



# Door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van maart 2016<sup>1</sup>

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

*Het economisch herstel in het eurogebied zal naar verwachting aanhouden, zij het minder krachtig dan eerder was voorzien. Het tragere tempo is het gevolg van de afnemende mondiale groei en het aantrekken van de effectieve wisselkoers van de euro. Uitgedrukt in jaargemiddelden zal het reële bbp volgens de projectie groeien met 1,4% in 2016, 1,7% in 2017 en 1,8% in 2018. Na een verdere scherpe daling van de olieprijs is de projectie voor de HICP-inflatie voor 2016 neerwaarts bijgesteld naar 0,1%, met een meer gematigde neerwaartse bijstelling voor 2017, naar 1,3%. De inflatie zal naar verwachting verder stijgen naar 1,6% in 2018.*

**De vooruitzichten voor de reële bbp-groei op de korte termijn zijn verslechterd als gevolg van de recent aangetrokken tegenwind.** Deze tegenwind betreft ongunstige ontwikkelingen in de wereldwijde economische bedrijvigheid, vooral in opkomende markteconomieën, een versterking van de effectieve wisselkoers van de euro en toegenomen onzekerheid zoals blijkt uit de verhoogde volatiliteit op de financiële markten. Als ook de verslechtering van het vertrouwen bij ondernemingen en consumenten in januari en februari in aanmerking wordt genomen, zijn de kortetermijnvoorzichten voor de reële bbp-groei verslechterd sinds de projecties van december.

**Niettemin is de verwachting dat een aantal gunstige factoren verder economisch herstel zullen ondersteunen.** De transmissie van het accommoderende monetairbeleid van de ECB, dat in december 2015 verder werd versterkt door de aangekondigde aanvullende monetairbeleidsmaatregelen, naar de economie houdt aan. De particuliere consumptie zal naar verwachting in 2016 worden ondersteund door de recente verdere scherpe daling van de olieprijs en door de voortzetting van de lopende arbeidsmarktverbeteringen. Het mondiale herstel zou

---

<sup>1</sup> 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 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 15 februari 2016 (zie Kader 2). De afsluitdatum voor opname van de overige gegevens in deze projecties was 25 februari 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.

ook moeten bijdragen aan een geleidelijke toename van de investeringen, onder meer door versnellings-effecten. De binnenlandse vraag zal ook profiteren van enige versoepeling van het begrotingsbeleid, onder meer in verband met de instroom van vluchtelingen.

**Het beloop van de HICP-inflatie gedurende de projectieperiode zal naar verwachting in sterke mate afhankelijk zijn van het profiel van de HICP-energie-inflatie.** Gezien de verdere scherpe daling van de olieprijs in de afgelopen maanden wordt voorzien dat de HICP-energie-inflatie in 2016 in het rood zal belanden. Naar verwachting zal deze in 2017 echter weer positief zijn, als gevolg van de sterke opwaartse basiseffecten en de veronderstelde olieprijsstijgingen die in de curve van de oliefutures liggen besloten. Tegelijkertijd wordt in de komende jaren een geleidelijke stijging van de HICP-inflatie exclusief voedingsmiddelen en energie voorzien naarmate verbeterende arbeidsmarktomstandigheden en een vermindering van de economische overcapaciteit zich in hogere lonen en winstmarges zullen vertalen. Daarnaast wordt verwacht dat de vertraagde effecten van de eerdere sterke depreciatie van de euro en indirecte effecten van de veronderstelde stijgingen van de energie- en niet-energiegrondstoffenprijzen, tezamen met de wegebbende neerwaartse effecten van eerdere dalingen van deze prijzen, het herstel van de HICP-inflatie exclusief voedingsmiddelen en energie zullen ondersteunen.

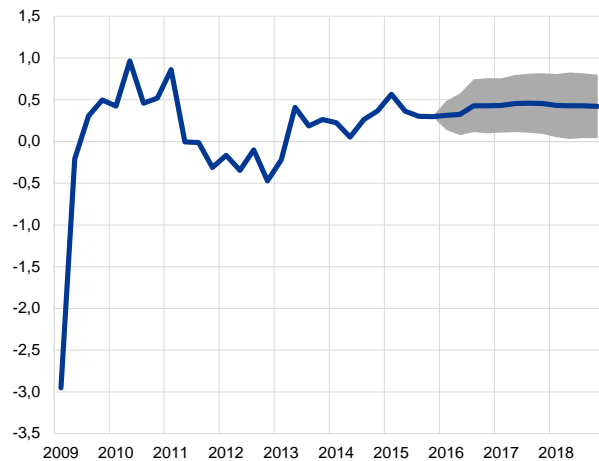
## Grafiek 1

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

(kwartaalgegevens)

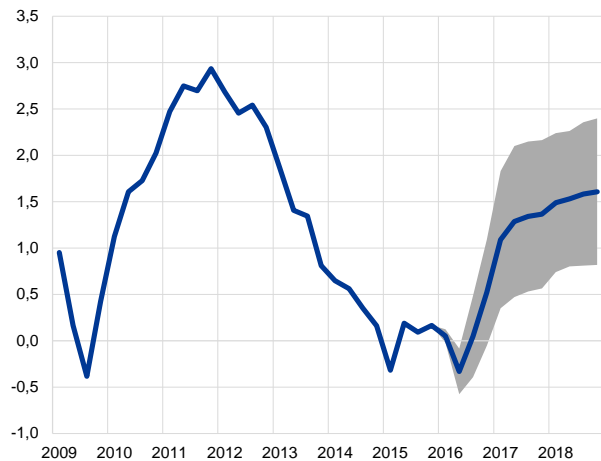
#### Reëel bbp van het eurogebied<sup>2)</sup>

(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.

