

# Economische projecties voor België – Voorjaar 2015

## Inleiding

Sinds de afsluitdatum van de in december 2014 gepubliceerde najaarsprognoses is de externe omgeving voor de Belgische economie grondig gewijzigd. Zo is de olieprijs niet uitgebodemd zoals verwacht, maar in een versneld tempo verder afgenomen. Ondanks de stijgende trend sinds het begin van de lente, is olie, zowel in Amerikaanse dollar als in euro uitgedrukt, nu duidelijk goedkoper dan in de najaarsprognoses werd verwacht op basis van de toenmalige termijncontracten op de internationale markten. Daarnaast werd het monetair beleid in het eurogebied, maar ook in enkele andere zones, verder versoepeld. In januari 2015 heeft de ECB besloten het bestaande aankoopprogramma van bepaalde effecten aanzienlijk uit te breiden door vanaf maart 2015 ook obligaties van de overheidssector aan te kopen. Ze heeft zich voorgenomen tot september 2016 gecombineerde aankopen van private activa en overheidsactiva ten belope van € 60 miljard per maand uit te voeren en in ieder geval tot de Raad van Bestuur van de ECB een aanhoudende verandering in het inflatieverloop kan vaststellen die in overeenstemming is met zijn doelstelling om op middellange termijn een inflatiecijfer van beneden, maar dicht bij 2 % te realiseren.

Onder meer ten gevolge van die nieuwe monetairbeleidskoers en de verwachtingen daaromtrent zijn er belangrijke bewegingen geweest op de financiële markten. Enerzijds is de waarde van de euro vooral sinds begin 2015 verder fors afgenomen, wat zich bv. uit in een dollarkoers die voor het eerste kwartaal van 2015 zowat 10 % lager lag dan het peil waarvan was uitgegaan voor de najaarsprognoses. Anderzijds zijn de marktrenterarieven nog verder gedaald tot ongewoon lage niveaus en werd die afname ook in ruimere mate dan daarvoor doorgerekend in de tarieven die gelden voor leningen

van gezinnen en ondernemingen. Tegelijkertijd zijn de beurzen sinds begin dit jaar sterk geklommen. Het forse herstel op de financiële markten werd wel gevolgd door een periode van grote volatiliteit begin mei, toen de obligatiekoersen een scherpe daling vertoonden en ook de aandelenkoersen, zowel in Europa als elders, een beperkte correctie lieten optekenen. Ook de euro is sinds midden april weer wat duurder geworden. Deze recente ontwikkelingen kunnen suggereren dat de initiële reactie van de financiële markten op de kwantitatieve verruiming van de ECB in bepaalde mate overtrokken was maar ook dat de marktverwachtingen betreffende de toekomstige groei en inflatie in het eurogebied, in vergelijking met die in andere zones, stilaan toenemen. Het recente verloop van de rente en van de wisselkoers van de euro en de samenhang met het monetair beleid worden meer uitvoerig toegelicht in Kader 1 van dit artikel.

De groeivoorzichten voor het eurogebied zijn sinds de najaarsprognoses inderdaad verbeterd, zoals o.m. blijkt uit de door de ECB in maart 2015 gepubliceerde update van die ramingen. De recentste kwartaalstatistieken bevestigen ook dat het herstel van de Europese economie zich doorzet. Volgens de eerste flashraming heeft de groei in het eurogebied in het eerste kwartaal van dit jaar verder aan kracht gewonnen; uit de eerste indicaties blijkt dat onder meer te danken aan een sterk aantrekkende particuliere consumptie. Bovendien wordt de Europese groei breder gedragen: ook de Franse en de Italiaanse economie, die in de voorbije kwartalen nagenoeg waren gestagneerd, laten nu bijvoorbeeld een hogere groei optekenen terwijl in Cyprus een einde is gekomen aan de diepe recessie. Daartegenover staat dat de bedrijvigheid in een aantal kleinere eurolanden, zoals Griekenland en bepaalde Baltische landen, nog is gekrompen. De onzekerheid over de uitkomst van de

onderhandelingen met de internationale schuldeisers in het eerste geval en de geopolitieke spanningen met Rusland in het tweede geval spelen daarbij ongetwijfeld een rol.

Het iets krachtiger herstel van de Europese economie moet worden gezien als een inhaalbeweging, die te maken heeft met de sterke koersdaling van de euro en positieve vertrouwenseffecten, waarbij vooral de particuliere consumptie relatief sterk lijkt te zijn opgeveerd ten gevolge van de gunstige impact van de gedaalde olieprijsen op de reële gezinsinkomens. Op wereldvlak zijn de groeivoorzichten daarentegen niet opwaarts herzien. Het groeitempo in enkele belangrijke geavanceerde landen is zelfs duidelijk afgenomen, terwijl de vertraging in bepaalde opkomende economieën, waaronder China, groter is dan verwacht. Bovendien lijken de internationale handelsstromen in duidelijk mindere mate te worden aangedreven door de groei: de handelsintensiteit van de mondiale groei blijft, zoals reeds aangegeven in de najaarsprognoses, opmerkelijk laag.

De binnenlandse beleidsomgeving is nauwelijks veranderd in vergelijking met de najaarsprognoses. De in het federale regeerakkoord van oktober 2014 aangekondigde maatregelen waren immers al zowat integraal in deze vooruitzichten opgenomen. De beperkte wijzigingen houden vooral verband met nieuwe informatie betreffende de precieze tenuitvoerlegging van bepaalde maatregelen. Zo wordt het activeringsbeleid voor de oudere werklozen en de werklozen met bedrijfstoeslag geleidelijk ingevoerd dan eerder aangekondigd, wat inhoudt dat de beroepsbevolking (en de werkloosheidsgraad) in januari 2015 niet abrupt stijgen, zoals in de najaarsprognoses werd aangenomen. Verder wordt in deze ramingen rekening gehouden met een iets hogere loongroei in 2016, op basis van het ontwerp van interprofessioneel akkoord van januari 2015 dat is bekrachtigd door de federale regering. Ten slotte is ook de indexsprong op een wat andere manier en later ingevoerd dan voorzien in de najaarsprognoses, maar de geraamde macro-economische effecten blijven nagenoeg ongewijzigd. Het beleid van loonkostenbeheersing leidt meer algemeen ook in deze prognoses tot een belangrijke relatieve verbetering van de concurrentiekracht op het vlak van de kosten voor de Belgische ondernemingen die zijn blootgesteld aan internationale concurrentie.

Tegen die achtergrond wijzen de huidige voorjaarsprognoses, die zijn afgesloten op 20 mei 2015, ook voor België op een aantrekkelijk herstel dat iets krachtiger is dan in de najaarsramingen. De groeiraming is daarbij vooral voor 2015 in beperkte mate naar boven bijgesteld tot 1,2%, al heeft dat ten dele te maken met

een opwaartse herziening door het INR van bepaalde kwartaalgroeistatistieken voor 2014. Volgend jaar zou de groei zoals verwacht opveren tot zowat 1,5% en voor 2017, waarvoor de eerste maal ramingen zijn gemaakt, wordt een beperkte verdere versnelling van de bedrijvigheid verwacht. Hierbij moet worden herinnerd aan de grote onzekerheidsmarge die inherent is aan de ramingen voor verder afgelegen jaren. De aantrekkende groei wordt daarbij hoofdzakelijk geschraagd door een toenemende netto-uitvoer. Dat is niet alleen het gevolg van de gestage toename van de afzetmarkten volgens de gemeenschappelijke technische en externe hypothesen, waarop de ramingen van het Eurosysteem zijn gebaseerd en waarvan de voornaamste worden beschreven in het Kader 2 in de eerste paragraaf van dit artikel, maar houdt ook verband met de verbetering van de concurrentiekracht door het loonmatigingsbeleid. Hoewel dat laatste, zoals vermeld in het artikel van december 2014 over de recentste najaarsprognoses, in eerste instantie op de binnenlandse vraag weegt, wordt de impact op de groei via een stijgende uitvoer op termijn groter.

Het economische herstel en de gunstige impact van de trage groei van de loonkosten tekenen zich ook verder af op de arbeidsmarkt. Over de drie jaren, van 2015 tot 2017, zouden er zowat 94 000 arbeidsplaatsen bijkomen. Dat is ondanks de verder stijgende participatiegraad ruimschoots hoger dan de toename van de beroepsbevolking. De werkloosheidsgraad zou dan ook geleidelijk afkalven tot zo'n 8% in 2017, wat wel nog hoger is dan de gemiddelde werkloosheidsgraad sinds begin deze eeuw.

