



# Juni 2016

## Door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied<sup>1</sup>

### 1 Vooruitzichten voor het eurogebied: overzicht en voornaamste kenmerken

*Het economisch herstel in het eurogebied zal naar verwachting aanhouden, ondersteund door de accommoderende monetairbeleidskoers van de ECB, lage oliepijzen, verbeterende arbeidsmarktomstandigheden en enige versoepeling van het begrotingsbeleid in 2016. De vooruitgang die in alle sectoren is geboekt bij het afbouwen van schuldbalans zou tevens de groei van de binnenlandse vraag gedurende de projectieperiode moeten ondersteunen. Dankzij het voorziene geleidelijke herstel van de wereldhandel zal tegelijkertijd de vertragende invloed van de zwakke uitvoergroei naar verwachting wegebben. Op jaarbasis zal het reële bbp in 2016 naar verwachting met 1,6% en in 2017 en 2018 met 1,7% groeien. De HICP-inflatie blijft naar verwachting met 0,2% erg laag in 2016, onder sterke druk van de eerdere dalingen van de energieprijzen. Voor 2017 wordt een aanzienlijke stijging van de totale inflatie naar 1,3% voorzien, grotendeels als gevolg van opwaartse basiseffecten in de energiecomponent. Naar verwachting zal de afnemende economische capaciteitsbuffer de inflatie enigszins opdrijven naar 1,6% in 2018.*

**Het herstel wordt gestimuleerd door de binnenlandse vraag, die naar verwachting door een aantal gunstige factoren zal worden ondersteund.** Met name de transmissie van het accommoderende monetaire beleid van de ECB naar de economie houdt aan. Hoewel de particuliere consumptiegroei momenteel iets aan kracht inboet, blijft deze naar verwachting krachtig, vooral in 2016, aangezien

---

<sup>1</sup> De Raad van Bestuur gebruikt de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties bij de beoordeling van de economische ontwikkelingen en de risico's voor prijsstabiliteit. Informatie over de procedures en technieken staat in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, ECB, juni 2001. Deze is te vinden op de website van de ECB. De afsluitdatum voor de technische aannames zoals de olieprijs en wisselkoersen was 10 mei 2016 (zie Kader 1). De afsluitdatum voor opname van de overige gegevens in deze projecties was 18 mei 2016. 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 daarmee dient rekening gehouden te worden bij de interpretatie ervan. Zie het artikel "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections" in het ECB-Maandbericht van mei 2013. Een tabel met de projecties van bepaalde landenvariabelen die ten grondslag liggen aan de projecties van de totalen voor het eurogebied die in dit artikel worden gepresenteerd, zullen na de publicatie van dit artikel op de website van de ECB worden gepubliceerd, nadat de nationale centrale banken de nationale projecties hebben gepubliceerd.

huishoudens, in een omgeving waarin de arbeidsmarktomstandigheden zich verbeteren en waarin sprake is van consumptieve inhaalvraag, waarschijnlijk het grootste deel van de eerdere met de olieprijs samenhangende meevallers zullen uitgeven. Onder meer dankzij acceleratoreffecten zal het verwachte herstel ook bijdragen aan een doorlopend, zij het geleidelijk herstel van de investeringen. De binnenlandse vraag zal ook profiteren van een zekere versoepeling van het begrotingsbeleid op de korte termijn.

**Ongunstige externe factoren temperen de vooruitzichten op de korte termijn, maar zullen naar verwachting op de middellange termijn afnemen.** De buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied zal zich in de eerste helft van 2016 slechts bescheiden blijven herstellen, aangezien deze nog steeds wordt gematigd door de zwakke vraag in opkomende markteconomieën. Deze ongunstige invloed op de groei van de uitvoer naar landen buiten het eurogebied blijft slechts gedeeltelijk gecompenseerd worden door de gunstige vertraagde effecten van de eerdere sterke depreciatie van de euro. Gedurende de projectieperiode zal de mondiale bedrijvigheid buiten het eurogebied naar verwachting geleidelijk aantrekken, hetgeen de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied, en derhalve de uitvoer naar landen buiten het eurogebied, zal ondersteunen.