**Het herstel van de bedrijvigheid in het eurogebied zal naar verwachting aanhouden, zij het minder krachtig dan eerder werd voorzien.**

Het gematigde groeitempo van het reële bbp hield in het laatste kwartaal van 2015 aan, met een groei van 0,3% vergeleken met het voorgaande kwartaal. De recente vertrouwensindicatoren van consumenten en bedrijven daalden maar wijzen nog steeds op een aanhoudende gematigde groei van de bedrijvigheid in de eerste helft van 2016.

**De particuliere consumptie zal volgens de projectie sterk profiteren van de lage olieprijs in 2016.**

Uitgedrukt in Amerikaanse dollar wordt verondersteld dat de olieprijs in 2016 gemiddeld USD 34,9 per vat zal bedragen, 33% onder het veronderstelde niveau in de projectie van december (zie Kader 1). Het nominaal besteedbaar inkomen zou gedurende de projectiehorizon moeten stijgen, dankzij een gestage groei van de werkgelegenheid en de toenemende groei van de nominale loonsom per werknemer, terwijl het overig particulier inkomen daaraan naar verwachting ook positief zal bijdragen. De groei van het reëel besteedbaar inkomen zal naar verwachting in 2017 aan kracht inboeten, in verband met het voorziene herstel van de energieprijzinflatie. Gedurende de gehele projectieperiode zouden de consumptieve bestedingen moeten profiteren van de lage financieringskosten en de gematigd groeiende nettovermogens van huishoudens, die beide worden versterkt door het recente monetairbeleidspakket van de ECB. Per saldo neemt de particuliere consumptie volgens de projectie toe van 1,6% in 2015 naar 1,9% in 2016, waarna het tempo zal afnemen naar 1,8% en 1,6% in respectievelijk 2017 en 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 december zijn: aanmerkelijk lagere in Amerikaanse dollar luidende olieprijsen, een 5%-stijging van de effectieve wisselkoers van de euro en lagere korte en lange marktrentes.**

#### Technische aannames

	Maart 2016				December 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Driemaands EURIBOR (in % per jaar)	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,2	-0,1
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (in % per jaar)	1,2	1,2	1,4	1,7	1,2	1,4	1,7
Olieprijs (USD/vat)	52,5	34,9	41,2	44,9	53,8	52,2	57,5
Grondstoffenprijzen m.u.v. energie in USD (procentuele mutatie op jaarbasis)	-19,9	-14,8	3,0	4,7	-18,7	-5,2	4,1
Wisselkoers USD/EUR	1,11	1,11	1,12	1,12	1,11	1,09	1,09
Nominaal-effectieve euro-wisselkoers (EER38) (procentuele mutatie op jaarbasis)	-7,1	4,8	0,2	0,0	-7,1	0,1	0,0

**De technische aannames met betrekking tot de rente en de grondstoffenprijzen zijn gebaseerd op marktverwachtingen, met een afsluitdatum van 15 februari 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 en 2017, en -0,2% voor 2018. De marktverwachtingen betreffende het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied impliceren een gemiddeld renteniveau van 1,2% in 2016, 1,4% in 2017 en 1,7% in 2018.<sup>2</sup> In lijn met het beloop van de rentes op de termijnmarkten en de geleidelijke doorwerking van wijzigingen in marktrentes 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 licht stijgen. Wat de grondstoffenprijzen betreft, op grond van het prijsbeloop op de futuresmarkt in de twee weken tot en met de afsluitdatum van 15 februari wordt voor Brentolie de prijs per vat verondersteld te dalen van USD 52,5 in 2015 tot USD 34,9 in 2016, alvorens te stijgen tot USD 41,2 in 2017 en USD 44,9 in 2018. De cijfers voor 2016 en 2017 zijn respectievelijk USD 17 en USD 16 lager dan volgens de projectie van december. De in Amerikaanse dollar luidende prijzen van andere grondstoffen dan energie zullen, zo wordt

<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.

verondersteld, in 2016 aanzienlijk dalen en in 2017 en 2018 licht 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 15 februari. Dit impliceert een gemiddelde wisselkoers van USD 1,11 per euro in 2016, en van USD 1,12 in 2017 en 2018, vergeleken met USD 1,09 in de projectie van december. De effectieve wisselkoers van de euro (ten opzichte van 38 handelspartners) wordt verondersteld gedurende de projectieperiode met 5% te stijgen.