De inflatie heeft begin dit jaar vooral onder invloed van de forse daling van de energieprijzen een dieptepunt bereikt maar is sinds april 2015 weer positief geworden. Volgens de huidige prognoses zou het gemiddelde inflatietempo dit jaar amper stijgen in vergelijking met 2014 maar zou het vanaf 2016 toenemen tot zowat 1,5%. Door de sterke bewegingen in de volatiele componenten, waar de negatieve impact van de lagere olieprijsen geleidelijk plaatsmaakt voor een beperkte positieve bijdrage aan de inflatie, wijkt dat verloop wel enigszins af van dat van de onderliggende inflatie. Deze laatste, die in de afgelopen maanden al duidelijk is toegenomen, zou tijdens de rest van het jaar eerst nog relatief hoog blijven door de opwaartse impact van de goedkopere euro op de invoerprijzen, wat vooral te merken zou zijn in de prijzen van de industriële goederen. Daarna neemt het onderliggende inflatietempo geleidelijk af tot zowat 1% onder invloed van het heel matige verloop van de loonkosten. Pas in 2017 is de onderliggende inflatietendens weer opwaarts gericht, wat vooral de stijgende loongroei weerspiegelt.

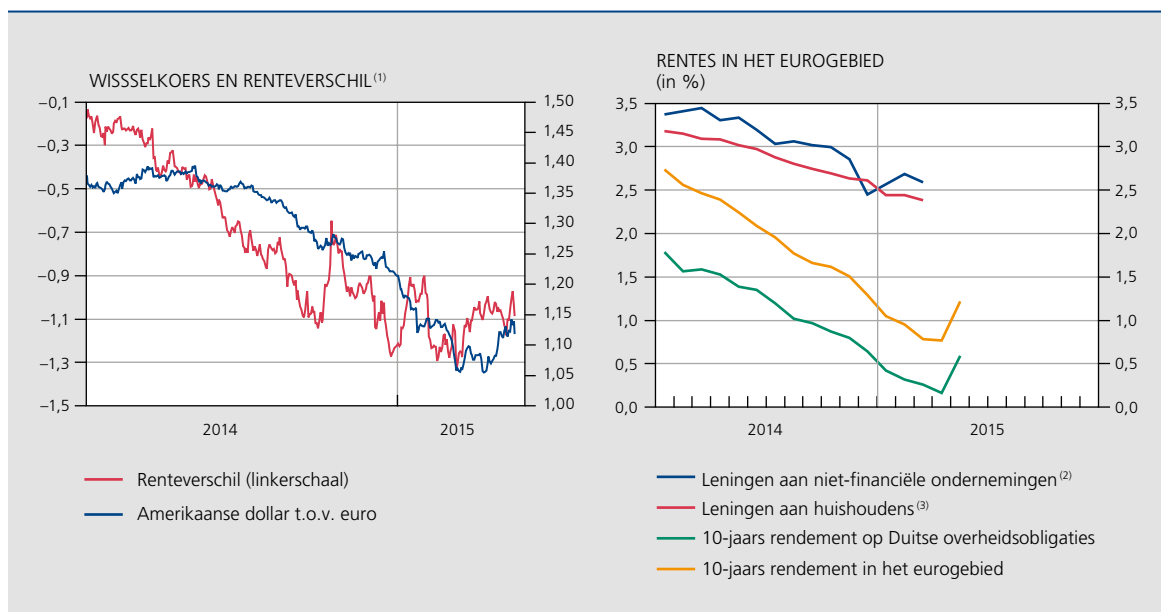
Wat de overheidsfinanciën betreft, zou het begrotings-tekort dit jaar vooral dankzij de lagere rentelasten en, in mindere mate, de consolidatiemaatregelen opnieuw onder de drempel van 3 % bbp uitkomen. Het tekort zou dan volgens de prognoses verder afnemen tot zowat 2 % bbp in 2017, waarbij het wel nog boven de huidige nominale begrotingsdoelstellingen uitkomt. Hierbij moet worden herinnerd aan het feit dat, overeenkomstig de regels voor dergelijke projectieoefeningen van het

Eurosysteem, enkel rekening wordt gehouden met de maatregelen die door de overheid reeds voldoende zijn gepreciseerd en reeds formeel zijn goedgekeurd – of die zeer waarschijnlijk goedgekeurd zullen worden – op 20 mei 2015, de datum dat de oefening wordt afgesloten. Bovendien kunnen de ramingen van de begrotings-impact van bepaalde maatregelen, zoals deze inzake fraudebestrijding, afwijken van de in de begroting opgenomen bedragen.

## Kader 1 – De financiële hypothesen voor de projecties en recente monetairbeleidsmaatregelen

De in dit artikel voorgestelde projecties berusten op financiële hypothesen die aanzienlijk verschillen van de aannames die ten grondslag lagen aan de vorige projecties, gepubliceerd in december 2014. In dit Kader wordt nadere toelichting verschaft bij het verloop van twee financiële hypothesen – de in Amerikaanse dollar uitgedrukte wisselkoers van de euro en het peil van de (langere) rente – die cruciaal zijn voor de projecties. Ondanks een sterke stijging vanaf midden april, liepen beide tijdens de voorgaande maanden aanzienlijk terug en staan ze nu op een veel lager peil dan bij de najaarsprognoses van 2014 was aangenomen. Dit neerwaarts verloop tijdens de eerste helft van 2015 past eigenlijk in een tendens op langere termijn, maar houdt ook duidelijk verband met de monetairbeleidsomgeving en vooral met de recente verdere beleidsversoepeling in het eurogebied.

### FINANCIËLE HYPOTHESEN



Bronnen: Bloomberg, ECB, Thomson Reuters Datastream.

- (1) Verschil tussen de eenjaars toekomstige rente op daggeldrenteswaps een jaar vooruit in het eurogebied en in de VS. In procentpunt.  
 (2) Rente op leningen aan niet-financiële ondernemingen met een initiële rentevaste periode van meer dan één tot vijf jaar.  
 (3) Rente op leningen aan huishoudens voor woningaankopen met een initiële rentevaste periode van meer dan een jaar.

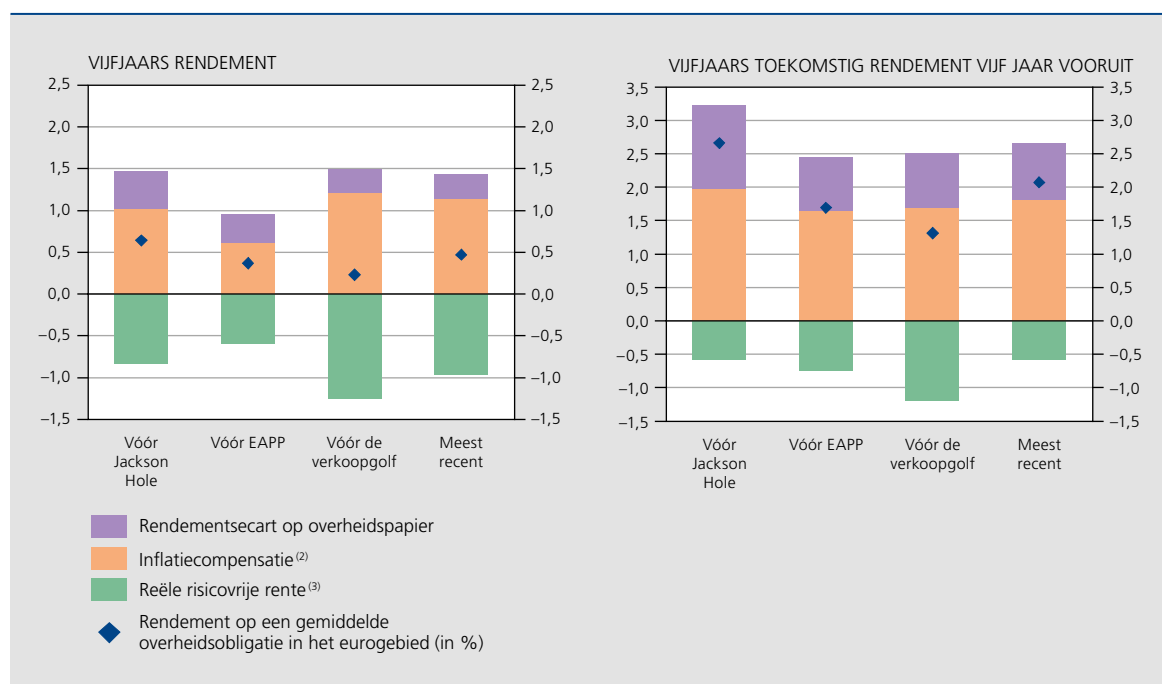


In dat opzicht werden in januari 2015 nieuwe balansmaatregelen (het uitgebreide programma voor de aankoop van activa (Extended Asset Purchase Programme – EAPP)) aangekondigd, die sedert maart 2015 ten uitvoer worden gelegd. Eveneens conform de richtlijnen voor deze projecties, werden deze maatregelen uiteraard niet opgenomen in de projecties van december 2014.

