



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM

DOOR MEDEWERKERS VAN HET EUROSYSTEEM SAMENGESTELDE MACRO-ECONOMISCHE PROJECTIES VOOR HET EUROGEBIED JUNI 2015¹

1. VOORUITZICHTEN VOOR HET EUROGEBIED: OVERZICHT EN VOORNAAMSTE KENMERKEN

De projecties van juni bevestigen de vooruitzichten van herstel voor het eurogebied. Volgens een voorlopige raming van Eurostat steeg het reëel bbp met 0,4% in het eerste kwartaal van 2015 en recente enquêtegegevens wijzen op een voortzetting van het conjuncturele herstel. Ietwat verder vooruitblikkend blijven de factoren die ten grondslag liggen aan de verwachting voor een duurzaam economisch herstel overeind.

Externe factoren zullen de vooruitzichten voor de bedrijvigheid ondersteunen. Ondanks een bescheiden herstel blijft (de aanname van) een nog altijd laag niveau van de olieprijs de particuliere consumptie en de bedrijfsinvesteringen tot steun. Bovendien voorziet de projectie tijdens de projectieperiode een gematigde toename van de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied. De buitenlandse vraag wordt voornamelijk gesteund door een sterkere groei in de ontwikkelde economieën, terwijl de vooruitzichten voor de opkomende markten enigszins zijn verzwakt.

Naar verwachting ondersteunen de recente monetairbeleidsmaatregelen van de ECB de totale vraag. De bancaire rentetarieven zijn verder gedaald ten gevolge van het uitgebreide programma voor de aankoop van activa ("asset purchase programme" of APP), de aandelenkoersen zijn aanzienlijk gestegen en de wisselkoers van de euro is aanmerkelijk gedefinieerd. Aldus wordt verwacht dat de totale vraag en in het bijzonder de investeringen in vaste activa en uitvoer zullen profiteren van de accommoderende monetairbeleidskoers. Recente bijzondere monetairbeleidsmaatregelen zullen naar verwachting de totale vraag ook ondersteunen door het kanaal van de herschikking van effectenportefeuilles en door vertrouwenseffecten.

De binnenlandse vraag zou ook moeten profiteren van andere factoren. De begrotingskoers, gemeten als een verandering in het voor de conjunctuur gecorrigeerd primair begrotingssaldo van de overheid, blijft tijdens de projectieperiode naar verwachting overwegend neutraal, in tegenstelling tot de restrictieve koers waarvan tot 2013 sprake was. De kredietaanbodssituatie is verder verbeterd, zoals wordt aangetoond door de resultaten van de laatste enquête inzake bancaire kredieten voor het eurogebied, die een netto versoepeling te zien geven van de leencriteria en kredietvoorwaarden. De schuld van niet-financiële ondernemingen (gemeten in procenten bbp) daalde in 2014 iets verder, waarmee de trend die sinds 2012 is geconstateerd, werd voortgezet. Ook huishoudens blijken enige vooruitgang te hebben geboekt met het terugdringen van hun schuldpositie, met name in landen met een verhoudingsgewijs hoge schuldenlast. Bovendien is het aanpassingsproces op de woningmarkten in veel landen naar verwachting tot staan gekomen, hetgeen tot uiting komt in het bereiken van het dieptepunt van de huizenprijzen.

Er blijven echter structurele beperkingen bestaan. De schuldenlast van de overheidssector bleef verder stijgen, al gebeurde dit in een trager tempo, en blijft in sommige landen naar verwachting op een

¹ 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 opname van de laatste gegevens in deze projecties was 20 mei 2015.

De huidige macro-economische projectie bestrijkt de periode 2015-2017. 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 Maandbericht van mei 2013.

hoog niveau. Hoewel de arbeidsmarktontwikkelingen over het algemeen beter worden, zullen deze in enkele landen overschaduwd blijven door hoge structurele werkloosheid. Daarnaast zullen zorgen om het groeipotentieel op lange termijn en om de trage vooruitgang bij de tenuitvoerlegging van structurele hervormingen, blijvende ruime overcapaciteit en een nog altijd hoog niveau van overheidsschuld in sommige landen neerwaartse druk blijven uitoefenen op de investeringsuitgaven.

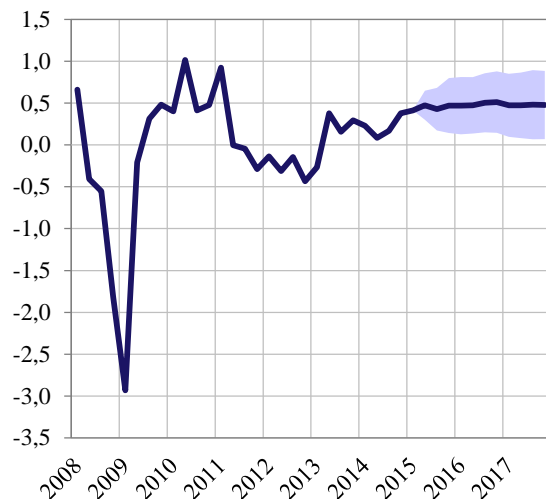
Over het geheel genomen zal de reële bbp-groei volgens de projectie aanzienlijk stijgen, van 0,9% in 2014 naar 1,5% in 2015, 1,9% in 2016 en 2,0% in 2017. Daarentegen wordt het tempo van de potentiële productiegroei gedurende de projectieperiode geraamd op rond 1%, aangezien de bijdragen van arbeid en kapitaal naar verwachting gematigd blijven. De projectie voor de negatieve output gap zal daarom aanzienlijk slinken tegen het einde van de projectieperiode.