---

**De ontwikkeling van de spaarquote van de huishoudens zal naar verwachting vooral worden bepaald door de afvlakking van de consumptie als gevolg van de olieprijsontwikkelingen.** De spaarquote zal naar schatting in 2016 stijgen, als gevolg van een sprongsgewijze doorwerking van de olieprijsgerelateerde positieve effecten voor de reële inkomens in de consumptieve bestedingen. Dit effect zal in 2017 naar verwachting geleidelijk uitwerken. Daarna wordt voorzien dat de spaarquote gedurende het restant van de projectiehorizon zal stagneren. Het globaal vlakke beloop van de spaarquote is een afspiegeling van tegengestelde ontwikkelingen in eurolanden. In sommige landen wordt verwacht dat de nog steeds hoge werkloosheid, hoge brutoschuld niveaus en de invloed van de zeer lage rente op pensioengerelateerde besparingen zullen blijven zorgen voor een opwaartse druk op de besparingen. In andere landen zal naar verwachting een neerwaartse druk op de besparingen overheersen. In de eerste plaats zou een geleidelijk dalende werkloosheid geringere besparingen-uit-voorzorg tot gevolg moeten hebben, hetgeen huishoudens in staat stelt grotere aankopen te doen die wellicht eerder werden uitgesteld. In de tweede plaats ontmoedigt een zeer laag renterendement doorgaans het sparen via een intertemporeel substitutie-effect.

**De investeringen in woningen in het eurogebied winnen naar verwachting aan kracht, zij het vanaf een zeer laag niveau.** Het herstel van de investeringen in woningen zal naar verwachting worden ondersteund door duurzame groei van het reëel besteedbaar inkomen en de zeer lage hypotheekrente. Daarnaast lijken de aanpassingsprocessen op de woningmarkt in diverse landen ten einde te zijn gekomen, en zijn de vooruitzichten voor de huizenprijzen verbeterd. Niettemin zal het hoge schuldniveau van huishoudens in veel landen waarschijnlijk een sterke stijging van de investeringen in woningen verhinderen. In het licht van het naar verwachting bescheiden herstel van de investeringen in woningen zullen deze in 2018 over het geheel genomen waarschijnlijk nog steeds 20% onder hun piek van 2007 liggen.

**De bedrijfsinvesteringen zullen naar verwachting een gematigd herstel doormaken.** Op de korte termijn zullen de vooruitzichten voor 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 de grondstoffen anders dan energie wordt aangenomen dat de prijzen tot het eerste kwartaal van 2017 de futures volgen en dat deze zich daarna in lijn met de mondiale economische bedrijvigheid ontwikkelen.

bedrijfsinvesteringen naar verwachting negatief worden beïnvloed door de recente volatiliteit op de financiële markten en de verzwakkende economische groei in opkomende markteconomieën. Niettemin zou een aantal factoren in de loop der tijd de investeringen moeten bevorderen. De projectie voorziet dat de zeer accommoderende monetairbeleidskoers, versnellingseffecten in de context van een verwachte sterkere vraag, de noodzaak om de kapitaalgoederenvoorraad te moderniseren na diverse jaren van gematigde investeringen, expansieve begrotingsmaatregelen in specifieke landen, en een verbetering van de winstopslagen in de context van een reeds goed bij kas zittende niet-financiële bedrijvensector, de investeringsuitgaven zullen ondersteunen. Bovendien zou gedurende de projectieperiode de algehele druk van schuldenafbouw bij ondernemingen in het eurogebied minder beperkend moeten uitpakken voor de bedrijfsinvesteringen dan in het verleden. De verhouding tussen vreemd en eigen vermogen is daadwerkelijk aanzienlijk afgenomen ten opzichte van het hoogste niveau dat tijdens de financiële crisis werd bereikt, en blijven deze aanzienlijk onder het historisch gemiddelde niveau staan. Het herstel van de bedrijfsinvesteringen zal echter nog worden geremd door resterende financiële knelpunten en een hogeschuldpositie in sommige landen, alsmede door de verwachting van een lagere potentiële productiegroei.

**De uitvoer naar landen buiten het eurogebied zou moeten profiteren van het verwachte herstel van de buitenlandse vraag in het eurogebied (zie Kader 2) en van de vertraagde effecten van de eerdere depreciatie van de euro.** Na de recente verzwakking herstelt de uitvoer naar landen buiten het eurogebied volgens de projectie geleidelijk in 2016 om daarna verder aan te trekken, licht boven het verwachte hersteltempo van de buitenlandse vraag. De uitvoermarktaandeelen zullen naar verwachting gedurende de projectieperiode licht stijgen als gevolg van de vertraagde effecten van eerdere verbeteringen in het concurrentievermogen. Naar verwachting is de groei van de invoer van buiten het eurogebied vooral gebaseerd op de binnenlandse vraag, en blijft deze licht sterker dan de groei van de uitvoer naar landen buiten het eurogebied. Hierdoor daalt het overschot op de lopende rekening naar verwachting van 3,0% van het bbp in 2015 en 2016 naar 2,5% in 2018.