Na twee renteverlagingen, in juni en september 2014, die de beleidsrentetarieven tot historische minima hadden teruggebracht (en de rente op de depositofaciliteit tot een negatief peil), droegen de voornoemde maatregelen bij tot een verdere daling van de marktrentes, en vooral van de rendementen op langerlopende overheidsobligaties. De rendementen op overheidspapier, die al onder druk stonden, onder meer omdat dergelijke maatregelen van de ECB werden verwacht, liepen immers verder terug na de aankondiging van het programma en, opnieuw, bij de eigenlijke aanvang van de aankopen in maart 2015, en bereikten een historisch dieptepunt in de daaropvolgende weken. De sterke daling van de rendementen op overheidspapier – die, samen met andere marktrentes, de referentie vormen voor de prijzen op andere markten – kwam eveneens tot uiting in de bancaire debetrentes. Ook de wisselkoers van de euro werd sterk beïnvloed door het monetaire beleid van het eurogebied. Ten opzichte van de Amerikaanse dollar daalde de euro tussen mei 2014 en mei 2015 aanzienlijk in waarde (met 18%), wegens de steeds grotere verschillen in de renteverwachtingen tussen beide valuta's. Dat is een gevolg van de uiteenlopende monetairbeleidskoers in de twee

#### DECOMPOSITIE VAN HET RENDEMENTSVERLOOP OP TIENJAARS OVERHEIDSOBLIGATIES IN HET EUROGEBIED <sup>(1)</sup>

(in procentpunt, tenzij anders vermeld)



Bronnen: Bloomberg, ECB.

(1) Rendement van een samengestelde overheidsobligatie in het eurogebied die alle emittenten van alle ratingcategorieën omvat. Het rendement wordt uitgesplitst als volgt: Rendement in het eurogebied = inflatiecompensatie + reële risicovrije rente + ecart tussen overheidsobligaties in het eurogebied en de risicovrije rente.

(2) Inflatiecompensatie afgeleid van inflatieswaprentes.

(3) OIS-rente, gecorrigeerd voor de inflatiecompensatie voor de overeenkomstige tijdschorsing.

(4) Ecart tussen het rendement op obligaties in het eurogebied en de risicovrije rente (OIS) van de overeenkomstige looptijd.

Vóór Jackson Hole: gemiddelde in de week van 18-22 augustus 2014.

Vóór EAPP: gemiddelde in de week van 12-16 januari 2015.

Vóór de verkoopgolf: gemiddelde in de week van 13-17 april 2015.

Meest recent: gemiddelde in de week van 11-15 mei 2015.



economieën, waarbij de verwachtingen omtrent een verstrakking van het Amerikaanse monetaire beleid samenvielen met die van een verdere accommodatie in het eurogebied.

Rond half april 2015 werden deze tendensen echter onderbroken, zowel wat de rendementen als wat de wisselkoers betreft. In het geval van de wisselkoers ging een lichte appreciatie gepaard met een vermindering van het verschil tussen de renteverwachtingen voor het eurogebied en de VS, aangezien de renteverwachtingen voor het eurogebied enigszins opwaarts en die voor de VS neerwaarts werden herzien.

Rond dezelfde periode werd ook een kentering opgetekend voor de overheidsobligaties in het eurogebied en gingen de rendementen op korte tijd fors omhoog. Terwijl de nominale rendementen in de loop van mei toenamen, wijzigde de samenstelling ervan aanzienlijk. Een uitsplitsing van het rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied in verschillende looptijden en componenten kan licht werpen op de recente tendensen.

Zoals reeds vermeld, kwamen de verwachtingen omtrent verdere accommoderende monetairbeleidsmaatregelen van het Eurosysteem (waarop ECB President Draghi zinspeelde in zijn toespraak in Jackson Hole in augustus 2014) en de daaropvolgende aankondiging en aanvang van het EAPP tot uiting in aanzienlijk lagere nominale rendementen, zowel op korte als op lange looptijden. Aangezien de neerwaartse tendens van de inflatieverwachtingen daarenboven omsloeg na de aankondiging van het EAPP, leidde dat tot een aanzienlijk negatievere reële rente, die gewoonlijk de groeivoorzichten ondersteunt. De veranderingen in de andere determinanten van het rendement op overheidsobligaties in het eurogebied (namelijk het ecart tussen het rendement en de risicovrije rente) waren minder groot en hadden veelal betrekking op een stijging van het negatieve ecart tussen de reële risicovrije rente en het rendement op Duitse Bunds, als gevolg van het relatief beperkte aanbod van deze laatste in verhouding tot de bedragen van de door het Eurosysteem geplande aankopen. Aangezien de inflatieverwachtingen vrijwel gelijk gebleven zijn, werd de recente rentepiek voornamelijk veroorzaakt door een stijging van de impliciete reële rente, vooral in het langeretermijnsegment.

De sterkere stijgingen in het langeretermijnsegment lijken erop te wijzen dat de nominale rente voor kortere looptijden stevig verankerd is gebleven, mede dankzij de forward guidance van de ECB. Het zij tevens opgemerkt dat zowel de nominale als de reële rente op een lager peil blijft dan in de zomer van 2014. Bovendien kan de stijging van de langetermijnrendementen het gevolg zijn van minder negatieve termijnpremies tegen de achtergrond van een marktcorrectie na een zeer sterke opleving, en/of van betere groeivoorzichten op lange termijn, die tevens tot uiting zouden komen in hogere reële rentes in de toekomst. In die zin hoeven deze ontwikkelingen niet noodzakelijk al te negatief te worden geïnterpreteerd.

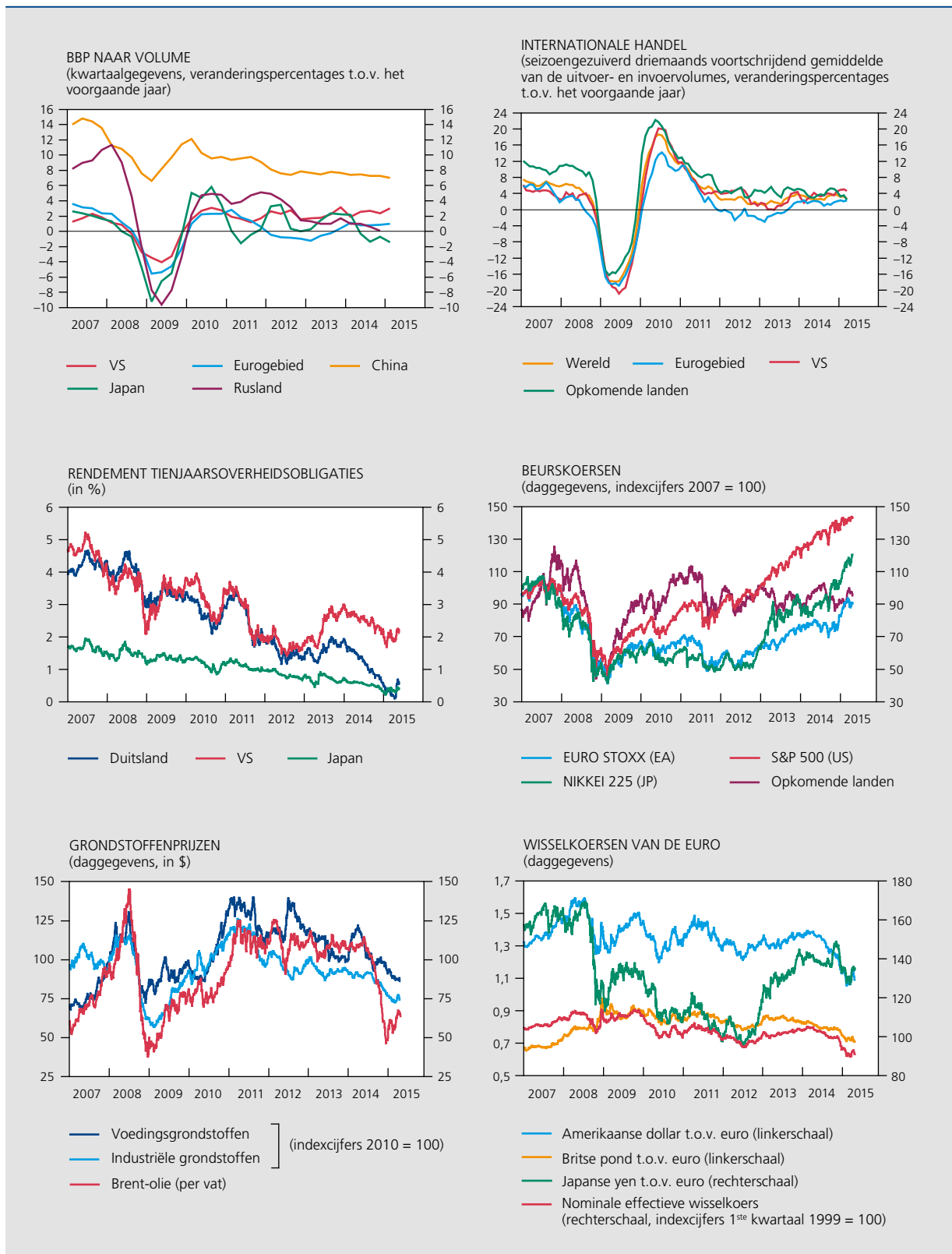
## 1. Internationale omgeving en hypothesen

### 1.1 Wereldeconomie

Het ongelijke, gestage herstel van de wereldeconomie zette zich in 2014 en begin 2015 voort. De bedrijvigheid in de geavanceerde economieën trok verder aan. Naast het accommoderende monetaire beleid was de positieve impact van de lagere olieprijs, o.m. op de reële gezinsinkomens en de particuliere consumptie, daarbij in de meeste gevallen een belangrijke ondersteunende factor. De mondiale groei werd evenwel gedrukt door de zwakkere activiteit in een aantal grote opkomende landen en in de olie-exporterende landen. Binnen de groep van de

geavanceerde economieën is de groeidynamiek recent wel enigszins verschoven in het voordeel van het eurogebied.