Grafiek 1 Macro-economische projecties¹⁾

(kwartaalgegevens)

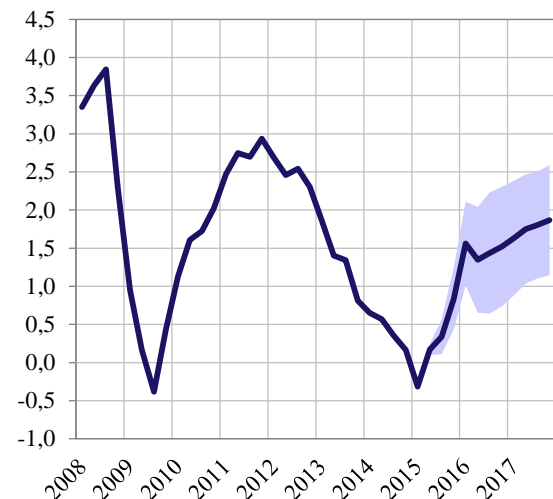
Reëel bbp van het eurogebied²⁾

(procentuele mutaties van kwartaal op kwartaal)



HICP van het eurogebied

(procentuele mutaties van jaar op jaar)



1) De marges rond de projecties zijn gebaseerd op de verschillen tussen de werkelijke uitkomsten en eerdere, over 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 *New procedures for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, in december 2009 door de ECB gepubliceerd en te vinden op de ECB-website.

2) Cijfers gecorrigeerd voor het aantal werkdagen.

Het oordeel over de HICP-inflatie is dat het dieptepunt in januari 2015 is bereikt met in de laatste maanden een lichte stijging. De belangrijkste oorzaak van deze stijging was een afname van de neerwaartse druk van de HICP-inflatie van energie ten gevolge van het aantrekken van de in Amerikaanse dollar luidende olieprijs. Daarnaast werd opwaartse druk uitgeoefend door een krachtiger HICP-inflatie van voedsel, ten gevolge van stijgingen van de grondstoffenprijzen voor voedsel. Het effect van deze opwaartse bewegingen in de grondstoffenprijzen werd versterkt door een depreciatie van de euro. Daarentegen is de HICP-inflatie met uitzondering van energie en voedingsmiddelen de afgelopen maanden gematigd gebleven en heeft nog geen tekenen van een opleving gegeven. Een stijgende prijsdruk voor de HICP-inflatie met uitzondering van energie en voedingsmiddelen is tot dusverre slechts zichtbaar in de eerdere fasen van de productieketen, met name in de invoerprijzen, en heeft nog geen invloed gehad op de binnenlandse producentenprijzen.

Over het geheel genomen zal volgens de projectie de HICP-inflatie in de loop van 2015 verder stijgen en over het hele jaar beschouwd uitkomen op een gemiddelde van 0,3%. Opwaartse basiseffecten, tezamen met de verwachte stijging van de olieprijs die besloten ligt in de termijnmarkten (zie Kader 2) zullen naar verwachting in de loop van het jaar leiden tot een minder negatieve dynamiek in

de HICP-inflatie van energie. De HICP-inflatie met uitzondering van energie en voedingsmiddelen zal naar verwachting in de loop van 2015 geleidelijk krachtiger worden. Naar verwachting zal de afnemende onderbenutting op de arbeidsmarkt en in de economie als geheel worden weerspiegeld door een sterker wordende groei van de lonen en winstmarges. Bovendien zouden de lagere wisselkoers van de euro en de indirecte effecten van de veronderstelde stijgingen van de energie- en grondstoffenprijzen met uitzondering van energie moeten bijdragen aan het herstel van de HICP-inflatie met uitzondering van energie en voedingsmiddelen.

Er wordt van uitgegaan dat de totale inflatie verder stijgt naar 1,5% in 2016 en 1,8% in 2017 als gevolg van een verdere daling in de economische onderbenutting en positieve externe prijsdruk. Deze verwachte stijgingen weerspiegelen op hun beurt de najleffecten van het wisselkoerskanaal en de opwaartse curve van de olie futures. De HICP-inflatie uitgezonderd energie en voedingsmiddelen zal naar verwachting ook verder aantrekken en in 2017 1,7% bereiken.

2. REËLE ECONOMIE

Gedurende de projectieperiode wordt een breed gedragen conjunctureel herstel van de bedrijvigheid in het eurogebied voorzien. In het eerste kwartaal van 2015 hield de dynamiek van de bedrijvigheid die eind vorig jaar te zien was, aan. Enquêtes geven een voortgang van het conjunctureel herstel in medio 2015 aan. De positieve vooruitzichten weerspiegelen met name een verwacht positief effect op de bedrijvigheid door de depreciatie van de euro vanaf medio 2014, door lage rentevoeten, ten dele veroorzaakt door het APP, en door positieve inkomenseffecten als gevolg van lagere energieprijzen.