**Naar verwachting stijgt het reële bbp in 2016 met 1,4%, in 2017 met 1,7% en in 2018 met 1,8%.**

## **Kader 2**

### Het internationale klimaat

---

**De ontwikkelingen in zowel ontwikkelde als opkomende markteconomieën bleken zwakker dan eind 2015 werd verwacht, wat bevestigt dat de mondiale groei broos blijft.** Na de groeivertraging van rond de jaarwisseling wordt verwacht dat de mondiale economische bedrijvigheid geleidelijk in een gematigd tempo zal groeien, met als motor de nog steeds veerkrachtige groeivoorzichten in de meeste ontwikkelde economieën en de verwachte progressieve verlichting van de diepe recessies die in bepaalde grote opkomende

markteconomieën worden waargenomen. Gunstige financieringscondities en verbeterende arbeidsmarkten zouden de vooruitzichten voor de ontwikkelde economieën moeten ondersteunen. Bovendien kan het verhoogde niveau van het consumentenvertrouwen in bepaalde belangrijke ontwikkelde economieën op gunstige groeivoorzichten wijzen. De middellangetermijnvoorzichten voor de opkomende markteconomieën blijven daarentegen meer onzeker. Bovenop de trendmatige groeivertraging van de Chinese economie en de negatieve overloopeffecten daarvan voor andere opkomende markteconomieën, met name in Azië, zullen grondstoffenexporteurs hun macro-economische aanpassing moeten voortzetten om zich aan lagere grondstoffenprijzen aan te passen. Bovendien worden deze economieën geconfronteerd met een omgeving van striktere externe financieringscondities, als gevolg van de normalisering van het Amerikaanse monetair beleid, grotere politieke onzekerheid en toegenomen geopolitieke spanningen.

**De wereldhandel stelt de laatste tijd teleur en zal naar verwachting slechts langzaam groeien gedurende de projectiehorizon.** Ten opzichte van het mondiale bbp wordt verwacht dat het profiel voor de mondiale invoer en de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied gedurende de projectieperiode tamelijk zwak zal zijn. De groei van de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied neemt naar verwachting toe van 0,4% in 2015 tot 2,2% in 2016, en tot 3,8% in 2017 en 4,1% in 2018. Dit in vergelijking met een jaarlijkse gemiddelde groei in de orde van 7,7% in de periode 1999-2007.

## Het internationale klimaat

(procentuele mutaties op jaarbasis)

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

1) Berekend als een gewogen gemiddelde van de invoer.

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

**Vergeleken met de in december gepubliceerde projecties is de mondiale bedrijvigheid neerwaarts bijgesteld, vooral voor 2016.** De buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied voor 2016 is ook aanzienlijk neerwaarts bijgesteld.

**Aangezien de werkelijke bbp-groei naar verwachting aanzienlijk hoger zal uitvallen dan het tempo van de potentiële output, zal de 'output gap' gedurende de projectieperiode gestaag kleiner worden, zo wordt verwacht.**

Naar schatting neemt de potentiële productiegroei gedurende de projectieperiode licht toe naar iets meer dan 1%, waarmee deze duidelijk onder het cijfer blijft van vóór de crisis.

**De arbeidsmarktomstandigheden zouden zich moeten blijven verbeteren.**

Volgens de projectie houdt de stijging van de werkgelegenheid gedurende de projectieperiode aan, zij het met een iets lager tempo dan eerder werd verwacht, vooral als gevolg van het meer gematigde economische herstel. Loonmatiging en

eerdere arbeidsmarkthervormingen worden beschouwd als factoren die de groei gedurende de projectieperiode zullen ondersteunen. Naar verwachting groeit de beroepsbevolking sterk gedurende de projectieperiode, als gevolg van de aanhoudende instroom van vluchtelingen en het wegebben van ontmoedigingseffecten. De werkloosheid, die in januari 2016 naar 10,3% afnam, zal naar verwachting verder dalen.

**In vergelijking met de projectie van december zijn de vooruitzichten voor de reële bbp-groei neerwaarts bijgesteld.** Deze bijstelling is een weerslag van de gecombineerde ongunstige invloed van de geringere buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied en van de sterkere wisselkoers van de euro op de groei van de uitvoer, en van de invloed van de toegenomen volatiliteit op de financiële markten en de zwakkere vertrouwensindicatoren op de vooruitzichten voor de korte termijn. Tezamen zijn deze ongunstige effecten groter dan de gunstige invloed van de lagere olieprijs en de recente additionele monetairbeleidsmaatregelen op de binnenlandse vraag.