**De ontwikkeling van de HICP-energieprijzen blijft van essentieel belang ter verklaring van zowel het lage niveau van de totale HICP-inflatie in 2016 als de scherpe stijging die tussen 2016 en 2017 wordt voorzien.** Verwacht wordt dat de sterke negatieve bijdrage van de HICP-energie-inflatie in 2016 zal aanhouden en de totale HICP-inflatie zal matigen. Aanzienlijke opwaartse basiseffecten impliceren een sterke stijging van de HICP-energie-inflatie naar een positief niveau in 2017. Zodra deze opwaartse basiseffecten weggeëbd zijn, zal de HICP-energie-inflatie naar verwachting relatief stabiel blijven gedurende de projectieperiode. De opwaartse druk op de HICP-inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen zal naar verwachting geleidelijk toenemen gedurende de projectieperiode. Verbeteringen in de arbeidsmarktomstandigheden en de verwachte verdere versterking van het economisch herstel zullen naar verwachting de loongroei en winstmarges ondersteunen. Gezien de veronderstelde stijgingen van de prijzen van olie en grondstoffen exclusief energie zouden de indirecte opwaartse effecten van deze stijgingen op de HICP-inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen moeten oplopen en uiteindelijk zwaarder moeten wegen dan de wegebbende neerwaartse effecten van eerdere dalingen van de grondstoffenprijzen. Bovendien wordt verwacht dat de aanhoudende doorwerking van de eerdere depreciatie van de wisselkoers van de euro in heel 2017 voor doorlopende opwaartse effecten zal zorgen.

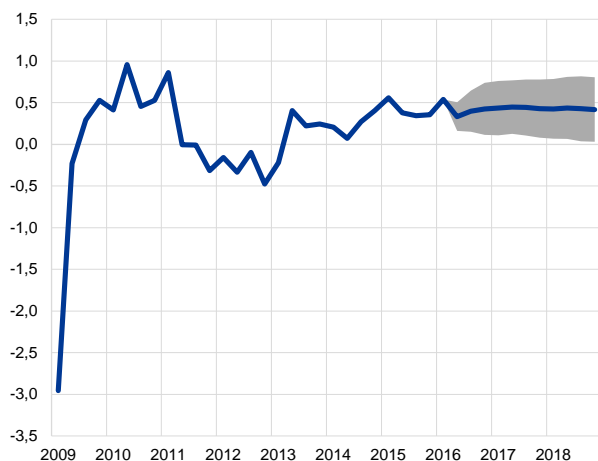
## Grafiek 1

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

(kwartaalgegevens)

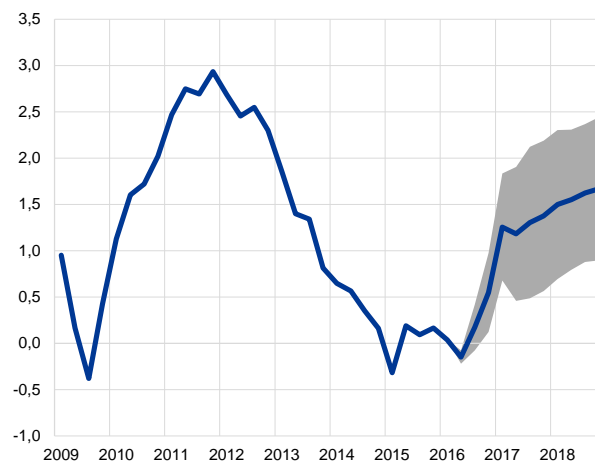
#### Reëel bbp van het eurogebied<sup>2)</sup>

(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.

## 2

### Reële economie

#### Het herstel van de bedrijvigheid in het eurogebied blijft naar verwachting veerkrachtig.

De reële bbp-groei steeg in het eerste kwartaal van 2016 naar 0,5%. Uit recente enquêtegegevens blijkt dat het producentenvertrouwen en het consumentenvertrouwen zich hebben gestabiliseerd op een niveau boven hun trendgemiddelde waarden, hetgeen op aanhoudende economische groei op de korte termijn wijst.