De particuliere consumptiebestedingen zullen naar verwachting een belangrijke aanjager blijven van het herstel. De kortetermijnvooruitzichten voor de groei van het reëel besteedbaar inkomen blijven gunstig, hoewel de dynamiek daarvan naar verwachting enigszins zal worden getemperd door het effect van de gedeeltelijke omslag in de daling van de energieprijzen. Daarna trekt naar verwachting het looninkomen aan tegen een achtergrond van een gestage werkgelegenheidsgroei en een zich versnellende nominale loonsom per werknemer, en wordt er tevens een toename verwacht van het overige particuliere inkomen naargelang de algehele economie zich herstelt. Lage financieringskosten en versoepelde financieringsvoorwaarden zouden de particuliere consumptie en tot op zekere hoogte stijgende vermogens van huishoudens moeten ondersteunen – hetgeen in 2015 zowel stijgende prijzen van financiële activa en naar verwachting in de periode 2016-2017 een verdere verbetering op de woningmarkten weerspiegelt. Over het algemeen is de projectie voor de groei op jaarbasis van de particuliere consumptie gemiddeld 1,7% gedurende de projectieperiode.

Naar verwachting daalt in de volgende kwartalen de spaarquote licht, na aanvankelijk gestegen te zijn na een aan de olieprijs gerelateerde toename van de reële inkomens. Voor de periode daarna impliceren tegengestelde effecten in diverse landen een grotendeels ongewijzigd niveau van de spaarquote gedurende de rest van de projectieperiode. Aan de ene kant ontmoedigt een zeer laag rendement door spaarrentes doorgaans het sparen via een tussentijds substitutie-effect. Bovendien zou in sommige landen een verdere verbetering van het consumentenvertrouwen in samenhang met een gestaag dalende werkloosheid tot lagere besparingen uit voorzorg kunnen leiden. Daarnaast zouden huishoudens in toenemende mate grotere aankopen kunnen doen die eerder werden uitgesteld, waardoor de spaarquote wordt verlaagd. Aan de andere kant houden in andere landen een nog altijd hoge onzekerheid verband houdend met de staatsschuldencrisis alsmede hoge werkloosheid en een hoog schuldenniveau, naar verwachting enige opwaartse druk op de besparingen in stand.

Na acht jaar van krimp wordt verwacht dat de daling van de investeringen in woningen in het eurogebied in 2015 ten einde komt. De vooruitzichten voor de investeringen in woningen zullen echter slechts geleidelijk verbeteren, aangezien die overschaduw worden door resterende kwetsbaarheden in sommige landen. Niettemin zouden investeringen in woningen mettertijd aan kracht moeten winnen, ondersteund door een duurzame groei van het reëel besteedbaar inkomen, een zeer lage hypotheekrente en versoepelde financieringsvoorwaarden. Dit zou een sterkere groei van de kredietverlening aan

huishoudens tot gevolg moeten hebben. Hoge schuld niveaus van huishoudens in sommige landen en ongunstige demografische effecten in andere landen zullen echter waarschijnlijk een sterkere toename van investeringen in woningen verhinderen.

De bedrijfsinvesteringen zullen geleidelijk aan dynamiek winnen, veroorzaakt door het APP en het conjuncturele herstel. De bedrijfsinvesteringen zullen in de loop van 2015 hun bescheiden herstel voortzetten, nadat die waren belemmerd door een verhoogde onzekerheid vanwege de staatschuldencrisis in het eurogebied, zwakke winstgevendheid, ruime reservecapaciteit en in sommige landen kredietaanbodbeperkingen. Het negatieve effect van deze factoren zal naar verwachting echter afnemen gedurende de projectieperiode. Daarnaast zou gedurende de projectieperiode de algehele druk van schuldenafbouw bij ondernemingen in het eurogebied minder een beperking moeten zijn voor de bedrijfsinvesteringen dan in het verleden. Bovendien wordt verwacht dat de versterking van de binnenlandse en buitenlandse vraag, de noodzaak om de kapitaalvoorraad te moderniseren na diverse jaren van gematigde investeringen, de accommoderende monetairbeleidskoers en de versterking van de winstopslagen, de kapitaaluitgaven zullen ondersteunen. Vergeleken met eerdere conjunctuurcycli zal het herstel van de bedrijfsinvesteringen worden geremd door de resterende onzekerheid, financiële knelpunten en zwakkere vooruitzichten voor de potentiële productiegroei.

De buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied was zwakker dan tot voor kort werd verwacht, hetgeen een groeivertraging in opkomende markten weerspiegelt. Voorzien wordt dat die vraag zich gematigd zal herstellen naarmate de mondiale bedrijvigheid zich herstelt (zie Kader 1). Gedurende de projectieperiode zal de buitenlandse vraag naar verwachting sterker worden maar daarvan zal de dynamiek volgens de projectie aanzienlijk minder zijn dan het tempo van vóór de crisis, hetgeen het gevolg is van een geringere mondiale bedrijvigheid en een lagere elasticiteit van de wereldhandel ten opzichte van de groei. De toename van de buitenlandse vraag in het eurogebied zal enige divergentie tussen landen van het eurogebied maskeren, hetgeen een weerspiegeling vormt van verschillen in sectorale en regionale handelspatronen en van het feit dat sommige landen van het eurogebied negatievere effecten ondervinden dan andere gezien hun risicopositie tegenover Rusland en tegenover de GOS-regio alsmede tegenover olie-exporterende landen.