### 3 Prijzen en kosten

**Volgens de flash raming van Eurostat (gepubliceerd na de afsluitdatum voor opname van de recentste informatie in de projectie) bedroeg de HICP-inflatie -0.2% in februari 2016, 0,3 procentpunt lager dan in november 2015, waarbij alle componenten een daling te zien gaven.** Naar verwachting zal een aanzienlijke negatieve bijdrage van 0,8 procentpunt van de HICP-energie-inflatie, verband houdend met de recente scherpe olieprijsdaling, de totale HICP-inflatie in 2016 aanzienlijk blijven temperen, waarbij wordt verwacht dat de laatstgenoemde inflatie gemiddeld op 0,1% voor het jaar zal uitkomen. De HICP-inflatie exclusief voedingsmiddelen en energie herstelt volgens de projectie enigszins in 2016 naar 1,1% (2015: 0,8%), zij het dat deze gematigd blijft als gevolg van indirecte effecten van de lagere olieprijs, de recente effectieve appreciatie van de euro en de nog steeds bestaande overcapaciteit in de economie.

**De basiseffecten van grondstoffenprijzen verklaren het grootste deel van het verwachte herstel van de HICP-inflatie, naar 1,3% in 2017.** Opwaartse basiseffecten, optredend zodra de scherpe olie- en energieprijsdalingen uit de jaar-op-jaarvergelijkingen verdwijnen, en de veronderstelde verdere stijgingen van grondstoffenprijzen zullen naar verwachting tot hogere externe prijsdruk in 2017 leiden.

**De loongroei is tot dusver gematigd geweest maar zou gedurende de projectiehorizon geleidelijk moeten aantrekken.** Hoewel de hoge werkloosheid en geringe productiviteitsgroei de loongroei tot dusver hebben beperkt, wordt verwacht dat de aanhoudende werkgelegenheidsgroei de slappe op de arbeidsmarkt zal verminderen. Bovendien zou het verwachte inflatieherstel ook loonstijgingen moeten ondersteunen, vooral naar het einde van de projectiehorizon. Het tempo van het



loonherstel zal naar verwachting echter gematigd blijven, hetgeen ook een afspiegeling is van de aanhoudend zwake productiviteitsgroei.

**De winstmarges zouden moeten profiteren van het aanhoudende economisch herstel en de lagere olieprijs.** De verdere verbeteringen van de binnenlandse vraag en de afname van de economische slapte die voor de komende jaren worden voorzien, zullen naar verwachting het prijszettingsvermogen van bedrijven versterken, wat hun winstmarges ten goede zal komen. De winstmarges zullen bovendien naar verwachting blijven profiteren van de meevallers als gevolg van de lagere olieprijs in 2016.

**In lijn met de stijgende binnenlandse prijsdruk zal de HICP-inflatie naar verwachting verder stijgen naar 1,6% in 2018.**

**Vergeleken met de projecties van december zijn de vooruitzichten voor de HICP-inflatie neerwaarts bijgesteld, met name voor 2016.** Het grootste deel van de neerwaartse bijstelling van de inflatie is het gevolg van de aanzienlijk zwakkere externe prijsdruk, gerelateerd aan met name de sterk bij de verwachting achterblijvende olieprijs en een iets sterkere wisselkoers van de euro dan verwacht. Bovendien draagt de bij de eerdere projectie achterblijvende loongroei ook bij aan de neerwaartse bijstelling.

## 4

### Vooruitzichten voor de overheidsbegrotingen

**Het begrotingsbeleid zal naar verwachting in de periode tot en met 2017 expansief zijn, gevolgd door een neutralere koers in 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 de periode tot en met 2017 vloeit vooral voort uit de directebelastingverlagingen in sommige landen en aan de vluchtelingen gerelateerde uitgaven.

**Gedurende de projectiehorizon zal het tekort op de overheidsbegroting zich volgens de projectie stabiliseren rond 2% van het bbp, en gaat de overheidsschuld in verhouding tot het bbp licht dalen.** De gunstige bijdrage van de conjuncturele component en lagere rentebetalingen aan het begrotingssaldo wordt waarschijnlijk, vooral in 2016, tenietgedaan door de versoepeling van het begrotingsbeleid. Gedurende de periode tot en met 2018 wordt verwacht dat de geleidelijke afname van de overheidsschuld vooral zal worden ondersteund door het gunstige groei-renteverschil in het licht van het geprojecteerde economisch herstel en de veronderstelde lage rente. Kleine primare overschotten zouden ook een gunstige invloed moeten hebben op de ontwikkeling van de schuld volgens de projectie.

**Vergeleken met de in december gepubliceerde projecties zijn de begrotingsvooruitzichten licht verslechterd.** Als gevolg van de invloed van een

lager nominaal bbp is het saldo op de overheidsbegroting licht neerwaarts bijgesteld voor 2015, en deze neerwaartse bijstelling zal doorlopen naar 2016-17. De projectie geeft aan dat schuldquote gedurende de projectieperiode hoger zal zijn. Dit heeft te maken met een licht lager primair overschot en, met name in 2015-16, een minder gunstig verschil tussen de groei en de rente, wat veroorzaakt wordt door de neerwaartse bijstelling van de inflatie en de nominale bbp-groei.

