogen van ondernemingen en de hiermee samenhangende stijging van de winstmarges. Het wegebben van de temperende indirecte effecten van de ontwikkelingen in de energieprijzen en de prijzen van grondstoffen met uitzondering van energie zou ook moeten bijdragen aan de verwachte toename van de HICP-inflatie exclusief energie en voedsel. Meer in het algemeen zijn er ook opwaartse effecten te verwachten van de toenemende mondiale prijsdruk, maar het geleidelijk wegebben van de opwaartse druk van de

eerdere waardedaling van de euro zal gedurende de projectieperiode naar verwachting drukken op het herstel van de HICP-inflatie exclusief energie en voedsel. Volgens de projectie zal de HICP-inflatie exclusief energie en voedsel in 2016 op gemiddeld 0,9% uitkomen en in 2017 en 2018 oplopen naar respectievelijk 1,3% en 1,5%.

De externe prijsdruk zal aan inflatieherstel bijdragen, waarbij de invoerprijsinflatie in 2017 naar verwachting weer positief zal zijn, na een langdurige periode van vier jaar waarin het mutatietempo op jaarbasis negatief was. Er wordt voorzien dat de daling van de invoerdeflator in 2016 zal aanhouden, waarna deze zich in 2017 en 2018 zal herstellen. Een belangrijke reden voor de ommekeer in de invoerprijsdruk is de veronderstelde stijging van de grondstoffenprijzen en in het bijzonder van de olieprijsen zoals die uit futurescurves blijken, na scherpe dalingen in eerdere jaren. Sterke opwaartse basiseffecten spelen ook een belangrijke rol bij de ommekeer van het mutatietempo op jaarbasis van de invoerdeflator van 2017 ten opzichte van 2016. Naast deze factoren zou de geleidelijk stijgende mondiale inflatoire druk, zoals deze bijvoorbeeld uit de verwachte stijging van de mondiale consumptieprijsinflatie blijkt, moeten bijdragen aan een stijgende externe prijsdruk in het eurogebied.

De afname van de slapte op de arbeidsmarkt en de stijgende totale HICP-inflatie zullen in 2017 en 2018 naar verwachting steun bieden aan herstel van de loongroei. Ondanks een aanhoudende afname van de slapte op de arbeidsmarkt in de afgelopen jaren is de loongroei tot dusver ruwweg stabiel gebleven. Naast de slapte en de lage inflatie zijn er ook andere factoren die bij het huidige economische herstel waarschijnlijk een aanhoudend neerwaarts effect op de loongroei hebben gehad, zoals de lopende aanpassingsprocessen in verschillende landen om het prijsconcurrentievermogen te herstellen of te handhaven, versterkt door de arbeidsmarkthervormingen die tijdens de crisis zijn doorgevoerd. Daarnaast lijken er nieuwe banen te zijn gecreëerd, met name in sectoren met een lage arbeidsproductiviteit en, daardoor, een laag loonniveau, wat via samenstellingseffecten de totale loongroei remt. Gedurende de projectiehorizon zal het belang van dergelijke temperende effecten op de lonen naar verwachting enigszins afnemen en er wordt voorzien dat de slapte op de arbeidsmarkt verder zal afnemen. Hierdoor zou de groei van de loonsom per werknemer moeten kunnen stijgen van 1,2% in 2016 naar 1,8% in 2017 en 2,2% in 2018.

De winstmarge-indicator zal gedurende de projectieperiode naar verwachting profiteren van het aanhoudende economische herstel. In 2015 werden de winstmarges gestimuleerd door de zwakke ontwikkeling van de arbeidskosten en door de scherpe olieprijsdaling, die niet geheel in de consumptieprijzen doorberekend lijkt te zijn. Aangezien het laatstgenoemde effect in 2016 naar verwachting zal wegebben, wordt er voorzien dat het groeitempo van de winstmarge-indicator zal dalen. Ondanks het drukkende effect van oplopende arbeidskosten zullen bedrijven gedurende de projectieperiode naar verwachting blijven profiteren van de voorziene conjuncturele verbeteringen in de economische

bedrijvigheid, waardoor ze beter in staat zullen zijn hogere prijzen vast te stellen en daardoor hogere winstmarges te realiseren.

Vergeleken met de projecties van juni 2016 zijn de vooruitzichten voor de HICP-inflatie ruwweg onveranderd voor de projectieperiode.