Kader 1

HET INTERNATIONALE KLIMAAT

De mondiale groei verzwakte begin 2015 naarmate de mondiale economie op een gematigde maar ongelijke herstelkoers bleef, met voortdurend uiteenlopende ontwikkelingen tussen de ontwikkelde en opkomende markteconomieën. Vooruitkijkend zal volgens de projectie de groei van het mondiale reële bbp (exclusief het eurogebied) gedurende de projectieperiode aantrekken en van 3,4% in 2015 stijgen naar iets boven 4% in de periode 2016-2017. Van de factoren die de mondiale groei zouden moeten ondersteunen, zal de daling van de olieprijs gedurende het afgelopen jaar naar verwachting de olie-importerende landen ten gunste komen. Ondanks de verwachting van monetaire verkrapping in de Verenigde Staten zou de accommoderende financiële situatie in de ontwikkelde economieën ook de mondiale vraag moeten ondersteunen. Bovendien is de tegenwind die de groei in diverse ontwikkelde economieën heeft beperkt – schuldenafbouw in de particuliere sector, begrotingsconsolidatie en zwakke arbeidsmarkten – afnemend, waardoor in deze economieën de basis wordt gelegd voor een duurzamer herstel. Daarentegen zijn de vooruitzichten in de opkomende markten verzwakt, hetgeen de groeivertraging van de afgelopen jaren doet voortduren. In sommige opkomende markteconomieën beperken hardnekkige macro-economische onevenwichtigheden in toenemende mate het groeipotentieel. Andere opkomende economieën passen zich aan lagere grondstoffenprijzen en de voorziene normalisering van het monetaire beleid in ontwikkelde economieën aan.

De groei van de mondiale handel is begin 2015 duidelijk vertraagd maar versterkt zich, zo is de verwachting, gedurende de projectieperiode. Volgens de projecties groeit de wereldhandel (exclusief het eurogebied) van 2% in 2015 tot rond 5% in 2016 en 2017. De elasticiteit van de handel ten opzichte van de bedrijvigheid zal echter naar verwachting onder het niveau van vóór de crisis blijven, hetgeen een minder handelsintensieve samenstelling van de mondiale bbp-groei weerspiegelt.

Vergeleken met de prognoses van medewerkers die in maart zijn gepubliceerd, is de mondiale bedrijvigheid voor 2015 naar beneden bijgesteld, hetgeen de zwakkere kortetermijnvooruitzichten weerspiegelt. De buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied is ook naar beneden bijgesteld, met name voor 2015, hetgeen het gevolg is van de verwachting van lagere invoer door sommige belangrijke opkomende economieën, met name Rusland.

Het internationale klimaat

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	Juni 2015				Maart 2015			Herzieningen sinds maart 2015		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Wereld (excl. het eurogebied) – reëel bbp	3,7	3,4	4,1	4,1	3,8	4,2	4,1	-0,4	-0,1	0,0
Mondiale (excl. het eurogebied) handel ¹⁾	2,7	2,0	4,8	5,2	3,9	5,1	5,4	-1,8	-0,3	-0,2
Buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied ²⁾	2,9	2,2	4,6	5,0	3,2	4,7	5,1	-1,0	-0,2	-0,1

N.B.: bijstellingen worden berekend op grond van niet-afgeronde gegevens.

1) Berekend als een gewogen gemiddelde van de invoer.

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

Een geleidelijke stijging van de buitenlandse vraag en de zwakkere wisselkoers van de euro zouden de groei van de uitvoer gedurende de projectieperiode moeten ondersteunen, met een toename in de aandelen van de uitvoermarkt. De groei van de invoer van buiten het eurogebied zal gedurende de projectieperiode naar verwachting geleidelijk versnellen, ten gevolge van het aantrekken van de totale vraag in het eurogebied. Het overschot op de lopende rekening zal naar verwachting enigszins afnemen en in 2017 2,0% bbp bereiken.

De arbeidsmarktomstandigheden in het eurogebied zullen in de projectieperiode naar verwachting verder verbeteren. De werkgelegenheid bleef zich in de loop van 2014 herstellen en won aan kracht in het eerste kwartaal van 2015. Het huidige herstel blijft sterker dan aangegeven door de historische elasticiteit van de werkgelegenheid ten opzichte van de algehele bedrijvigheid, wat waarschijnlijk het gevolg is van het ondersteunende effect van loonmatiging en recente arbeidsmarkthervormingen. De werkgelegenheid, zo wordt geraamd, zal zich gedurende de projectieperiode aanzienlijk blijven herstellen, voornamelijk ten gevolge van het economisch herstel en in sommige landen ondersteund door stimulerende belastingmaatregelen en eerdere arbeidsmarkthervormingen. Het aantal gewerkte uren per werknemer zal naar verwachting enigszins toenemen maar nog altijd ver onder het niveau van vóór de crisis blijven. De beroepsbevolking zal naar verwachting slechts gematigd groeien, getemperd door de ontmoedigingseffecten van een nog altijd hoge werkloosheid in sommige landen en ongunstige demografische factoren in andere.

Kader 2

TECHNISCHE AANNAMES BETREFFENDE DE RENTE, DE WISSELKOERSEN EN DE GRONDSTOFFENPRIJZEN

Vergeleken met de projecties van maart zijn de wijzigingen in de technische aannames onder andere: aanzienlijk hogere in Amerikaanse dollar luidende prijzen van olie, een depreciatie van de van de euro en licht hogere lange rente in het eurogebied.