**Tabel 1**

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

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	Maart 2016				December 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Reëel bbp <sup>1)</sup>	1,5	1,4	1,7	1,8	1,5	1,7	1,9
		[1,0 - 1,8] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,7] <sup>2)</sup>	[0,6 - 3,0] <sup>2)</sup>	[1,4 - 1,6] <sup>2)</sup>	[1,1 - 2,3] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,9] <sup>2)</sup>
Particuliere consumptie	1,6	1,9	1,8	1,6	1,6	1,9	1,7
Overheidsconsumptie	1,4	1,5	1,1	1,2	1,4	1,2	1,0
Bruto-investeringen in vaste activa	2,5	2,7	3,6	3,3	2,3	2,8	3,8
Uitvoer <sup>3)</sup>	4,8	3,0	4,3	4,6	4,8	4,0	4,8
Invoer <sup>3)</sup>	5,4	4,6	5,3	5,1	5,3	4,8	5,3
Werkgelegenheid	1,1	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
Werkloosheid (in % van de beroepsbevolking)	10,9	10,4	10,2	9,9	11,0	10,5	10,1
HICP	0,0	0,1	1,3	1,6	0,1	1,0	1,6
		[-0,2 - 0,4] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,0] <sup>2)</sup>	[0,8 - 2,4] <sup>2)</sup>	[0,1 - 0,1] <sup>2)</sup>	[0,5 - 1,5] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,3] <sup>2)</sup>
HICP excl. energie	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,3	1,5
HICP excl. energie en voedsel	0,8	1,1	1,3	1,6	0,9	1,3	1,6
HICP-inflatie exclusief energie, voedsel en wijzigingen van de indirecte belastingen <sup>4)</sup>	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,3	1,6
Arbeidskosten per eenheid product	0,9	1,1	0,9	1,2	0,9	0,9	1,2
Loonsom per werknemer	1,3	1,5	1,9	2,1	1,4	1,5	2,1
Arbeidsproductiviteit	0,4	0,4	0,9	0,9	0,5	0,7	0,9
Begrotingssaldo overheid (als percentage van het bbp)	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,8
Structureel begrotingssaldo (als percentage van het bbp) <sup>5)</sup>	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1	-1,7	-1,9	-1,9
Bruto-overheidsschuld (als percentage van het bbp)	91,1	90,8	90,0	89,2	91,1	90,1	88,9
Saldo op de lopende rekening (als percentage van het bbp)	3,0	3,0	2,6	2,5	3,0	2,9	2,7

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. 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

#### Gevoeligheids- en scenarioanalyses

---

**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 alsmede de gevoeligheid van de projecties voor deze variabelen. Daarnaast bevat dit kader ook een scenario inzake de mogelijke invloed van een scherpere, synchroon verlopende groeivertraging van de opkomende markteconomieën op de groei en de inflatie in het eurogebied.

#### 1) Een alternatief beloop van de olieprijs

**Alternatieve olieprijsmodellen laten een stijging van de olieprijs gedurende de projectieperiode zien die iets 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 40%-stijging van de olieprijs vanaf het eerste kwartaal van 2016 tot en met het vierde kwartaal van 2018. Een combinatie van alternatieve modellen die door medewerkers van de ECB<sup>4</sup> worden gebruikt om voor de gehele projectieperiode de olieprijs te projecteren wijzen momenteel op een olieprijs gedurende de projectieperiode die hoger is dan in de technische aannames is verondersteld. Dit zou in overeenstemming zijn met hetzij een krachtiger herstel van de mondiale vraag naar olie op de middellange termijn of met een verlaging van het olieaanbod ten gevolge van lagere investeringen in de oliesector en een daaruit voortvloeiende vermindering van de olieproductiecapaciteit in enkele landen in reactie op de recente daling van de olieprijs. De realisatie van dit alternatieve beloop, waarbij de olieprijs in 2018 11,6% hoger zou zijn dan in de basisprojectie, zou de reële bbp-groei licht drukken, gepaard met een iets snellere stijging van de HICP-inflatie (met rond 0,1-0,2 procentpunt in 2016, 2017 en 2018).

#### 2) Alternatieven voor het beloop van de wisselkoers

**Deze gevoeligheidsanalyse omvat twee alternatieven voor het beloop van de wisselkoers van de euro ten opzichte van het basisscenario.** Het eerste alternatieve beloop 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 15 februari 2016. Dit beloop impliceert een geleidelijke depreciatie van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar tot een wisselkoers van 1,00 USD/EUR in 2018, hetgeen 10,8% lager is dan de basisaanneme voor dat jaar. Het tweede alternatieve beloop is gebaseerd op het 75ste percentiel van dezelfde verdeling en impliceert een geleidelijke appreciatie van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar tot een wisselkoers van 1,24 USD/EUR in 2018, hetgeen 11,2% hoger is dan de basisaanneme voor dat

---

<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.