#### De particuliere consumptie zal naar verwachting in 2016 sterk groeien, en daarna veerkrachtig blijven.

De groei van het nominaal besteedbaar inkomen zou gedurende de projectieperiode geleidelijk moeten versnellen, ondersteund door een groei van de werkgelegenheid en een groeiversnelling van de nominale loonsom per werknemer. Het particuliere niet-arbeidsinkomen zal 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 energieprijnsinflatie. Lage financieringskosten, een bescheiden herstel van de kredietgroei en een gematigde stijging van de nettovermogens van huishoudens, alle versterkt door de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB, zouden de particuliere consumptie moeten ondersteunen en zouden slechts ten dele teniet moeten worden gedaan door de ongunstige invloed van lagere nettorente-inkomsten op het besteedbaar

inkomen. Daarnaast zou de groei van de particuliere consumptie ook moeten profiteren van de geboekte voortgang bij de afbouw van schuldposities. Per saldo neemt de groei op jaarbasis van de particuliere consumptie volgens de projectie toe van 1,7% in 2015 naar 1,9% in 2016, waarna het tempo zal afnemen naar 1,7% in 2017 en 1,5% in 2018.

## Kader 1

Technische aannames betreffende de rente, de wisselkoersen en de grondstoffenprijzen

**De belangrijkste veranderingen in de technische aannames ten opzichte van de projecties van maart zijn: aanmerkelijk hogere in Amerikaanse dollar luidende prijzen van olie en grondstoffen exclusief energie, een geringe depreciatie van de effectieve wisselkoers van de euro, en een lagere lange marktrente.**

Technische aannames

	juni 2016				maart 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Driemaands EURIBOR (in % per jaar)	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	-0,2
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (in % per jaar)	1,2	0,9	1,1	1,4	1,2	1,2	1,4	1,7
Olieprijs (USD/vat)	52,4	43,4	49,1	51,3	52,5	34,9	41,2	44,9
Grondstoffenprijzen m.u.v. energie in USD (procentuele mutatie op jaarbasis)	-19,9	-3,3	4,3	4,6	-19,9	-14,8	3,0	4,7
Wisselkoers USD/EUR	1,11	1,13	1,14	1,14	1,11	1,11	1,12	1,12
Nominaal-effectieve euro-wisselkoers (EER38) (procentuele mutatie op jaarbasis)	-7,1	4,2	0,2	0,0	-7,1	4,8	0,2	0,0

**De technische aannames met betrekking tot de rente en de grondstoffenprijzen zijn gebaseerd op marktverwachtingen, met als afsluitdatum 10 mei 2016.** De korte rente verwijst naar de driemaands EURIBOR, waarbij de marktverwachtingen worden afgeleid van futures-tarieven. Deze methodologie levert voor de korte rente een gemiddelde stand op van -0,3% voor 2016, 2017 en 2018. De marktverwachtingen betreffende het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied impliceren een gemiddelde renteniveau van 0,9% in 2016, 1,1% in 2017 en 1,4% in 2018.<sup>2</sup> In overeenstemming met het beloop van de rentes op de termijnmarkten en de geleidelijke doorwerking van wijzigingen in marktrenten in de bancaire debetrentes zullen de samengestelde bancaire debetrentes voor leningen aan de niet-financiële particuliere sector binnen het eurogebied naar verwachting in 2016 enigszins dalen, in 2017 globaal onveranderd blijven, en in 2018 bescheiden stijgen. Wat de grondstoffenprijzen betreft, wordt de

<sup>2</sup> 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.

prijs per vat Brentolie verondersteld te dalen van USD 52,4 in 2015 tot USD 43,4 in 2016, alvorens te stijgen tot USD 49,1 in 2017 en USD 51,3 in 2018, dat wil zeggen rond USD 8 hoger in 2016 en 2017, en rond USD 6 hoger in 2018 dan volgens de projectie van maart. 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 10 mei. De in Amerikaanse dollar luidende prijzen van grondstoffen anders dan energie zullen, zo wordt verondersteld, in 2016 enigszins dalen en in 2017 en 2018 stijgen.<sup>3</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 10 mei. Dit impliceert een gemiddelde wisselkoers van USD 1,13 per euro in 2016, en van USD 1,14 per euro in 2017 en 2018, vergeleken met USD 1,11 in 2016 en USD 1,12 in 2017 en 2018 volgens de projectie van maart. De effectieve wisselkoers van de euro (ten opzichte van 38 handelspartners) wordt verondersteld gedurende de projectieperiode 0,6% zwakker te zijn dan in maart werd aangenomen.