De technische aannames met betrekking tot de rente en de prijzen van grondstoffen zijn gebaseerd op marktverwachtingen waarvoor de afsluitdatum 12 mei 2015 was. De korte rente verwijst naar de driemaands EURIBOR, waarbij de marktverwachtingen worden afgeleid van de futures-rentetarieven. Deze methodologie levert voor de korte rente een gemiddelde stand op van 0,0% voor 2015 en 2016 en 0,2% voor 2017. De marktverwachtingen betreffende het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied impliceren een gemiddeld niveau van 1,3% in 2015, 1,7% in 2016 en 1,9% in 2017.¹ In lijn met het beloop van de rentetarieven op de termijnmarkten en de geleidelijke

doorwerking van wijzigingen in de marktrentetarieven in de kredietrentetarieven, zal de samengestelde bancaire debetrente voor leningen aan de niet-financiële particuliere sector binnen het eurogebied naar verwachting licht dalen in 2015 en in de loop van 2016 en 2017 gematigd stijgen. Wat de grondstoffenprijzen betreft, op grond van het prijsbeloop op de termijnmarkten in de twee weken tot en met de afsluitdatum van 12 mei wordt voor Brentolie de prijs per vat verondersteld te dalen van USD 98,9 in 2014 tot USD 63,8 in 2015, alvorens te stijgen tot USD 71,0 in 2016 en USD 73,1 in 2017. De in Amerikaanse dollar luidende prijzen van grondstoffen met uitzondering van energie worden in 2015 verondersteld aanzienlijk te dalen en in 2016 en 2017 te stijgen.² De bilaterale wisselkoersen blijven naar verwachting gedurende de projectieperiode onveranderd op de gemiddelde niveaus die in de twee weken tot en met de afsluitdatum van 12 mei te zien waren. Dit impliceert een EUR/USD-wisselkoers van 1,12 gedurende de projectieperiode.

Technische aannames

	Juni 2015				Maart 2015			Herzieningen sinds maart 2015 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Driemaands EURIBOR (in % per jaar)	0,2	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (in % per jaar)	2,0	1,3	1,7	1,9	1,2	1,4	1,6	0,1	0,3	0,3
Olieprijs (USD/vat)	98,9	63,8	71,0	73,1	58,5	66,8	70,7	9,0	6,3	3,4
Grondstoffenprijzen m.u.v. energie in USD (procentuele mutatie op jaarbasis)	-6,2	-13,6	2,9	4,9	-11,0	2,6	4,8	-2,6	0,3	0,0
Wisselkoers USD/EUR	1,33	1,12	1,12	1,12	1,14	1,13	1,13	-1,8	-1,5	-1,5
Nominale effectieve wisselkoers euro (EER19) (procentuele mutatie op jaarbasis)	0,6	-9,5	-0,2	0,0	-7,9	-0,2	0,0	-1,6	0,0	0,0

1) Bijstellingen worden berekend op grond van niet afgeronde gegevens en uitgedrukt in procenten als het niveau betreft, in verschillen als het groeicijfers betreft en in procentpunten als het rentetarieven en obligatierendementen betreft.

- De aanname ten aanzien van de rendementen op overheidsobligaties uit het eurogebied met een looptijd van tien jaar is gebaseerd op het gewogen gemiddelde van het rendement op tienjaars referentieobligaties van de eurolanden. Dit gemiddelde is gewogen voor de jaarlijkse bbp-cijfers en is geëxtrapoleerd met behulp van het termijnbeloop dat is afgeleid van het door de ECB samengestelde tienjaars parirendement voor alle obligaties, waarbij het aanvankelijke verschil tussen de twee reeksen voor de gehele projectieperiode gelijk gehouden is. 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.
- De aannames voor de grondstoffenprijzen van olie en voedsel zijn gebaseerd op de futureskoersen tot en met het einde van de projectieperiode. Voor andere grondstoffen wordt aangenomen dat de prijzen tot het tweede kwartaal van 2016 de futures volgen en zich daarna in lijn met de mondiale economische bedrijvigheid ontwikkelen. De projecties van EU-producentenprijzen (in euro) die gebruikt worden voor een prognose van de consumentenprijzen voor voedsel, zijn gebaseerd op een econometrisch model dat rekening houdt met ontwikkelingen in de internationale grondstoffenprijzen voor voedsel.

De verwachting is dat het werkloosheidspercentage zal dalen maar op een historisch gezien hoog niveau zal blijven. Het aantal werklozen zal gedurende projectieperiode naar verwachting met rond 2,8 miljoen dalen en zijn laagste peil bereiken sinds medio 2009, maar rond 4,5 miljoen boven het dieptepunt vóór de crisis blijven. De daling weerspiegelt het neerwaartse effect van een stijgende werkgelegenheid, die deels wordt gecompenseerd door het opwaartse effect van een groeiende beroepsbevolking, hoewel in mindere mate dan in het verleden. Daardoor zal gedurende de projectiehorizon het werkloosheidspercentage naar verwachting aanmerkelijk dalen en in 2017 op 10,0% uitkomen.

De groeivoorzichten blijven grotendeels onveranderd vergeleken met de vorige projecties. Alleen in 2017 is de reële bbp-groei licht naar beneden bijgesteld ten gevolge van een zwakkere investeringsgroei.

3. PRIJZEN EN KOSTEN

Volgens de projectie zal de HICP-inflatie in 2015 op gemiddeld 0,3% uitkomen maar aantrekken naar 1,5% in 2016 en naar 1,8% in 2017. In de loop van 2015 zal deze naar verwachting stijgen, opgestuwd door de energiecomponent ten gevolge van hogere basiseffecten en de aanname van een stijgende olieprijs waarvan momenteel op de termijnmarkten sprake is, alsmede door de depreciatie van de euro sinds medio 2014, een veronderstelde stijging van de grondstoffenprijzen met uitzondering van energie en stijgende binnenlandse prijsdruk als gevolg van het economisch herstel. In 2016 en 2017 zou de totale inflatie een verdere stijging moeten optekenen naarmate de binnenlandse prijsdruk zich versterkt vanwege een gestage verkleining van de output gap en naarmate een voortzetting van de opwaartse prijsdruk door externe omstandigheden wordt verwacht, met name door de naijleffecten van de depreciatie van de euro.