Na een sterke opleving van de economische bedrijvigheid in de Verenigde Staten in de loop van 2014, kende deze een lichte terugval in het eerste kwartaal van 2015, onder invloed van een sterke dollar en een aantal tijdelijke factoren, zoals een daling in de investeringen in de energiesector en negatieve weersomstandigheden. Niettemin blijft de groei in de Verenigde Staten robuust ten opzichte van de andere geavanceerde landen. Het herstel tekent er zich ook verder af op de arbeidsmarkt met een aanhoudende werkgelegenheids groei en een daling van de werkloosheidsgraad. De gematigde loongroei kan evenwel nog wijzen op een zekere onderbenutting van het arbeidspotentieel, wat ten dele wordt weerspiegeld



Bronnen: CPB Wereldhandelsmonitor, OESO, Thomson Reuters Datastream.

in het aanhoudend hoge aantal onvrijwillig deeltijds werkenden.

In Japan blijft de economische groei erg gematigd. Na de terugval in het tweede en het derde kwartaal, die volgde op de btw-verhoging in april maar scherper uitviel dan verwacht, veerde de bedrijvigheid – op kwartaalbasis – er eind vorig jaar wel weer op, zij het in beperkte mate. In het eerste kwartaal van 2015 ondersteunden het consumentenvertrouwen en de reële loonstijgingen de particuliere consumptie en hervatten de investeringsuitgaven in de verwerkende nijverheid maar de belangrijke bijdrage van de voorraadvorming wijst op een broos herstel. Tegen die achtergrond heeft de regering nieuwe stimuleringsmaatregelen aangekondigd, die de groei samen met de goedkopere yen verder zouden moeten ondersteunen.

Nadat de economische toestand er gedurende het grootste deel van 2014 intrinsiek broos bleef, is de bedrijvigheid in het eurogebied sinds eind vorig jaar opnieuw beginnen aantrekken. Het herstel heeft verder aan kracht gewonnen in het eerste kwartaal van dit jaar, waarvoor de eerste ramingen op een groei met 0,4% op kwartaalbasis wijzen. De economie van het eurogebied trok daarbij ook profijt van de gunstige randvoorwaarden, zoals het uiterst lage rentepeil en de koersval van de euro, die beide in de hand werden gewerkt door de extra beleidsaccommodatie van de ECB in de vorm van de bovenvermelde kwantitatieve verruiming. Volgens de eerste aanwijzingen wordt de aantrekkende groei vooral geschraagd door de binnenlandse vraag en, meer bepaald, de particuliere consumptie. Ook het verbeterde consumentenvertrouwen speelt daarbij een rol. Een sterke en algemene opleving van de investeringen blijft vooralsnog wel uit. Om de aanhoudende zwakte van de investeringen aan te pakken, werd in november vorig jaar door de Europese Commissie een investeringsprogramma – Investment Plan for Europe – aangekondigd dat tot doel heeft € 315 miljard aan nieuwe investeringen te genereren over de komende drie jaar.

De opleving in het eurogebied wordt ook steeds breder gedragen door de verschillende lidstaten. Zo trok de groei in de zogenoemde perifere landen van het eurogebied al in 2014 aan. Daarbij verstevigde de economische bedrijvigheid in Spanje in het eerste kwartaal van 2015 aanzienlijk verder en in Portugal zette het herstel zich eveneens voort. Bovendien nam de bedrijvigheid in Frankrijk, die in 2014 maar zeer matig was gegroeid, in het eerste kwartaal van 2015 fors toe. Ook in Italië, waar de economie er in 2014 nog licht op achteruitging, werd in het eerste kwartaal opnieuw een stijging van het reële bbp gerealiseerd. Daarentegen viel de groei in Duitsland, als ook in Nederland, in het eerste kwartaal enigszins terug

na de forse toenames in het laatste kwartaal van 2014. In Griekenland echter is het economische herstel dat in de eerste drie kwartalen van 2014 was opgetekend, opnieuw afgebroken. De bedrijvigheid in bepaalde Baltische landen heeft dan weer af te rekenen met de negatieve weerslag van de gespannen relaties met Rusland.

De inflatie in het eurogebied, die sinds eind 2011 begon te dalen, nam ook in 2014 verder af. Ze werd, onder invloed van de scherpe daling van de olieprijs, uiteindelijk negatief in december en bereikte in januari 2015 een dieptepunt toen de HICP-index met 0,6% op jaarbasis daalde. Daarna is ze opnieuw licht beginnen te stijgen. Verwacht wordt dat ze de komende maanden nog steeds laag zal blijven, en vanaf het einde van het jaar opnieuw zal toenemen. Deze stijging zou worden ondersteund door de impact van de recente beleidsmaatregelen van de ECB op de vraag, de invloed van de depreciatie van de euro en de naar verwachting geleidelijk weer toenemende olieprijs in de komende jaren.

Hoewel de toestand op de arbeidsmarkt erg zwak blijft in een aantal landen, is een lichte verbetering van de arbeidsmarktsituatie in het eurogebied merkbaar. Bovendien nemen de verschillen tussen de lidstaten geleidelijk af, aangezien de recente toenames in de werkgelegenheid in ruime mate gedragen werden door verbeteringen in de landen met de hoogste werkloosheidspercentages, zoals Spanje, Portugal en Griekenland. Ondanks de stijgende werkgelegenheid en de dalende werkloosheidspercentages, blijft de groei van de lonen in het eurogebied, met uitzondering van Duitsland, echter beperkt.

De bedrijvigheid in de opkomende landen is verder gematigd, hoewel de situatie tussen de landen en regio's onderling sterk verschilt. Terwijl de groei in China vorig jaar licht terugliep, trok deze in India verder aan – hoewel de gunstige cijfers voor India deels het gevolg zijn van methodologische herzieningen in de onderliggende data. India zou hierdoor, indien deze trend zich ook dit jaar doorzet, China overtreffen als belangrijkste groeipool in de groep van de grote opkomende landen. Tegen de achtergrond van afnemende groei-cijfers en een aanhoudende correctie op de woningmarkt, hebben de Chinese autoriteiten maatregelen genomen om de groei te stimuleren. Naarmate de economie evolueert in de richting van een meer duurzame ontwikkeling, zal dit wel naar alle waarschijnlijkheid gepaard gaan met een geleidelijke groeivertraging. In sommige Latijns-Amerikaanse landen heeft de daling van de grondstoffenprijzen sinds medio vorig jaar een negatieve impact gehad op de bedrijvigheid. Terwijl ook de groei in Rusland onder druk kwam te staan door de scherpe daling van de olieprijs, speelden daar ook de geopolitieke spanningen, de internationale sancties en de onrust op de financiële markten eind vorig jaar een belangrijke rol.



**TABEL 1** PROJECTIES VOOR DE VOORNAAMSTE ECONOMISCHE ZONES

(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)

|   | 2013        | 2014       | 2015 r     | 2016 r     |
|---|-------------|------------|------------|------------|
|   | Realisaties |            | Projecties |            |
| <b>Bbp naar volume</b>                  |             |            |            |            |
| Wereld .....                            | 3,3         | 3,4        | 3,5        | 3,9        |
| waarvan:                                |             |            |            |            |
| Geavanceerde landen .....               | 1,3         | 1,8        | 2,3        | 2,5        |
| Verenigde Staten .....                  | 2,2         | 2,4        | 3,1        | 3,0        |
| Japan .....                             | 1,6         | 0,0        | 1,1        | 1,4        |
| Europese Unie .....                     | 0,0         | 1,4        | 1,8        | 2,1        |
| Opkomende landen .....                  | 4,9         | 4,6        | 4,4        | 5,0        |
| China .....                             | 7,6         | 7,4        | 7,0        | 6,8        |
| India .....                             | 6,9         | 7,2        | 7,6        | 7,9        |
| Rusland .....                           | 1,3         | 0,6        | -3,5       | 0,2        |
| Brazilië .....                          | 2,5         | 0,2        | -0,9       | 1,3        |
| <i>p.m. Wereldinvoer</i> .....          | <i>3,1</i>  | <i>2,6</i> | <i>3,8</i> | <i>5,1</i> |
| <b>Inflatie<sup>(1)</sup></b>           |             |            |            |            |
| Verenigde Staten .....                  | 1,5         | 1,6        | 0,4        | 2,2        |
| Japan .....                             | 0,4         | 2,7        | 0,5        | 0,9        |
| Europese Unie .....                     | 1,5         | 0,6        | 0,1        | 1,5        |
| China .....                             | 2,6         | 2,0        | 2,5        | 3,0        |
| <b>Werkloosheidsgraad<sup>(2)</sup></b> |             |            |            |            |
| Verenigde Staten .....                  | 7,4         | 6,2        | 5,4        | 5,0        |
| Japan .....                             | 4,0         | 3,6        | 3,6        | 3,5        |
| Europese Unie .....                     | 10,9        | 10,2       | 9,6        | 9,2        |

Bron: EC.