3 Vooruitzichten voor de overheidsfinanciën

In 2016 zal de begrotingskoers naar verwachting expansief zijn, waarna deze in 2017 en 2018 weer neutraal zal worden. De begrotingskoers wordt afgemeten aan de mutatie in het voor de conjunctuur gecorrigeerde primaire saldo na aftrek van overheidssteun aan de financiële sector. In 2016 wordt de expansieve begrotingskoers vooral bepaald door discretionaire begrotingsmaatregelen, terwijl niet-discretionaire factoren een kleinere rol spelen, onder meer in verband met een geringe daling van de niet uit belastingen voortkomende inkomsten.

Gedurende de projectieperiode zullen het tekort op de overheidsbegroting en de schuldquote volgens de projectie een dalende lijn vertonen. In 2016 werd de verslechtering van het voor de conjunctuur gecorrigeerde primaire begrotingssaldo meer dan gecompenseerd door lagere rentebetalingen en de verbetering in de conjuncturele component. Een verdere daling van de rentebetalingen en verbeteringen in zowel de conjuncturele component als het primaire begrotingssaldo zorgen in 2017 en 2018 voor een verdere verlaging van het begrotingstekort. De geleidelijke afname van de overheidsschuld gedurende de projectieperiode wordt vooral ondersteund door het gunstige groei-renteverschil in het licht van het voorziene economisch herstel en de veronderstelde lage rente. Kleine primare overschotten zouden ook een gunstige invloed moeten hebben op de voorziene ontwikkeling van de schuld.

Vergeleken met de in juni gepubliceerde projecties zijn de vooruitzichten voor de overheidsfinanciën globaal ongewijzigd wat betreft de tekortquote en gunstiger wat betreft de schuldquote. De schuldquote zal naar verwachting lager zijn gedurende de projectieperiode. Dit heeft in het bijzonder te maken met de opwaartse bijstelling van het Ierse bbp voor 2015, waardoor de schuldquote van het eurogebied met circa 0,4% van het bbp daalde.

Tabel 1

Macro-economische projecties voor het eurogebied¹⁾

(mutaties in % per jaar)

	september 2016				juni 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Reëel bbp ¹⁾	1,9	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7
		[1,5 - 1,9] ²⁾	[0,7 - 2,5] ²⁾	[0,4 - 2,8] ²⁾		[1,3 - 1,9] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,5 - 2,9] ²⁾
Particuliere consumptie	1,7	1,7	1,6	1,5	1,7	1,9	1,7	1,5
Overheidsconsumptie	1,4	1,7	0,9	1,0	1,3	1,5	0,8	0,9
Bruto-investeringen in vaste activa	2,9	3,1	3,3	3,3	2,7	3,2	3,4	3,3
Uitvoer ³⁾	6,1	2,6	3,7	4,1	5,2	3,2	4,2	4,4
Invoer ³⁾	6,1	3,3	4,4	4,7	6,0	4,7	4,7	4,8
Werkgelegenheid	1,1	1,3	0,8	0,7	1,0	1,1	0,9	0,9
Werkloosheid (in % van de beroepsbevolking)	10,9	10,1	9,9	9,6	10,9	10,2	9,9	9,5
HICP	0,0	0,2	1,2	1,6	0,0	0,2	1,3	1,6
		[0,1 - 0,3] ²⁾	[0,6 - 1,8] ²⁾	[0,8 - 2,4] ²⁾		[0,1 - 0,3] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,7 - 2,5] ²⁾
HICP excl. energie	0,9	0,9	1,2	1,5	0,9	0,9	1,2	1,6
HICP excl. energie en voedsel	0,8	0,9	1,3	1,5	0,8	1,0	1,2	1,5
HICP-inflatie exclusief energie, voedsel en wijzigingen van de indirecte belastingen ⁴⁾	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	0,9	1,2	1,5
Arbeidskosten per eenheid product	0,4	0,8	1,0	1,3	0,8	0,8	1,0	1,3
Loonsom per werknemer	1,3	1,2	1,8	2,2	1,3	1,3	1,8	2,2
Arbeidsproductiviteit	0,9	0,4	0,7	0,9	0,6	0,5	0,8	0,9
Begrotingssaldo overheid (als percentage van het bbp)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,5	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4
Structureel begrotingssaldo (als percentage van het bbp) ⁵⁾	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6
Bruto-overheidsschuld (als percentage van het bbp)	90,3	89,5	88,4	87,0	90,7	90,0	89,0	87,4
Saldo op de lopende rekening (als percentage van het bbp)	3,2	3,5	3,4	3,3	3,2	2,9	2,8	2,8

1) Cijfers gecorrigeerd voor het aantal werkdagen.