---

**Verwacht wordt dat de spaarquote tot medio 2017 zal dalen en daarna grotendeels onveranderd zal blijven.** Een geleidelijke doorwerking van de met de olieprijs samenhangende positieve effecten voor de reële inkomens zal naar verwachting de spaarquote in 2016 enigszins blijven ondersteunen, maar hieraan komt in 2017 geleidelijk een einde. Daarna wordt voorzien dat de spaarquote gedurende het restant van de projectieperiode zal stagneren als gevolg van tegengestelde factoren. In het algemeen wijzen een dalende werkloosheid, verbeterende kredietcondities en een lage rente op een daling van de spaarquote. Voor sommige landen geldt echter dat de noodzaak schulden af te bouwen naar verwachting dit effect teniet zal doen, resulterend in een stijging van de spaarquote.

**De investeringen in woningen in het eurogebied laten naar verwachting een bescheiden herstel zien.** De voorziene groeiversnelling van het nominaal besteedbaar inkomen en de zeer lage hypotheekrente zullen naar verwachting steun geven aan een duurzaam herstel van de investeringen in woningen. Daarnaast lijken de aanpassingsprocessen op de woningmarkt in veel landen ten einde te zijn gekomen, en hebben de huizenprijzen hun dieptepunt bereikt. Niettemin zullen de hoge werkloosheid en de hoge schuldniveaus van huishoudens in sommige landen evenals ongunstige demografische ontwikkelingen waarschijnlijk verhinderen dat er een sterkere toename van de investeringen in woningen optreedt.

**Het herstel van de bedrijfsinvesteringen houdt naar verwachting aan.** In de projectie wordt voorzien dat een aantal factoren de investeringsuitgaven zal blijven ondersteunen, te weten de zeer accommoderende monetairbeleidskoers, verder versterkt door de recente monetairbeleidsmaatregelen van de ECB; het voorziene aantrekken van zowel de binnenlandse als de externe vraag; de noodzaak om de

---

<sup>3</sup> De aannames voor de grondstoffenprijzen van olie en voedsel zijn gebaseerd op de futuresprijzen tot en met het einde van de projectieperiode. Voor andere grondstoffen wordt aangenomen dat de prijzen tot het tweede kwartaal van 2017 de futures volgen en zich daarna in lijn met de mondiale economische bedrijvigheid ontwikkelen.

kapitaalgoederenvoorraad te moderniseren na diverse jaren van gematigde investeringen; de lage kosten en ruime beschikbaarheid van externe financiering; de begrotingsmaatregelen in sommige landen; en een verbetering van de winstopslagen van een reeds goed bij kas zittende niet-financiële bedrijvensector. Bovendien hebben het sterke herstel van de aandelenkoersen in de afgelopen paar jaar 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 worden getemperd door rigiditeiten op de producten- en arbeidsmarkten, verwachtingen ten aanzien van zwakkere potentiële outputgroei dan eerder werd aangenomen en verhoogde geopolitieke onzekerheid.

**Volgens de projectie zal de uitvoer naar landen buiten het eurogebied toenemen in lijn met de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied.** In lijn met de sterkere mondiale bedrijvigheid zal het groeitempo van de buitenlandse vraag naar verwachting geleidelijk toenemen vanaf de tweede helft van 2016, maar ruim beneden het groeivolume blijven dat vóór de crisis werd opgetekend (zie Kader 2). De marktaandeelen van de uitvoer naar landen buiten het eurogebied zullen naar verwachting globaal onveranderd blijven, nadat ze recent waren gestegen. De invoer vanuit landen buiten het eurogebied zal naar verwachting groeien in overeenstemming met de historische elasticiteit van deze invoer ten opzichte van de totale vraag, zij het dat de invoer sterker blijft groeien dan de uitvoer. Dit zou neerkomen op een negatieve bijdrage van het uitvoersaldo aan de groei in 2016, gevolgd door een neutrale bijdrage in de periode daarna. Het overschot op de lopende rekening daalt naar verwachting licht van 3,2% van het bbp in 2015 naar 2,8% in 2018.