(1) Consumptieprijsindex.

(2) In % van de beroepsbevolking.

De heropleving van de wereldhandel vanaf medio vorig jaar had tegen begin dit jaar opnieuw iets aan kracht ingeboet, ten gevolge van zwakkere invoervolumes in de opkomende landen, onder meer in China, Rusland en de olie-exporterende landen. Hoewel de mondiale handel naar verwachting zal aantrekken naarmate de economie zich herstelt, zal dit waarschijnlijk in een trager tempo verlopen dan vóór de crisis.

Op de financiële markten zetten de beurskoersen hun opwaartse trend voort, terwijl de wisselkoersen en de rentetarieven verder uiteenliepen tussen de verschillende landen en regio's. De aandelenkoersen in de geavanceerde landen bleven sterk stijgen en bereikten recordhoogtes. Vooral de Europese beurskoersen lieten sinds het begin van het jaar een opmerkelijke toename optekenen,

onder invloed van positief nieuws over de economische situatie in Europa en de belangrijke liquiditeitscreatie. Het rendement op langlopende overheidsobligaties in de geavanceerde landen is, ook al door het heel accommoderend monetair beleid, verder sterk gedaald. Voor de kortere looptijden waren de rendementen zelfs tijdelijk negatief in diverse Europese landen. Ook de risicopremies op hoogrentende overheidsobligaties in de perifere landen van het eurogebied daalden naar hun laagste niveaus sinds de crisis, behalve in Griekenland, waar de onzekerheid over de politieke en financiële situatie zorgde voor een nieuwe verkrapping van de financieringsvoorwaarden. In mei was er wel een periode van grotere volatiliteit op de financiële markten, waarbij de rentetarieven een scherpe stijging en de beurzen een beperkte correctie lieten optekenen.



Ook het verloop op de valutamarkten werd in belangrijke mate getekend door verschillen in het monetair beleid. Zo zakte de euro, vooral vanaf begin 2015, verder weg tegen de achtergrond van de verdere versoepeling van het monetair beleid in het eurogebied die afstak tegen de verwachtingen omtrent het nakende begin van de normalisatie van dat monetair beleid in, vooral, de Verenigde Staten. Ook hier was er in mei een zekere correctie waarbij de euro opveerde t.o.v. de Amerikaanse dollar, ook al omdat de groeiverwachtingen voor de Amerikaanse economie na het zwakke eerste kwartaal neerwaarts werden bijgesteld en de verwachte normalisatie van het monetair beleid wat verder naar de toekomst verschoof.

De grondstoffenprijzen zijn sinds medio vorig jaar sterk gedaald, waarbij vooral de olieprijs spectaculair

terugliepen. Ondanks een lichte toename van de olieprijs in het begin van dit jaar en, meer recent, van de industriële grondstoffen, liggen deze nog steeds op een laag niveau. Hoewel de meer algemene daling van de grondstoffenprijzen doet vermoeden dat ook vraagfactoren een rol hebben gespeeld, was de scherpe afname van de olieprijs voornamelijk het gevolg van aanbodfactoren, en met name het stijgende aanbod van niet-conventionele olie en de OPEC-beslissing om de productiequota niet te verminderen. Over het algemeen wordt daarom aangenomen dat de daling van de olieprijs een positieve impact zal hebben op de mondiale groei, via het effect op het reële inkomen van de huishoudens en de kostenstructuur van de bedrijven, dat het reële inkomensverlies van de olieproducenten zou compenseren.

## Kader 2 – Hypothesen voor de projecties

De in dit artikel voorgestelde macro-economische vooruitzichten voor België maken deel uit van de gezamenlijke projecties van het Eurosysteem voor het eurogebied. Deze voorspellingsoefening is gebaseerd op enkele technische hypothesen en vooruitzichten met betrekking tot de internationale omgeving, die gezamenlijk worden vastgelegd door de deelnemende instellingen, namelijk de ECB en de nationale centrale banken van het eurogebied.

Bij de bepaling van de toekomstige wisselkoersen wordt er van uitgegaan dat deze voor de volledige projectieperiode constant zullen blijven op het peil dat gemiddeld werd opgetekend tijdens de laatste tien werkdagen vóór de vastlegging van de hypothesen op 13 mei 2015. Voor de Amerikaanse dollar gold toen een wisselkoers van \$ 1,12 voor 1 euro. Hoewel de euro sinds midden april opnieuw duurder is geworden, ligt deze koers nog duidelijk onder het gemiddelde niveau van \$ 1,33 in 2014.

De hypothesen voor het verloop van de olieprijs, waarbij zoals gewoonlijk rekening wordt gehouden met de marktverwachtingen die blijken uit de termijncontracten op de internationale markten, zijn na de forse prijsdaling die in het najaar van 2014 begon en groter was dan verwacht, flink neerwaarts bijgesteld. Volgens de informatie van medio mei 2015 zou de prijs van een vat Brent-olie in de projectieperiode wel geleidelijk terug stijgen van gemiddeld \$ 63,9 in het tweede kwartaal van 2015 tot meer dan \$ 73 in het laatste kwartaal van 2017. Dat is evenwel nog steeds ver onder het in de eerste jaarhelft van 2014 bereikte peil.

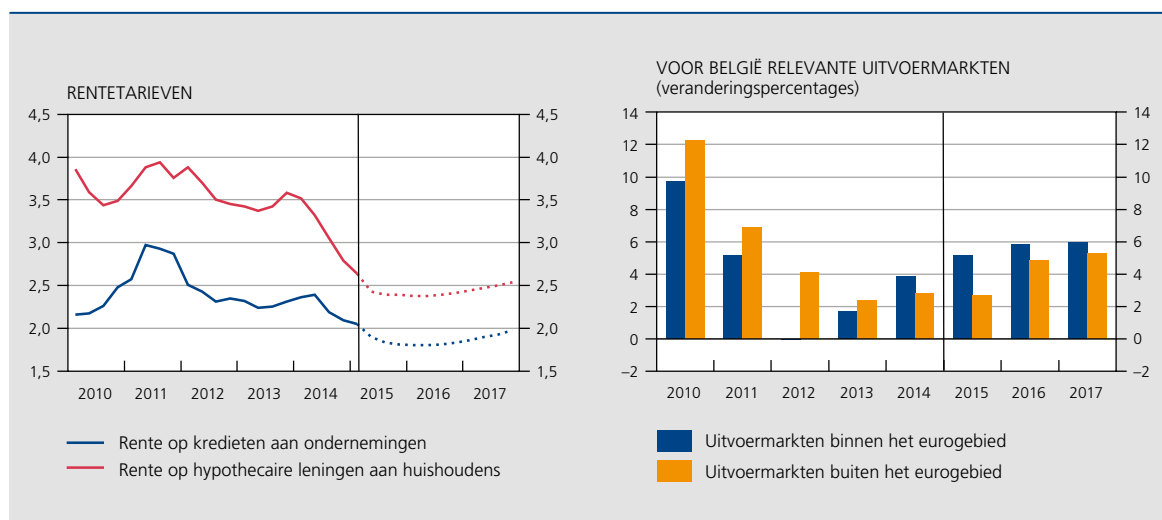
Ook de hypothesen met betrekking tot de rentetarieven berusten op marktvooruitzichten van medio mei 2015. De rente op driemaands interbancaire deposito's lag in het tweede kwartaal van 2015 nog steeds op een uitzonderlijk laag peil rond nul. De korte rente zou nog geruime tijd op een dergelijk laag peil blijven en zou pas tegen het einde van de projectieperiode enigszins toenemen, tot zowat 30 basispunten eind 2017. Ook het peil van de Belgische lange rente, die begin mei sterk is toegenomen, zou geleidelijk aantrekken, van 0,8 % in het tweede kwartaal van dit jaar tot meer dan 1,5 % eind 2017. Ondanks de recente toename werden de vooruitzichten voor de langetermijnrente, in vergelijking met de hypothesen voor de recentste najaarsramingen, vrij sterk neerwaarts aangepast.

In het verwachte verloop van de rentes die banken toepassen op investeringskredieten van ondernemingen en op hypothecaire kredieten van particulieren, wordt rekening gehouden met de transmissie die doorgaans wordt vastgesteld ten opzichte van de markrentes. Die doorberekening lijkt sinds de tweede helft van 2014 wel enigszins



## RENTETARIEVEN EN VOLUMEGROEI UITVOERMARKTEN

(in %)



Bron: Eurosysteem.

groter geworden, wat te maken kan hebben met de verwachtingen rond de verdere liquiditeitsinjecties door de ECB en, in het bijzonder, de in januari 2015 aangekondigde kwantitatieve verruiming. In vergelijking met de najaarsprognoses werd dus ook de hypothecaire rente sterk neerwaarts herzien voor 2015 en, vooral, 2016. De gemiddelde hypothecaire rente zou in het tweede kwartaal van 2015 nog ongeveer 2,4 % bedragen en dat peil zou tegen eind 2017 slechts in heel beperkte mate oplopen. De gemiddelde rente op kredieten aan ondernemingen, die dicht aansluit bij het kortetermijnsegment, laat ook een redelijk vlak verloop zien: ze zou in de loop van dit jaar nog met zowat 10 basispunten afnemen alvorens weer licht op te veren aan het einde van de projectieperiode.