De ontwikkelingen in de grondstoffenprijzen en wisselkoers zijn belangrijke aanjagers van een stijging van de inflatie. De daling van de energie- en niet-energiegrondstoffenprijzen in het grootste deel van de afgelopen twee jaar alsmede de appreciatie van de euro in de periode voorafgaand aan 2014, hebben een substantiële neerwaartse druk uitgeoefend op de HICP-inflatie en zijn voor een groot deel de oorzaak van de scherpe daling van de inflatie tot de zeer lage niveaus in het recente verleden. Een omslag van neerwaartse naar opwaartse externe prijstendensen zal tot 2017 naar verwachting de opleving van de inflatie versterken. Gedurende de projectieperiode zou opwaartse prijsdruk moeten voortvloeien uit de veronderstelde stijging van zowel de energie- als niet-energiegrondstoffenprijzen, zoals de futurescurves doen vermoeden. De depreciatie van de euro vanaf medio 2014 zal eveneens bijdragen aan een stijgende tendens van de inflatie en gegeven de aanzienlijke naijleffecten van de wisselkoersschommelingen op de inflatie is de verwachting dat de recentere opwaartse externe prijstendensen tot aan het einde van de projectieperiode zullen bijdragen aan de opleving van de inflatie. Het opwaartse effect van de depreciatie van de euro zal naar verwachting lager zijn dan in eerdere periodes werd opgetekend op grond van aanwijzingen in sommige studies van een afname van de doorwerking van de wisselkoers in de inflatie in het eurogebied in de loop der tijd.

De zich verbeterende arbeidsmarktomstandigheden zullen zich naar verwachting vertalen in een versterking van de loongroei. Aanhoudende werkgelegenheidsgroei en een daling van het werkloosheidspercentage zullen volgens de projecties een geleidelijke stijging van het groeicijfer van de loonsom per werknemer ondersteunen, van 1,5% in 2014 naar 2,3% in 2017.

De opleving van de loongroei wordt door een aantal factoren getemperd. Deze omvatten de resterende mate van onderbenutting op de arbeidsmarkt en de voortgaande aanpassingsprocessen in de kostenconcurrentie in sommige landen van het eurogebied. Bovendien is het waarschijnlijk dat structurele arbeidsmarkthervormingen gericht op een ondersteuning van de werkgelegenheidsgroei die in sommige landen van het eurogebied ten tijde van de crisis ten uitvoer zijn gelegd, de opleving van de loongroei tijdens het huidige herstel zullen temperen. Hoewel de kracht van de loonstijgingen naar verwachting gematigd zal zijn, zal ook het neerwaartse effect op de lonen door tweede-ronde-effecten als gevolg van de daling van de olieprijs in het recente verleden beperkt blijven. Dit is een gevolg van het feit dat automatische loonindexeringsstelsels voornamelijk van toepassing zijn bij opwaartse prijsaanpassingen. Daarnaast zijn zulke regelingen in sommige landen waarin deze in werking zijn, tijdelijk opgeschort of beperkt.

De verwachting is dat de groei van de arbeidskosten per eenheid product tijdens het economische herstel slechts gering zal stijgen. De kostendruk van het herstel van de lonen zal naar verwachting deels worden gecompenseerd door de conjuncturele versnelling van de productiviteit tot 2017. Naar verwachting zal de groei van de arbeidskosten per eenheid product naar 1,3% stijgen in 2017.

Tabel 1 Macro-economische projecties voor het eurogebied¹⁾

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	Juni 2015				Maart 2015			Herzieningen sinds maart 2015 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Reëel bbp ³⁾	0,9	1,5	1,9	2,0	1,5	1,9	2,1	0,0	0,0	-0,1
		[1,2 - 1,8] ^{4) 5)}	[0,8 - 3,0] ^{4) 5)}	[0,7 - 3,3] ^{4) 5)}	[1,1 - 1,9] ⁴⁾	[0,8 - 3,0] ⁴⁾	[0,9 - 3,3] ⁴⁾			
Particuliere consumptie	1,0	1,9	1,6	1,6	1,8	1,6	1,6	0,1	0,0	0,0
Overheidsconsumptie	0,7	0,7	0,7	0,8	1,0	0,6	0,8	-0,3	0,2	0,0
Bruto-investeringen in vaste activa	1,2	1,9	3,5	3,9	1,7	4,1	4,6	0,1	-0,6	-0,7
Uitvoer ⁶⁾	3,8	4,2	5,4	5,6	4,1	5,1	5,5	0,1	0,2	0,1
Invoer ⁶⁾	4,1	4,8	5,8	5,9	4,3	5,5	5,8	0,5	0,3	0,1
Werkgelegenheid	0,6	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,0	0,0	0,0
Werkloosheid (in % van de beroepsbevolking)	11,6	11,1	10,6	10,0	11,1	10,5	9,9	0,0	0,1	0,0
HICP	0,4	0,3	1,5	1,8	0,0	1,5	1,8	0,3	0,0	-0,1
		[0,2 - 0,4] ⁴⁾	[0,9 - 2,1] ⁴⁾	[1,0 - 2,6] ⁴⁾	[-0,3 - 0,3] ⁴⁾	[0,8 - 2,2] ⁴⁾	[1,0 - 2,6] ⁴⁾			
HICP excl. energie	0,7	0,9	1,4	1,7	0,8	1,4	1,8	0,0	-0,1	0,0
HICP excl. energie en voedsel	0,8	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,0	0,0
HICP-inflatie exclusief energie, voedsel en wijzigingen van de indirecte belastingen ⁷⁾	0,7	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,1	0,0
Arbeidskosten per eenheid product	1,2	0,8	0,7	1,3	1,1	1,0	1,2	-0,3	-0,3	0,1
Loonsom per werknemer	1,5	1,4	1,7	2,3	1,7	2,0	2,3	-0,3	-0,3	0,0
Arbeidsproductiviteit	0,3	0,6	1,0	1,0	0,6	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1
Begrotingssaldo overheid (als percentage van het bbp)	-2,4	-2,1	-1,8	-1,5	-2,3	-1,9	-1,5	0,2	0,1	0,1
Structureel begrotingssaldo (als percentage van het bbp) ⁸⁾	-1,8	-1,7	-1,7	-1,4	-1,8	-1,7	-1,7	0,1	0,1	0,3
Bruto overheidsschuld (als percentage van het bbp)	92,0	91,5	90,2	88,4	91,4	89,8	87,9	0,1	0,4	0,6
Saldo op de lopende rekening (als percentage van het bbp)	2,2	2,1	2,0	2,0	2,7	2,5	2,4	-0,6	-0,4	-0,4