## Kader 2

### Het internationale klimaat

---

**Er wordt verwacht dat de mondiale economische bedrijvigheid in een gematigd tempo geleidelijk aan kracht zal winnen, met als katalysator de vooruitzichten van nog steeds veerkrachtige groei in de meeste ontwikkelde economieën en de progressieve verlichting van de diepe recessie in een aantal grote opkomende markteconomieën.** Gunstige financieringscondities en verbeterende arbeidsmarkten zouden de vooruitzichten voor de ontwikkelde economieën moeten ondersteunen. De geleidelijke groeivertraging van de Chinese economie zal waarschijnlijk de groei in andere opkomende markteconomieën drukken, met name in opkomende economieën van Azië. Hoewel het recente herstel van de grondstoffenprijzen de meer acute druk enigszins verlicht, zullen grondstoffenexporteurs zich aan lage grondstoffenprijzen blijven aanpassen. Bovendien hebben de opkomende markteconomieën, ondanks het recente herstel op de financiële markten, te maken met een klimaat van krappere condities voor externe financiering, die gedeeltelijk met de normalisering van het monetaire beleid in de Verenigde Staten samenhangen. In sommige landen temperen ook de politieke onzekerheid en geopolitieke spanningen momenteel de vraag.

**De wereldhandel (exclusief het eurogebied) is in de tweede helft van 2015 naar positieve groeicijfers teruggekeerd, nadat deze in de eerste helft van vorig jaar uitgesproken zwak was geweest.** Op de korte termijn blijft de mondiale invoer onder invloed staan van de zwakte in sommige opkomende economieën, met name in Brazilië en Rusland. Daarna zal de wereldhandel naar verwachting geleidelijk aan kracht winnen, in overeenstemming met het herstel van de mondiale bedrijvigheid. In de projectie wordt er opnieuw van uitgegaan dat de elasticiteit van de handel ten opzichte van de mondiale groei op de middellange termijn rond 1 zal bedragen, dat wil zeggen aanzienlijk onder het niveau van vóór de crisis. Per saldo neemt de groei van de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied naar verwachting toe van 0,6% in 2015 tot 2,0% in 2016, 3,5% in 2017 en 4,0% in 2018.

**Vergeleken met de projecties van maart zijn de mondiale bedrijvigheid en de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied neerwaarts bijgesteld.**

#### Het internationale klimaat

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	juni 2016				maart 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Wereld (excl. het eurogebied) – reëel bbp	3,1	3,1	3,7	3,8	3,1	3,2	3,8	3,9
Wereld (excl. het eurogebied) – handel <sup>1)</sup>	0,7	1,8	3,5	4,0	0,7	2,2	3,8	4,1
Buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied <sup>2)</sup>	0,6	2,0	3,5	4,0	0,4	2,2	3,8	4,1

1) Berekend als een gewogen gemiddelde van de invoer.

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

**Naar verwachting stijgt het reële bbp in 2016 met 1,6%, en in zowel 2017 als 2018 met 1,7%.**

**De negatieve *output gap* zal, zo wordt verwacht, gedurende de projectieperiode gestaag afnemen, als gevolg van een slechts bescheiden potentiële productiegroei.** Naar schatting neemt de potentiële productiegroei gedurende de projectieperiode licht toe, maar zal deze ver onder het niveau van voor de crisis (rond 1,7%) blijven. Het gematigde tempo van de potentiële productie weerspiegelt vooral een tamelijk geringe bijdrage van de factor kapitaal na een langdurige periode waarin de investeringen bescheiden groeiden. De bijdrage van de factor arbeid zal naar verwachting in de projectieperiode verbeteren, als gevolg van een stijging van de bevolking op arbeidsleeftijd in de context van groeiende arbeidsparticipatie, onder meer als gevolg van enkele structurele hervormingen, en tevens in verband met de aanhoudende immigratie.

**De arbeidsmarktomstandigheden in het eurogebied zouden zich gedurende de projectieperiode moeten blijven verbeteren, in een enigszins hoger tempo dan eerder werd verwacht.** Volgens de projectie houdt de stijging van de werkgelegenheid gedurende de projectieperiode aan. Verwacht wordt dat beroepsbevolking in 2016 en 2017 sterk zal groeien, onder meer als gevolg van de instroom van vluchtelingen en het effect van degenen die weer zijn aangemoedigd te gaan werken (*encouraged worker effect*). De verwachting is dat het

werkloosheidspercentage zal dalen maar op een historisch gezien hoog niveau zal blijven. De ontwikkelingen in de werkgelegenheid betekenen een aantrekkelijke arbeidsproductiviteitsgroei van 0,6% in 2015 naar 0,9% in 2018, in overeenstemming met het traditionele procyclische patroon.