## HYPOTHESEN BIJ DE PROJECTIES VAN HET EUROSISTEEM

(in %, tenzij anders vermeld)

|  | 2015                      | 2016 | 2017 |
|--|---------------------------|------|------|
|  | (jaargemiddelden)         |      |      |
| Wisselkoers van de euro t.o.v. de Amerikaanse dollar | 1,12                      | 1,12 | 1,12 |
| Aardolieprijs (Amerikaanse dollar per vat)           | 63,8                      | 71,0 | 73,1 |
| Driemaands interbancaire rente in euro               | 0,0                       | 0,0  | 0,2  |
| Rente op tienjaars obligaties van de Belgische Staat | 0,9                       | 1,2  | 1,5  |
| Rente op kredieten aan ondernemingen                 | 1,9                       | 1,8  | 1,9  |
| Rente op hypothecaire leningen aan huishoudens       | 2,5                       | 2,4  | 2,5  |
|  | (veranderingspercentages) |      |      |
| Voor België relevante uitvoermarkten (in volume)     | 4,2                       | 5,5  | 5,7  |
| Prijzen van de concurrenten bij de uitvoer           | 3,5                       | 2,0  | 1,9  |

Bron: Eurosysteem.



De mondiale economische groei, ongerekend het eurogebied, werd voor 2015 en 2016 in heel beperkte mate neerwaarts herzien sinds de najaarsprognoses van december 2014. Ook de handelsintensiteit van die groei bleef opnieuw enigszins onder de verwachtingen. Dat wordt evenwel meer dan gecompenseerd door het feit dat de sterker aantrekkende Europese economie de invoervraag vanuit het eurogebied, dat goed is voor meer dan de helft van de Belgische uitvoer, doet opveren. Al met al zou de groei van de voor België relevante buitenlandse afzetmarkten volgend jaar al duidelijk hoger liggen dan 5% – wat ten opzichte van de najaarsprognoses een opwaartse bijstelling is – en nog verder stijgen in 2017.

Het verloop van de Belgische uitvoer wordt niet alleen bepaald door de groei van die afzetmarkten, maar ook door het verloop van de marktaandeelen, en bijgevolg, door het Belgische concurrentievermogen. Wat de kostenaspecten van dit concurrentievermogen betreft, is het verloop van de door concurrenten op de uitvoermarkten gehanteerde prijzen van belang. In 2015 zouden de prijzen van de concurrenten op de uitvoermarkten met 3,5% stijgen, nadat ze in 2013 en 2014 telkens waren gedaald. Voor zowel 2016 als 2017 wordt een matigere stijging van ongeveer 2,0% verondersteld. Voor 2015 en 2016 betekent dit een opwaartse bijstelling in vergelijking met de najaarsprognoses, wat natuurlijk in belangrijke mate te maken heeft met de koersval van de euro, gemeten aan de hand van de reële effectieve wisselkoers.

Al met al heeft de bijstelling van de hypothesen in vergelijking met de recentste najaarsramingen een positieve impact op de Belgische groeivoorzichten.

## 1.2 De ramingen voor het eurogebied

De voorjaarsprognoses van het Eurosysteem zijn voor het eurogebied duidelijk gunstiger dan de recentste najaarsprognoses en sluiten heel dicht aan bij de ECB-ramingen van maart 2015. De groei zou dit jaar fors aantrekken tot 1,5% en zou in 2016-2017 al zowat 2% belopen. Het herstel wordt daarbij ondersteund door de gunstige randvoorwaarden, zoals de goedkopere euro en het lage rentepeil, die mede in de hand werden gewerkt door het monetair beleid, met onder meer de bovenvermelde kwantitatieve verruiming waartoe de Raad van Bestuur van de ECB in januari 2015 heeft besloten. De economische groei zou niet enkel worden aangewakkerd door een stijgende uitvoer maar zou eveneens tot uiting komen in een krachtige toename van de binnenlandse vraag en, meer bepaald, van de particuliere consumptie en de investeringen.

De inflatie in het eurogebied heeft in januari 2015 een dieptepunt bereikt maar is sindsdien, vooral onder invloed van de terug gestegen olieprijs, weer toegenomen. De prognoses wijzen op een verdere stijging van de inflatie tot gemiddeld 1,8% in 2017. Dat is slechts ten dele toe te schrijven aan de veronderstelde ommekeer in de prijsdruk van de volatiele componenten, zoals de olieprijs. Ook de onderliggende inflatie, dat is

de inflatie ongerekend die volatiele componenten, zou tijdens de projectieperiode immers toenemen. Deze toename houdt verband met de stijgende vraag en de aantrekkende loongroei maar ook met de vertraagde impact van de zwakkere euro die invoer duurder maakt.

Het recente herstel op de arbeidsmarkt was krachtiger dan op basis van historische verbanden tussen werkgelegenheid en economische groei kon worden verwacht. De loonmatiging en de doorgevoerde arbeidsmarktthermingsvormingen lijken dat herstel te schragen en zouden de arbeidsintensiteit van de groei hebben verhoogd. De werkgelegenheid zou in de volgende jaren verder opveren, al zou deze groei tegen het einde van de projectieperiode al worden afgeremd door aanbodsbeperkingen in bepaalde landen waar de werkloosheidsgraad al tot een heel laag peil is gedaald. Voor het eurogebied als geheel zou de werkloosheidsgraad verder afnemen tot 10% in 2017, wat 2 procentpunt lager is dan het in 2013 bereikte peil.

Het gemiddelde begrotingstekort van het eurogebied zou afnemen tot 1,5% bbp in 2017. Die verbetering is evenwel vooral toe te schrijven aan de aantrekkende conjunctuur en de nog verder dalende rentelasten door het ongewoon lage rentepeil. Het begrotingsbeleid zou over de beschouwde periode vrijwel neutraal zijn.

**TABEL 2** PROJECTIES VAN HET EUROSISTEEM VOOR HET EUROGEBIED

(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)

|  | 2015 r | 2016 r | 2017 r |
|--|--------|--------|--------|
| Bbp naar volume .....  | 1,5    | 1,9    | 2,0    |
| Finale consumptieve bestedingen van de huishoudens en de izw's           | 1,9    | 1,6    | 1,6    |
| Finale consumptieve bestedingen van de overheid .....                    | 0,7    | 0,7    | 0,8    |
| Brutovorming van vast kapitaal ..  | 1,9    | 3,5    | 3,9    |
| Uitvoer van goederen en diensten   | 4,2    | 5,4    | 5,6    |
| Invoer van goederen en diensten  | 4,8    | 5,8    | 5,9    |
| Inflatie (HICP) .....  | 0,3    | 1,5    | 1,8    |
| Onderliggende inflatie <sup>(1)</sup> .....                              | 0,8    | 1,4    | 1,7    |
| Binnenlandse werkgelegenheid ..  | 0,9    | 0,9    | 1,0    |
| Werkloosheidsgraad <sup>(2)</sup> .....                                  | 11,1   | 10,6   | 10,0   |
| Financieringsbehoefte (-) of -vermogen van de overheid <sup>(3)</sup> .. | -2,1   | -1,8   | -1,5   |

Bron: ECB.

(1) Gemeten aan de hand van de HICP ongerekend voedingsmiddelen en energiedragers.

(2) In % van de beroepsbevolking.

(3) In % bbb.