1) De cijfers hebben betrekking op het eurogebied inclusief Litouwen met uitzondering van de HICP-cijfers voor 2014. De gemiddelde procentuele verandering van de HICP op jaarbasis voor 2015 is gebaseerd op een eurogebied anno 2014 waarvan Litouwen reeds deel uitmaakt.

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

3) Cijfers gecorrigeerd voor het aantal werkdagen.

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

5) De marges van de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties voor de reële bbp-groei in 2015, 2016 en 2017 zijn gecorrigeerd sinds de eerste publicatie van dit document op 3 juni 2015.

6) Inclusief de handel binnen het eurogebied.

7) 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.

8) Berekend als het overheidssaldo na voorbijgaande conjunctureffecten 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.

De winstmarges zullen volgens de projectie ruimer worden naarmate het herstel voortduurt. Na een periode van zwakte in de laatste jaren herstellen de winstmarges zich, zo wordt voorzien, gedurende de projectieperiode naarmate de productiviteit aantrekt en de economische bedrijvigheid zich versterkt,

waardoor het prijszettingsvermogen van ondernemingen wordt ondersteund. De productenmarkthervormingen die tijdens de crisis ten uitvoer zijn gelegd zullen echter naar verwachting de groei van de winstmarges tijdens de opleving blijven remmen. In vergelijking met historische patronen zou de toegenomen concurrentie in de mondiale en binnenlandse productenmarkten ook de conjuncturele opleving van de winstmarges kunnen vertragen of drukken.

Vergeleken met de in maart gepubliceerde projecties, is de projectie voor de HICP-inflatie opwaarts bijgesteld voor 2015 en grotendeels ongewijzigd voor 2016 en 2017. De opwaartse bijstelling voor 2015 is het gevolg van de opwaartse effecten van het recente herstel van de olieprijs in euro vergeleken met de vorige projectie.

4. VOORUITZICHTEN VOOR DE OVERHEIDSBEGROTINGEN

De begrotingskoers, zoals afgemeten aan de mutatie in het voor de conjunctuur gecorrigeerde primaire saldo, zal, zo is de projectie, gedurende de projectieperiode globaal neutraal blijven. Dit weerspiegelt gematigde groei in de overheidsuitgaven ten opzichte van de trendmatige nominale bbp-groei, waarvoor de aanname is dat deze globaal zal worden gecompenseerd door belastingverlagingen in enkele landen. De positieve invloed van de automatische begrotingsstabilisatoren op de binnenlandse vraag zal in de loop der tijd, naarmate de economie zich herstelt, verminderen.²

De overheidstekort- en schuldratio zullen, zo is de projectie, gedurende de projectieperiode dalen. De daling van de overheidstekort/bbp-ratio is geheel het gevolg van de conjuncturele verbetering van de economie van het eurogebied en dalende rentelasten. Daarentegen zal het structurele primaire begrotingssaldo volgens de projecties gedurende de projectieperiode globaal onveranderd blijven als gevolg van de over het algemeen neutrale begrotingskoers. De overheidsschuld/bbp-ratio heeft, zo is de projectie, in 2014 zijn hoogste punt bereikt en zal gedurende de projectieperiode dalen ten gevolge van het verbeterende begrotingssaldo, sterker wordende economische groei en een lage rente.

Vergeleken met de in maart gepubliceerde projecties, is het beloop van het begrotingssaldo van de overheid enigszins gunstiger, al zijn de schuldvooruitzichten enigszins verslechterd. De lichte verbetering van het begrotingssaldo van de overheid is voornamelijk het gevolg van een verdere daling van de kredietnemingskosten van overheden. De vooruitzichten voor de schuldquote van de overheid is naar boven bijgesteld voornamelijk vanwege het noemereffect van een lager nominaal bbp.

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 de gevoeligheid van de 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 de olieprijs en de wisselkoersen, en de gevoeligheid van de projecties met betrekking tot deze variabelen, besproken.