**In vergelijking met de projecties van maart 2016 zijn de vooruitzichten voor de reële bbp-groei in 2016 naar boven bijgesteld.** De opwaartse bijstelling in 2016 hangt gedeeltelijk samen met een positiever overloopeffect in verband met de bijstelling van historische gegevens, evenals sterker dan verwachte groei in het eerste kwartaal van het jaar en met een afname van de onzekerheid in verband met de gedaalde volatiliteit op de financiële markten. De groeivoorzichten voor de wat langere termijn zijn grotendeels onveranderd, hetgeen verhuult dat er sprake was van een neerwaartse invloed van hogere olieprijsen en een zwakkere buitenlandse vraag, die grotendeels werd tenietgedaan door de gunstige invloed van de monetairbeleidsmaatregelen van maart 2016.

### 3 Prijzen en kosten

**De recente ontwikkelingen in de HICP-inflatie zijn bepaald door de lage energieprijzen en de gematigde trends in de HICP-inflatie met uitzondering van energie en voedingsmiddelen.** De HICP-inflatie bedroeg in mei 2016 -0,1%, als uitkomst van -8,1% voor de energiecomponent en van 0,8% voor de HICP exclusief voedingsmiddelen en energie.

**Verwacht wordt dat de externe prijsdruk gedurende de projectieperiode zal stijgen, hetgeen een aanzienlijke bijdrage zal leveren aan de totale HICP-inflatie.** Een aanzienlijk deel van het herstel van de totale HICP-inflatie tussen 2016 en 2017 zou voor rekening moeten komen van de opwaartse met de olieprijs samenhangende basiseffecten in de HICP-energie-inflatie en de veronderstelde verdere stijgingen die in de oliefuturesprijzen liggen besloten. Naar verwachting zal de totale HICP-inflatie opwaartse druk blijven ondervinden van de doorwerking van de eerdere depreciatie van de wisselkoers van de euro vanaf medio 2014. De HICP-inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen zou gedurende de projectieperiode geleidelijk moeten toenemen naarmate de arbeidsmarktomstandigheden zich verbeteren en het economisch herstel aantrekt, ondersteund door de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB.

**De loongroei is gematigd maar zal volgens de projectie enigszins aantrekken naarmate de arbeidsmarktomstandigheden geleidelijk krappere worden.** De loongroei wordt getemperd door een verhoogd werkloosheidsniveau, lage productiviteitsgroei, aanpassingsprocessen in verschillende landen om het concurrentievermogen te herstellen, en hogere loonflexibiliteit als gevolg van tijdens de crisis uitgevoerde structurele arbeidsmarkthervormingen. In dit verband wordt verwacht dat samenstellingseffecten de totale loongroei zullen blijven temperen, aangezien de creatie van nieuwe banen vooral lijkt plaats te vinden in sectoren met een lage arbeidsproductiviteit en, daardoor, een laag loonniveau. Over het geheel



genomen neemt de groei van de loonsom per werknemer naar verwachting toe van gemiddeld 1,3% in 2016 tot 1,8% in 2017 en 2,2% in 2018.

**De winstmarges zouden van het aanhoudende economische herstel moeten profiteren.** De voorziene verdere verbeteringen in de vraag zullen naar verwachting het prijszettingsvermogen van bedrijven, en derhalve hun winstmarges, versterken. De winstmarges hebben recent geprofiteerd van de met de lagere olieprijsen samenhangende meevallers, maar dit effect zal naar verwachting op de korte termijn wegebben overeenkomstig de recente en veronderstelde verdere olieprijsstijgingen waarop de oliefuturescurve wijst. Daarnaast zullen de voorziene stijgingen van de arbeidskosten per eenheid product gedurende de projectieperiode naar verwachting vooral in 2018 een matigend effect hebben op de winstmarges.