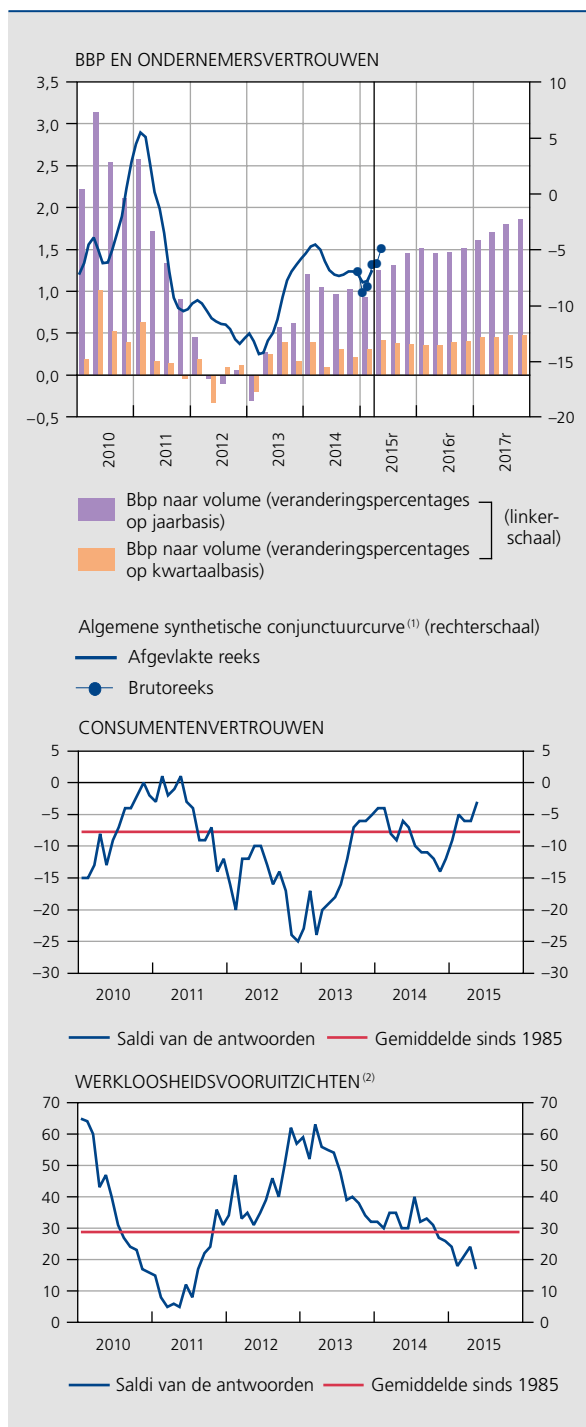
## 2. Bedrijvigheid en vraag

Sinds de tweede jaarhalf van 2014 groeit de Belgische economie in een relatief constant gematigd tempo dat overeenstemt met een jaargroei van iets meer dan 1%. De flash-raming van het INR, waarmee de najaarsprognoses van de Bank voor de groei in het derde kwartaal van 2014 rekening hielden, werd sindsdien nog heel licht opwaarts herzien tot 0,3%. Volgens de huidige kwartaalstatistieken werd voor het laatste kwartaal van vorig jaar (0,2%) en het eerste kwartaal van 2015 (0,3%) ongeveer dezelfde kwartaalgroei opgetekend, wat vrijwel perfect overeenstemt met de najaarsprognoses. De groei wordt daarbij vooral geschraagd door het verder aantrekken van de bedrijvigheid in de marktdiensten, terwijl die van de verwerkende nijverheid in het laatste kwartaal van vorig jaar licht terugliep. Wat de bestedingscomponenten betreft, werd de sterke groei van de particuliere consumptie in de tweede jaarhalf ten dele gecompenseerd door een negatieve bijdrage van de netto-uitvoer, zelfs na correctie voor bepaalde specifieke aankopen van investeringsgoederen in het buitenland die, naast de bedrijfsinvesteringen, ook de invoercijfers hebben verhoogd.

De opleving van de Belgische economie blijft wel matiger dan die in het eurogebied. Daar lag de groei in de twee

**GRAFIEK 2** VERLOOP VAN HET BBP EN VERTROUWENSINDICATOREN

(voor seizoen- en kalenderinvloeden gezuiverde gegevens, tenzij anders vermeld)



Bronnen: INR, NBB.

(1) Niet voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

(2) Wat de werkloosheidsvooruitzichten betreft, wijst een stijging van de grafiek op een minder gunstige ontwikkeling en een daling op een gunstigere ontwikkeling.

afgelopen kwartalen iets hoger. Het Belgische herstel blijft ook achter bij de groei in de drie belangrijkste buurlanden.

Hoewel de eerste kwartaalstatistieken steeds met enige voorzichtigheid moeten worden geïnterpreteerd, lijkt dat erop te wijzen dat andere landen meer profijt trekken uit de verbeterde conjunctuur in het eurogebied.

Het nog matige groeitempo dient ook te worden gezien tegen de achtergrond van het moeizame herstel van het producentenvertrouwen. Dat laatste is sinds de lente van vorig jaar geleidelijk afgekald en komt, ondanks het beperkte herstel in de afgelopen maanden, nog steeds amper boven het langjarige gemiddelde uit. Ook de synthetische indicator van het consumentenvertrouwen is in de loop van vorig jaar verzwakt en pas vanaf eind 2014 opnieuw sterk verbeterd. De voor het verloop van de conjunctuur, en dan vooral de particuliere consumptie, belangrijke deelindicator van dat consumentenvertrouwen die peilt naar de werkloosheidsverwachtingen van de respondenten, vertoont evenwel een sterke trendmatige en bijna ononderbroken verbetering sinds begin 2013.

De in de Bank gebruikte nowcastingmodellen, zoals het BREL-model dat is beschreven in het Economisch Tijdschrift van juni 2014, maken onder meer gebruik van dergelijke vertrouwensindicatoren, maar ook van andere gegevens die met een hogere frequentie en sneller beschikbaar zijn dan de kwartaalstatistieken, voor het maken van kortetermijnvoorspellingen. Op basis van die voorspellingen kan op dit moment ook voor het tweede kwartaal van 2015 een net iets hoger groeicijfer van 0,4% worden verwacht. Dat groeitempo zou volgens de

huidige prognoses ook worden aangehouden in de tweede jaarhelft, wat de jaargroei voor 2015 doet uitkomen op zowat 1,2%. Tijdens de twee volgende jaren zou de bedrijvigheid wel geleidelijk versnellen tot 1,7% in 2017.

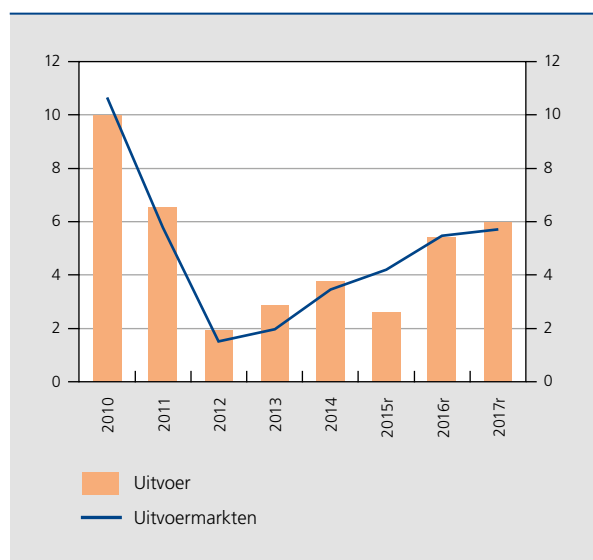
Wat de jaarcijfers betreft, is de toename van de groei in de projectieperiode vooral te danken aan de stijgende bijdrage van de netto-uitvoer, aangezien de gunstige effecten van de loonkostenbeheersing op de concurrentiekracht op termijn leiden tot een sterker opverende uitvoer. De bijdrage van de binnenlandse vraag ongerekend voorraadwijzigingen zou dit jaar kleiner uitvallen, al komt dat in belangrijke mate door het verdwijnen van specifieke transacties die in 2014 de bedrijfsinvesteringen maar ook de invoer hebben opgevoerd. In 2016 zou die bijdrage ongewijzigd blijven op 1,3 procentpunt en ze zou slechts licht toenemen in 2017. Voorraadwijzigingen, ten slotte, hebben de bbp-groei in de drie vorige jaren met een gemiddelde negatieve bijdrage van 0,8 procentpunt sterk afgeremd. Hoewel het geenszins valt uit te sluiten dat de ondernemingen in de nabije toekomst hun voorraden trager zullen verminderen of sneller zullen opbouwen, werd zoals gebruikelijk voor alle kwartalen in de projectieperiode uitgegaan van de technische hypothese dat de voorraadwijziging groeineutraal zou zijn, ook al vanwege de grote statistische onzekerheid rond dit concept.

In 2015 is de groeibijdrage van de netto-uitvoer nog ongeveer nihil en dus iets lager dan in 2014. De Belgische uitvoer zal nochtans duidelijk profijt trekken van de verbetering van de concurrentiekracht op het vlak van de kosten. In dat verband wordt de impact van de heel matige recente groei van de loonkosten nog vergroot door het kostenvoordeel van de goedkoper geworden euro die de rechtstreekse of onrechtstreekse uitvoer naar markten buiten het eurogebied ondersteunt. De kwartaalgroei van de Belgische uitvoer neemt dan ook toe in vergelijking met 2014 en overtreft duidelijk de groei van de afzetmarkten. Op jaarbasis is de sterke groei van de uitvoer veel minder zichtbaar en ligt hij zelfs lager dan vorig jaar, wat te maken heeft met overloopeffecten die o.m. voortkomen uit de forse inkrimping van de uitvoer in het laatste kwartaal van 2014 volgens de huidige statistische gegevens. Dat overloopeffect verklaart ook waarom, op jaarbasis, in 2015 nog een verlies aan marktaandeel wordt opgetekend. Daarenboven zal de invoer opnieuw worden opgevoerd door bijkomende belangrijke aankopen van specifieke investeringsgoederen in het buitenland.