jaar. De overeenkomstige aannames voor de nominale effectieve wisselkoers van de euro weerspiegelen historische regelmatigheden, waarbij veranderingen in de USD/EUR-wisselkoers een weerspiegeling vormen van veranderingen in de effectieve wisselkoers met een elasticiteit van circa 52%. Bij een waardedaling resulteert deze aanname in een geleidelijk neerwaarts afwijken van de effectieve wisselkoers van de euro ten opzichte van de basisprojectie, waardoor deze uitkomt op een niveau van 5,8% 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 0,1-0,3 procentpunt, en een hogere HICP-inflatie, met 0,1-0,4 procentpunt, in 2016, 2017 en 2018. Bij een waardestijging resulteert deze aanname in een geleidelijk opwaarts afwijken van de effectieve wisselkoers van de euro ten opzichte van de basisprojectie, waardoor deze uitkomt op een niveau van 5,5% boven de basisprojectie voor 2018. In dit scenario wijst het gemiddelde van de uitkomsten van een aantal door medewerkers ontwikkelde macro-economische modellen op een lagere reële bbp-groei, met 0,1-0,3 procentpunt, en een lagere HICP-inflatie, met 0,1-0,4 procentpunt, in 2016, 2017 en 2018.

### **3) Een scenario van een synchroon verlopende groeivertraging van de opkomende markteconomieën**

**De groeiverwachtingen in de opkomende markteconomieën zijn in de afgelopen maanden verslechterd, en de neerwaartse risico's voor de mondiale groeiprojecties hebben zich geïntensiveerd.** Niettemin wordt in het basisscenario van deze projectie een geleidelijk, gematigd herstel van de bedrijvigheid in de opkomende markteconomieën gedurende de projectieperiode verondersteld. Tegen deze achtergrond is een scenario samengesteld om de invloed van een scherpere gelijktijdige groeivertraging van de opkomende markten te analyseren op de reële bbp-groei en de HICP-inflatie van het eurogebied.

**Het scenario veronderstelt dat de groeivertraging voortkomt uit een “harde landing” door het uitkomen van financiële stabiliteitsrisico's en door de schade die de kapitaaluitvoer het consumenten- en ondernemersvertrouwen in China toebrengt.** Het scenario van een “harde landing” in China zou een sterkere afwikkeling van binnenlandse Chinese onevenwichtigheden impliceren, met een groeivertraging van de investeringen en een stijgende werkloosheid tot gevolg. Daarnaast zou in dit scenario de particuliere consumptie in China aanzienlijk vertragen. In de modellen wordt ermee rekening gehouden dat een verslechtering van de financiële condities en zwakkere vooruitzichten in China zich naar andere opkomende economieën zouden verspreiden, wat zou plaatsvinden via het kanaal van de directe handel en via een veronderstelde toename van de mondiale onzekerheid. In dit scenario wordt de mondiale onzekerheid benaderd door een tijdelijke stijging van de VIX<sup>5</sup> met 10 procentpunt, waarbij de stijging gedurende de projectiehorizon wegebt. De aangenomen aandelenkoersdaling in China wordt ook verondersteld in een mondiale aandelenkoersdaling te resulteren. De sterkere groeivertraging in de opkomende markteconomieën wordt benaderd via een lager beloop van de grondstoffenprijzen gedurende de projectieperiode. Tevens wordt verondersteld dat de Chinese autoriteiten de “harde landing” mitigeren door de renminbi te laten depreciëren. Als gevolg van de besmettingseffecten wordt verondersteld dat dit tot

---

<sup>5</sup> De VIX is een maatstaf voor de impliciete volatiliteit van de optiepreizen op de S&P 500 aandelenindex, berekend door de Chicago Board Options Exchange.

een waardedaling van de valuta's van de opkomende markteconomieën zal leiden. Hierdoor stijgt de waarde van de Amerikaanse dollar, de yen en de euro in nominaal-effectieve termen. Op haar beurt heeft de waardestijging van deze drie valuta's een ongunstige invloed op de uitvoersectoren van de Verenigde Staten, Japan en het eurogebied, hetgeen tot verdere neerwaartse inflatedruk leidt in deze regio's, vooral door lagere invoerprijzen.

### Belangrijkste aannames voor het scenario

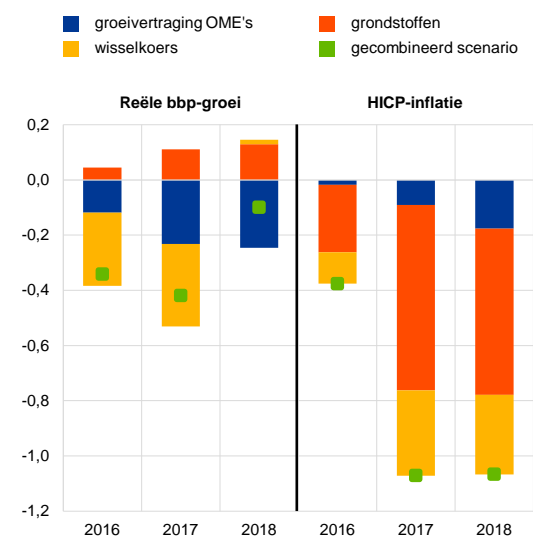
	2016	2017	2018
Chinese binnenlandse vraag	-2,3	-4,7	-3,0
Mondiale aandelenmarkten	-20,0	-20,0	-20,0
Depreciatie van de Chinese valuta en die van OME's ten opzichte van de valuta's van de ontwikkelde economieën	-5,0	-10,0	-10,0
Nominaal-effectieve wisselkoers euro	1,1	2,8	2,8
Olieprijs (USD/vat)	-8,8	-26,0	-37,8

Bron: ECB-medewerkers.