**Vergeleken met de projecties van maart zijn de vooruitzichten voor de HICP-inflatie voor 2016 licht opwaarts bijgesteld en voor 2017 en 2018 globaal genomen onveranderd gebleven.** De opwaartse bijstellingen van de HICP-inflatie in verband met de wijzigingen in de olieprijsaannames zijn iets groter dan de neerwaartse bijstellingen van de niet-energiecomponenten van de HICP-inflatie voor 2016. Voor 2017 en 2018 zijn de opwaartse bijstellingen van de energie- en voedingsmiddelencomponenten globaal tenietgedaan door neerwaartse bijstellingen van de HICP-inflatie exclusief voedingsmiddelen en energie.

## 4 Vooruitzichten voor de overheidsbegrotingen

**Het begrotingsbeleid zal naar verwachting een kleine bijdrage aan de vraag in 2016 leveren, gevolgd door een ruwweg neutrale bijdrage in 2017 en 2018.** De begrotingskoers wordt afgemeten aan de mutatie in het voor de conjunctuur gecorrigeerde primaire saldo na aftrek van overheidssteun aan de financiële sector. Het expansieve begrotingsbeleid in 2016 vloeit vooral voort uit de verlagingen van de directe belastingen en de socialeverzekeringpremies in verschillende landen en hogere uitgaven in verband met de instroom van vluchtelingen.

**Gedurende de projectieperiode zal zowel de overheidstekort- als de schuldquote volgens de projectie een dalende lijn vertonen.** De vermindering van de tekortquote in 2016 is het gevolg van dalende rentebetalingen en de verbetering van de conjuncturele component, die gedeeltelijk teniet worden gedaan door een versoepeling van het begrotingsbeleid. In 2017-18 zal het gunstige effect van lagere rentebetalingen waarschijnlijk wordt versterkt door een verbetering van het primaire begrotingssaldo vooral als gevolg van gunstige conjuncturele ontwikkelingen. Gedurende de periode 2016-18 wordt verwacht dat de geleidelijke afname van de overheidsschuldquote vooral zal worden ondersteund door het gunstige groei-renteverschil in het licht van het geprojecteerde economisch herstel en de veronderstelde lage rente. Kleine primaire overschotten zullen waarschijnlijk ook een gunstige invloed hebben op de schuldontwikkeling.

**De begrotingsvooruitzichten zijn gunstiger vergeleken met de in maart gepubliceerde projecties.** Het saldo van de overheidsbegroting is voor de gehele projectieperiode opwaarts bijgesteld in verband met de veronderstelde minder dynamische groei van de overheidsconsumptie, inclusief de beloning van overheidspersoneel, tegen de achtergrond van een globaal onveranderde nominale bbp-groei in 2017-18. De schuldquote zal naar verwachting gedurende de projectieperiode lager zijn. Dit heeft te maken met hogere primaire overschotten en, vooral in 2016, een gunstiger groei-renteverschil in verband met de opwaartse bijstelling van de nominale bbp-groei.

**Tabel 1**

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

(mutaties in % per jaar)

	juni 2016				maart 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Reëel bbp <sup>1)</sup>	1,6	1,6	1,7	1,7	1,5	1,4	1,7	1,8
		[1,3 - 1,9] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,7] <sup>2)</sup>	[0,5 - 2,9] <sup>2)</sup>		[1,0 - 1,8] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,7] <sup>2)</sup>	[0,6 - 3,0] <sup>2)</sup>
Particuliere consumptie	1,7	1,9	1,7	1,5	1,6	1,9	1,8	1,6
Overheidsconsumptie	1,3	1,5	0,8	0,9	1,4	1,5	1,1	1,2
Bruto-investeringen in vaste activa	2,7	3,2	3,4	3,3	2,5	2,7	3,6	3,3
Uitvoer <sup>3)</sup>	5,2	3,2	4,2	4,4	4,8	3,0	4,3	4,6
Invoer <sup>3)</sup>	6,0	4,7	4,7	4,8	5,4	4,6	5,3	5,1
Werkgelegenheid	1,0	1,1	0,9	0,9	1,1	0,9	0,8	0,9
Werkloosheid (in % van de beroepsbevolking)	10,9	10,2	9,9	9,5	10,9	10,4	10,2	9,9
HICP	0,0	0,2	1,3	1,6	0,0	0,1	1,3	1,6
		[0,1 - 0,3] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,0] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,5] <sup>2)</sup>		[-0,2 - 0,4] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,0] <sup>2)</sup>	[0,8 - 2,4] <sup>2)</sup>
HICP excl. energie	0,9	0,9	1,2	1,6	0,9	1,1	1,3	1,5
HICP excl. energie en voedsel	0,8	1,0	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
HICP-inflatie exclusief energie, voedsel en wijzigingen van de indirecte belastingen <sup>4)</sup>	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
Arbeidskosten per eenheid product	0,8	0,8	1,0	1,3	0,9	1,1	0,9	1,2
Loonsom per werknemer	1,3	1,3	1,8	2,2	1,3	1,5	1,9	2,1
Arbeidsproductiviteit	0,6	0,5	0,8	0,9	0,4	0,4	0,9	0,9
Begrotingssaldo overheid (als percentage van het bbp)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0
Structureel begrotingssaldo (als percentage van het bbp) <sup>5)</sup>	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1
Bruto-overheidsschuld (als percentage van het bbp)	90,7	90,0	89,0	87,4	91,1	90,8	90,0	89,2
Saldo op de lopende rekening (als percentage van het bbp)	3,2	2,9	2,8	2,8	3,0	3,0	2,6	2,5