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 de in december 2009 door de ECB gepubliceerde *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, beschikbaar op de ECB-website.

3) Inclusief de handel binnen het eurogebied.

4) 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.

5) Berekend als het overheidssaldo na voorbijgaande conjunctuureffecten en tijdelijke overheidsmaatregelen (voor de werkwijze van het ESCB, zie *Working Paper Series*, Nr. 77, ECB, september 2001 en *Working Paper Series*, Nr. 579, ECB, januari 2007). De projectie voor het structurele evenwicht is niet afgeleid van een geaggregeerde maatstaf voor de output gap. Volgens de ESCB-methodologie worden conjuncturele componenten afzonderlijk berekend voor verschillende inkomsten- en uitgavenposten. Zie voor nadere informatie het kader getiteld "Conjuncturele correctie van begrotingssaldi" in het ECB-Maandbericht van maart 2012 en het kader getiteld "Het structurele saldo als indicator van de onderliggende begrotingspositie" in het ECB-Maandbericht van september 2014.

Kader 4

Gevoeligheidsanalyses

De projecties zijn sterk afhankelijk van technische aannames betreffende de ontwikkeling van bepaalde kernvariabelen. Gezien het feit dat enkele van deze variabelen een grote invloed op de projecties voor het eurogebied kunnen hebben, kan het onderzoeken van de gevoeligheid van deze projecties voor een alternatieve ontwikkeling van deze onderliggende aannames van pas komen bij het analyseren van de risico's rond de projecties. In dit kader wordt de onzekerheid rond een aantal belangrijke onderliggende aannames besproken evenals de gevoeligheid van de projecties voor deze variabelen.

1) Een alternatief beloop van de olieprijs

Alternatieve olieprijsmodellen wijzen op een risico van een olieprijsstijging gedurende de projectieperiode die enigszins sneller plaatsvindt dan uit de futures naar voren komt. De technische aannames voor de olieprijsontwikkelingen die ten grondslag liggen aan de basisprojecties voorzien, op basis van de futuresmarkten, een oplopende olieprijs, waarbij de prijs van een vat ruwe Brent-olie vóór eind 2018 stijgt tot USD 51,6. Deze ontwikkeling is in lijn met een gematigd herstel van de mondiale olievraag, een scenario dat verband houdt met het aantrekken van het wereldwijde economische herstel, en met een geringe daling van het olieaanbod. Een combinatie van alternatieve modellen die door medewerkers van de ECB⁴ worden gebruikt om voor de gehele projectieperiode de olieprijs te voorspellen wijst momenteel op een hogere olieprijs in 2017 en 2018 dan in de technische aannames is verondersteld. Dit zou kunnen gebeuren als gevolg van een krachtiger herstel van de mondiale vraag naar olie dankzij een sterker dan verwacht herstel van de wereldwijde bedrijvigheid, en/of een sterkere verlaging van het olieaanbod ten gevolge van lagere investeringen in de oliesector en een daaruit voortvloeiende vermindering van de olieproductiecapaciteit in enkele olieproducerende landen. De realisatie van een alternatief beloop, waarbij de olieprijs in 2018 11% hoger was dan in de basisprojectie, zou de reële bbp-groei licht drukken, en zorgen voor een iets snellere stijging van de HICP-inflatie (met 0,1 procentpunt in 2017 en 0,3 procentpunt in 2018).

2) Een alternatief beloop van de wisselkoers

In deze gevoeligheidsanalyse wordt ter illustratie onderzocht wat de invloed zou zijn van een lager beloop van de wisselkoers van de euro ten opzichte van het basisscenario. De depreciatierisico's voor de wisselkoers van de euro vloeien voornamelijk voort uit het uiteenlopen van de monetairbeleidskoers aan beide zijden van de Atlantische Oceaan. In het bijzonder zouden verdere monetairbeleidsaccommodatie in het eurogebied en een vroegere dan verwachte stijging van de Amerikaanse *federal funds rate* verdere neerwaartse druk kunnen uitoefenen op de euro. Het alternatieve beloop van de wisselkoers van de euro is gebaseerd op het 25ste percentiel van de verdeling die voortkomt uit de door de optie geïmpliceerde risiconeutrale densiteiten voor de USD/EUR-wisselkoers op 11 augustus 2016. Dit beloop impliceert een geleidelijke waardedaling