² De begrotingsaannames weerspiegelen de informatie die is opgenomen in de begrotingswetgeving voor 2015 alsmede nationale begrotingsvoornemens voor de middellange termijn en geactualiseerde stabiliteitsprogramma's zoals die op 20 mei 2015 beschikbaar waren. Deze aannames omvatten alle beleidsmaatregelen die reeds door het betreffende nationale parlement zijn goedgekeurd of die reeds in voldoende detail door overheden zijn bepaald en het wetgevingsproces waarschijnlijk zullen doorstaan.

1) Een alternatief beloop van de olieprijs

Alternatieve modellen voor de olieprijs laten een enigszins hogere olieprijs zien in 2017. De technische aannames voorzien een stijging van de olieprijs gedurende de projectieperiode (zie Kader 2). Dit beloop is consistent met een herstel van de mondiale vraag naar olie naarmate de mondiale economie aan kracht wint, en met een lichte vermindering van het olieaanbod ten gevolge van onderinvesteringen en verliezen aan oliecapaciteit in enkele olieproducerende landen. De medewerkers van het Eurosysteem maken gebruik van een scala van alternatieve modellen voor de projectie van de olieprijs gedurende de projectieperiode. Deze modellen omvatten (1) een voor risico's gecorrigeerd futures-model – een statistisch model dat de voorspelfout van futures corrigeert door een aanpassing van een tijdsvariërende risicopremie verbonden met de economische bedrijvigheid in de VS; (2) een Bayesiaans VAR-model (BVAR) – een empirisch model gebaseerd op gegevens met betrekking tot fundamentele ontwikkelingen op de oliemarkt (olieproductie en olievoorraden) en mondiale bedrijvigheid, en (3) een dynamisch stochastisch algemeen evenwichtsmodel – een theoretisch model dat de langetermijndynamiek op de oliemarkt weergeeft.¹ Een gelijk gewogen gemiddelde van de projecties voor de olieprijs dat van deze drie modellen wordt verkregen tezamen met de olieprijs verkregen van de termijnmarkten zoals vervat in de basisprojectie, duidt op een enigszins lagere olieprijs in 2015 en 2016 dan in de basisprojectie. Voor 2017 laat deze combinatie van modellen echter een enigszins sterkere stijging van de olieprijs zien, hetgeen het beeld bevestigt van het verlies van productiecapaciteit van olie in sommige landen. Het effect van dit alternatieve beloop op de reële bbp-groei en de inflatie in 2015 en 2016 is zeer beperkt, hoewel het wijst op een marginaal lagere groei in 2017 en een licht hogere HICP-inflatie (+0,1 procentpunt).

2) Een alternatief beloop van de wisselkoers

Een verdere depreciatie van de euro zou het gevolg kunnen zijn van de verwachtingen omtrent een uiteenlopende monetairbeleidskoers in het eurogebied en de Verenigde Staten. Een dergelijk scenario zou een langdurige periode van lage rentetarieven in het eurogebied en een snellere opwaartse normalisatie van het monetair beleid in de Verenigde Staten met zich meebrengen. Een alternatief beloop van de euro, dat wil zeggen een verdere depreciatie, is afgeleid van het 25ste percentiel van de verdeling die voortkomt uit de door deze optie geïmpliceerde risiconeutrale densiteiten voor de USD/EUR-wisselkoers op 12 mei 2015. Dit beloop impliceert een geleidelijke depreciatie van de euro ten opzichte van de dollar tot een wisselkoers van 1,03 in 2017, hetgeen 8,2% lager is dan de basisaannahme voor dat jaar. De overeenkomstigste 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 rond 52%. Dit resulteert in een geleidelijk neerwaarts afwijken van de effectieve wisselkoers van de euro van de basisprojectie, waardoor deze uitkomt op een niveau van 4,3% onder de basisprojectie in 2017. In dit scenario wijzen de uitkomsten van een aantal door medewerkers van het Eurosysteem 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 2015, 2016 en 2017.

¹ Voor meer informatie zie Manescu, C. en Van Robays, I., "Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance", *Working Paper Series*, Nr. 1735, ECB, 2014.

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 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. Tenslotte 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 liggen de meeste momenteel beschikbare prognoses door andere instellingen dicht aan tegen de puntprognoses van de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties van juni en 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		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Projecties Eurosysteem-medewerkers	juni 2015	1,5 [1,2-1,8] ¹⁾	1,9 [0,8-3,0] ¹⁾	2,0 [0,7-3,3] ¹⁾	0,3 [0,2-0,4]	1,5 [0,9-2,1]	1,8 [1,0-2,6]
Europese Commissie	mei 2015	1,5	1,9	-	0,1	1,5	-
Euro Zone Barometer	mei 2015	1,5	1,9	1,6	0,1	1,2	1,6
Consensus Economics Forecast	mei 2015	1,5	1,8	1,6	0,1	1,2	1,5
Survey of Professional Forecasters	mei 2015	1,4	1,7	1,8	0,1	1,2	1,6
IMF	april 2015	1,5	1,6	-	0,1	1,0	-

Bronnen: European Economic Forecast van de Europese Commissie, voorjaar 2015; IMF World Economic Outlook, april 2015; 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 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.

1) De marges van de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties voor de reële bbp-groei in 2015, 2016 en 2017 zijn gecorrigeerd sinds de eerste publicatie van dit document op 3 juni 2015.

© Europese Centrale Bank, 2015

Adres: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Duitsland

Postadres: 60640 Frankfurt am Main, Duitsland

Telefoon: +49 69 1344 0.

Fax: +49 69 1344 6000.

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

Alle rechten voorbehouden.

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