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

## Kader 3

### Gevoeligheidsanalyses

---

**De projecties zijn sterk afhankelijk van technische aannames betreffende de ontwikkeling van bepaalde kernvariabelen.** Gezien het feit dat enkele van deze variabelen een grote invloed kunnen hebben op de projecties voor het eurogebied, kan het onderzoeken van de gevoeligheid van deze projecties voor een alternatieve ontwikkeling van deze onderliggende aannames van pas komen bij het analyseren van de risico's rond de projecties. In dit kader wordt de onzekerheid rond 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 ultimo 2018 stijgt tot USD 52. Deze ontwikkeling komt overeen met een gematigd herstel van de mondiale olievraag, een scenario dat mogelijk 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 het Eurosysteem<sup>4</sup> worden gebruikt om voor de gehele projectieperiode de olieprijs te projecteren 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 10% hoger zou zijn dan in de basisprojectie, zou de reële bbp-groei licht drukken, en zorgen voor een iets snellere stijging van de HICP-inflatie (met rond 0,1 procentpunt in 2017 en 0,2 procentpunt in 2018).

#### 2) Een alternatief beloop van de wisselkoers

**Deze gevoeligheidsanalyse betreft de invloed 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 10 mei 2016. Dit beloop impliceert een geleidelijke depreciatie van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar tot een

---

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

wisselkoers van 1,04 USD/EUR in 2018, hetgeen 8,8% lager is dan de basisaanname voor dat jaar. De overeenkomstige aannames voor de nominale effectieve wisselkoers van de euro weerspiegelen historische regelmatigheid, 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 4,6% 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 0,1-0,3 procentpunt, in 2016, 2017 en 2018.

#### 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 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 de tabel). Zoals in de tabel wordt aangegeven, laten de meeste momenteel beschikbare prognoses door andere instellingen een vergelijkbare of licht lagere reële bbp-groei gedurende de projectieperiode zien, maar zijn hun prognoses voor de inflatie vergelijkbaar of licht hoger. De projecties voor de reële bbp-groei en de HICP-inflatie wijken niet sterk af van de puntprognoses van de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties van juni, en vallen deze ruim binnen de die projecties omringende marges (in de tabel tussen haken weergegeven).

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

(mutaties in % per jaar)

	Publicatiedatum	Bbp-groei			HICP-inflatie		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Projecties Eurosysteem-medewerkers	juni 2016	1,6 [1,3-1,9]	1,7 [0,7-2,7]	1,7 [0,5-2,9]	0,2 [0,1-0,3]	1,3 [0,6-2,0]	1,6 [0,7-2,5]
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	mei 2016	1,6	1,7	1,6	0,3	1,4	1,7
Consensus Economics Forecast	mei 2016	1,6	1,6	1,6	0,2	1,3	1,6
Survey of Professional Forecasters	april 2016	1,5	1,6	1,7	0,3	1,3	1,6
IMF	april 2016	1,5	1,6	1,6	0,4	1,1	1,3

Bronnen: European Economic Forecast van de Europese Commissie, voorjaar 2016; IMF World Economic Outlook, april 2016; OECD Economic Outlook, juni 2016; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; en de ECB's Survey of Professional Forecasters.

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](http://www.ecb.europa.eu)

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