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

van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar tot een wisselkoers van 1,04 USD/EUR in 2018, wat 6,3% lager is dan de basisaanname voor dat jaar. De overeenkomstige aannames voor de nominaal-effectieve wisselkoers van de euro weerspiegelen historische regelmatigheden, waarbij veranderingen in de USD/EUR-wisselkoers een weerspiegeling vormen van veranderingen in de effectieve wisselkoers met een elasticiteit van circa 50%. Deze aanname resulteert in een geleidelijk neerwaarts afwijken van de effectieve wisselkoers van de euro van de basisprojectie, waardoor deze uitkomt op een niveau van 3,3% onder de basisprojectie voor 2018. In dit scenario wijst het gemiddelde van de uitkomsten van een aantal door medewerkers ontwikkelde macro-economische modellen op een hogere reële bbp-groei (met 0,1-0,2 procentpunt), en een hogere HICP-inflatie (met 0,1-0,2 procentpunt) in 2017 en 2018.

Kader 5

Prognoses door andere instellingen

Diverse instellingen, zowel internationale organisaties als organisaties in de particuliere sector, hebben prognoses voor het eurogebied uitgebracht. Strikt genomen zijn deze prognoses echter niet met elkaar of met de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties vergelijkbaar, aangezien zij op verschillende tijdstippen zijn opgesteld. Daarnaast wordt er gebruikgemaakt 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 wat betreft de gehanteerde methodes voor de correctie van de invloed van het aantal werkdagen (zie de tabel).

Zoals in de tabel aangegeven wordt, laten de momenteel beschikbare prognoses door andere instellingen een bbp-groei en een HICP-inflatie zien die ruim binnen de marges liggen die de door de medewerkers van de ECB opgestelde projecties omringen (in de tabel tussen haken weergegeven).

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

(mutaties in % per jaar)

	Publicatiedatum	Bbp-groei			HICP-inflatie		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Projecties ECB-medewerkers	september 2016	1,7	1,6	1,6	0,2	1,2	1,6
		[1,5-1,9]	[0,7-2,5]	[0,4-2,8]	[0,1-0,3]	[0,6-1,8]	[0,8-2,4]
Europese Commissie	mei 2016	1,6	1,8	-	0,2	1,4	-
OESO	juni 2016	1,6	1,7	-	0,2	1,2	-
Euro Zone Barometer	augustus 2016	1,5	1,3	1,6	0,3	1,3	1,6
Consensus Economics Forecast	augustus 2016	1,5	1,2	1,6	0,2	1,3	1,6
Survey of Professional Forecasters	juli 2016	1,5	1,4	1,6	0,3	1,2	1,5
IMF	juli (bbp)/april (HICP) 2016	1,6	1,4	1,6	0,4	1,1	1,3

Bronnen: European Economic Forecast van de Europese Commissie, voorjaar 2016, mei 2016 (in juli 2016 heeft de Europese Commissie twee scenario's gepubliceerd waarin rekening wordt gehouden met de invloed van de uitkomst van het referendum in het Verenigd Koninkrijk op de economische vooruitzichten voor het eurogebied; in het milde scenario groeide het bbp van het eurogebied met 1,6% in 2016 and 1,5% in 2017, en met 1,5% in 2016 and 1,3% in 2017 in het strenge scenario); IMF World Economic Outlook, update juli 2016 (bbp), IMF World Economic Outlook, april 2016 (HICP); OESO Economic Outlook, juni 2016; Consensus Economics Forecasts, augustus 2016; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, augustus 2016; en de "Survey of Professional Forecasters" van de ECB, juli 2016.

Toelichting: De door medewerkers van het Eurosysteem en de ECB samengestelde macro-economische projecties en de OESO-prognoses hanteren voor

het aantal werkdagen gecorrigeerde groeicijfers op jaarbasis, terwijl bij de Europese Commissie en het IMF de groeicijfers op jaarbasis niet zijn gecorrigeerd voor het aantal werkdagen per jaar. Uit de andere prognoses wordt niet duidelijk of de gegevens al dan niet zijn gecorrigeerd voor het aantal werkdagen.

© Europese Centrale Bank, 2016

Postadres: 60640 Frankfurt am Main, Duitsland

Telefoon: +49 69 1344 0

Website: www.ecb.europa.eu

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