Toelichting: Berekend als afwijking in procenten ten opzichte van het basisoniveau, behalve de Chinese binnenlandse vraag, die wordt berekend als afwijking in procentpunten ten opzichte van het basisoniveau. De Chinese aandelenkoersindex daalt met 40% ten opzichte van het basisoniveau. "OME's" staat voor opkomende markteconomieën.

### Bijdragen aan de reële bbb-groei en de HICP-inflatie in het eurogebied

(procentpuntafwijking ten opzichte van de basisgroei)



Bron: ECB-medewerkers.

Toelichting: De scenario's worden uitgevoerd met diverse modellen. Het monetair beleid wordt als exogene factor beschouwd. "OME's" staat voor opkomende markteconomieën.

### In dit scenario zouden zowel de reële bbb-groei als de HICP-inflatie in het eurogebied lager zijn dan volgens het basisscenario. De resultaten van diverse macro-economische modellen van medewerkers van de ECB wijzen erop dat een groeivertraging van de economische bedrijvigheid in de opkomende markten zou resulteren in een geringere buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied, waardoor de reële bbb-groei en de HICP-inflatie in het eurogebied in zowel 2017 en 2018 zouden worden getemperd. De hiermee verband houdende lagere grondstoffenprijzen (zowel olie als niet-olie) na de groeivertraging in de opkomende markten zouden, via een toename van het reële inkomen van huishoudens en hogere bedrijfswinsten, de bedrijvigheid in het eurogebied stimuleren. Tegelijkertijd zouden lagere grondstoffenprijzen een sterke neerwaartse druk op de HICP-inflatie van het eurogebied uitoefenen. Ten slotte zou de appreciatie van de euro ten opzichte van de renminbi en andere valuta's van opkomende markten de bedrijvigheid en de prijzen in het eurogebied drukken. Kortom, een synchroon verlopende groeivertraging van de opkomende markteconomieën, teweeggebracht door China, zou aanzienlijke neerwaartse risico's inhouden voor de basisprojecties zowel ten aanzien van de reële bbb-groei als de HICP-inflatie in het eurogebied.

renminbi en andere valuta's van opkomende markten de bedrijvigheid en de prijzen in het eurogebied drukken. Kortom, een synchroon verlopende groeivertraging van de opkomende markteconomieën, teweeggebracht door China, zou aanzienlijke neerwaartse risico's inhouden voor de basisprojecties zowel ten aanzien van de reële bbb-groei als de HICP-inflatie in het eurogebied.

## 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 de ECB samengestelde macro-economische projecties vergelijkbaar, aangezien zij zijn opgesteld op verschillende tijdstippen. Daarnaast maken zij gebruik van andere (deels niet nader gespecificeerde) methoden om aannames af te leiden betreffende de financiële, externe en begrotingsvariabelen, waaronder de olieprijs en andere grondstoffenprijzen. 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 hogere bbp-groei en een hogere inflatie voor 2016 zien, maar wijken zij niet sterk af van de puntprognoses van de door medewerkers van de ECB opgestelde macro-economische projecties van maart voor 2017 en 2018 en zijn ze ruim binnen de die projecties omringende marges (in de tabel tussen haken weergegeven).

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

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	Publicatiedatum	Bbp-groei			HICP-inflatie		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Projecties ECB-medewerkers	maart 2016	1,4 [1,0-1,8]	1,7 [0,7-2,7]	1,8 [0,6-3,0]	0,1 [-0,2-0,4]	1,3 [0,6-2,0]	1,6 [0,8-2,4]
Europese Commissie	februari 2016	1,7	1,9	-	0,5	1,5	-
OESO	feb. 2016/nov. 2015	1,4	1,7	-	0,9	1,3	-
Euro Zone Barometer	februari 2016	1,7	1,8	1,6	0,5	1,4	1,7
Consensus Economics Forecast	februari 2016	1,6	1,7	-	0,5	1,5	-
Survey of Professional Forecasters	januari 2016	1,7	1,8	1,7	0,7	1,4	1,6
IMF	jan. 2016/okt. 2015	1,7	1,7	-	1,0	1,3	-

Bronnen: European Economic Forecast van de Europese Commissie, winter 2016; IMF World Economic Outlook Update, januari 2016 (bbp), IMF World Economic Outlook, oktober 2015 (HICP-inflatie); OESO Economic Outlook, Update februari 2016 (bbp), OESO Economic Outlook, november 2015 (HICP-inflatie); Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; en de "Survey of Professional Forecasters" van de ECB.

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