Volgens de prognoses zou de uitvoergroei tijdens de twee volgende jaren evenwel verder aantrekken en dan wel resulteren in een positieve en toenemende groeibijdrage van de netto-uitvoer. Hoewel de koers van de euro volgens de hypothesen vanaf mei 2015 ongewijzigd blijft en

### GRAFIEK 3 UITVOER EN UITVOERMARKTEN

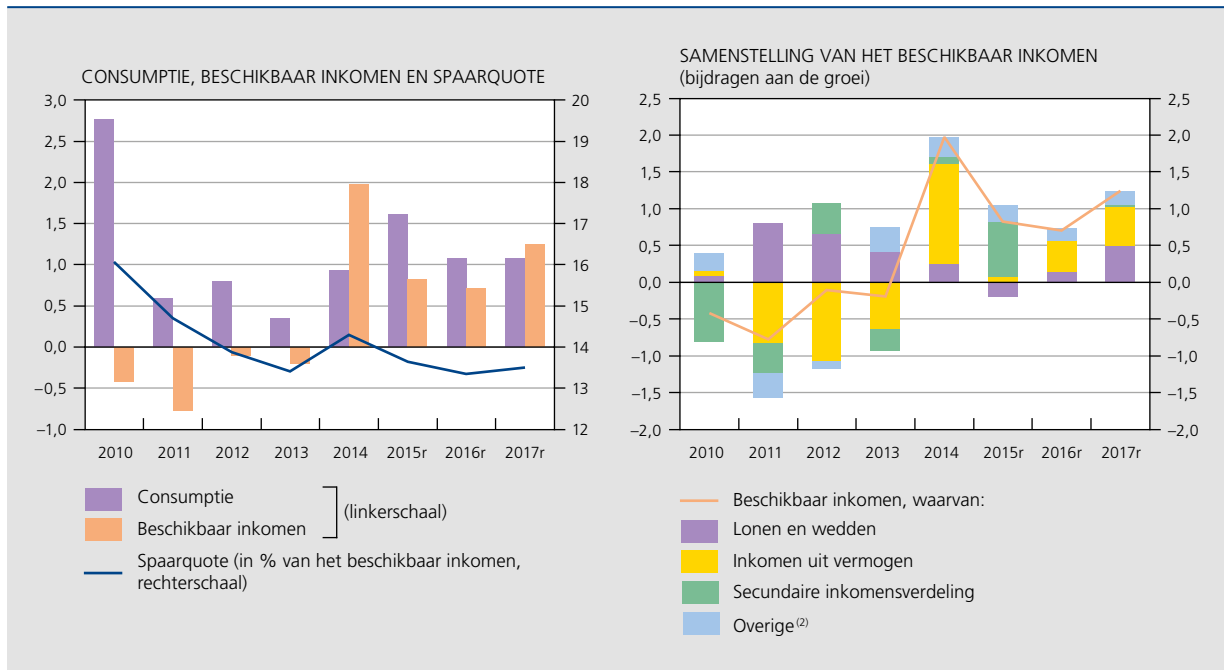
(voor seizoen- en kalenderinvloeden gezuiverde gegevens, veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)



Bronnen: INR, NBB.

**GRAFIEK 4 CONSUMPTIE EN BESCHIKBAAR INKOMEN<sup>(1)</sup> VAN DE PARTICULIEREN**

(gegevens naar volume, veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)



Bron: NBB.

(1) Gegevens gedeïflecteerd aan de hand van de deflator van de consumptieve bestedingen van de particulieren.

(2) De categorie 'overige' omvat het bruto-exploitatatieoverschot en het bruto gemengd inkomen (van de zelfstandigen).

dus geen impact meer heeft op het verloop van de relatieve kosten van de ondernemingen binnen en buiten het eurogebied, wordt de Belgische uitvoer verder geschaagd door winsten inzake kostenconcurrentiekracht die te danken zijn aan de beleidsmaatregelen ter beperking van de loonkosten. Dat zorgt er ook voor dat de Belgische uitvoerders hun marktaandeel gedurende de hele projectieperiode verder zouden blijven uitbreiden, wat ook al het geval was tijdens de afgelopen vier jaren. Aangezien de invoer, mede door de verbeterde concurrentiekracht, iets trager zou toenemen, is de groeibijdrage van de netto-uitvoer in alle kwartalen vanaf de tweede helft van 2015 positief. De groeibijdrage zou volgens de prognoses wel in beperkte mate afkalven tegen het einde van de projectieperiode aangezien de loonkosten vooral in 2017 weer iets sneller beginnen toe te nemen.

Het feit dat de groei van de binnenlandse bestedingen ongerekend voorraadwijzigingen in de hele projectieperiode slechts weinig toeneemt, verhult divergerende ontwikkelingen voor de deelcomponenten van de binnenlandse vraag. Daarbij neemt de bijdrage van de particuliere consumptie geleidelijk af en wordt voor de twee laatste jaren ook een beperkte groei van de overheidsconsumptie verwacht, terwijl de stijging van de investeringen toeneemt.

De particuliere consumptie is in de tweede helft van 2014, met een gemiddelde kwartaalgroei van 0,6%, relatief sterk toegenomen. De bovenvermelde verbetering in de werkloosheidsverwachtingen, die positieve vertrouwenseffecten heeft gesorteerd, is daar niet vreemd aan. Een andere bepalende factor is de gunstige impact van de forse daling van de olieprijs op de reële gezinsinkomens. Volgens de huidige prognoses zou dat hoge groeitempo van de particuliere consumptie evenwel geleidelijk terugvallen tot een veel lager tempo van zowat 0,2% per kwartaal en pas in de loop van 2017 weer enigszins opveren.

Deze vertraging in de consumptie van de particulieren houdt vooral verband met het verloop van hun inkomens, en dan meer bepaald de inkomens uit arbeid en de vervangingsuitkeringen die relatief minder worden gespaard dan de vermogensinkomens. Ondanks de stijgende werkgelegenheid en de (geringe) toename van de contractuele lonen in 2016 zou de reële groei van de arbeidsinkomens in 2015 negatief en volgend jaar uiterst beperkt blijven ten gevolge van de indexsprong. Pas in 2017, wanneer de indexeringsmechanismen opnieuw geleidelijk in werking treden, zouden de arbeidsinkomens sterker oplopen dan in 2013 en 2014. Rekening houdend met de gebruikelijke inertie in de verandering van consumptiepatronen,

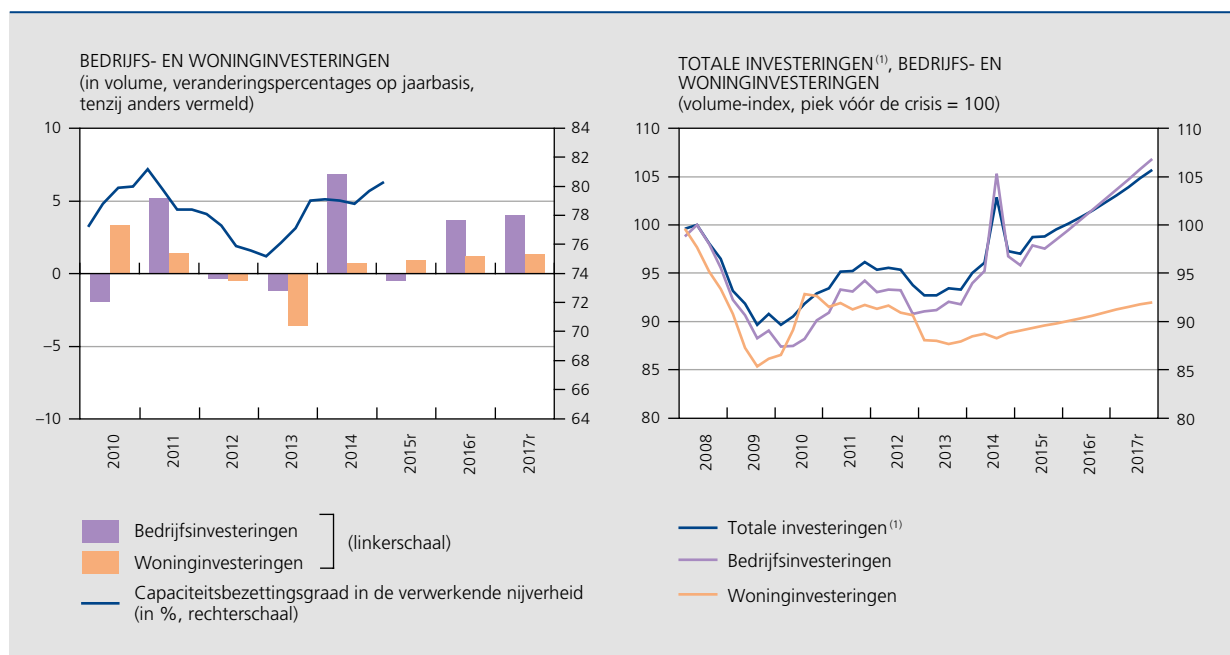
zouden de gezinnen hun consumptie evenwel slechts geleidelijk aan dat inkomensverloop aanpassen, waardoor de spaarquote nog afneemt tot een historisch laag peil. Daarmee wordt de trendmatige daling, die vorig jaar was onderbroken door de heel scherpe stijging van de vermogensinkomens die relatief meer worden gespaard, nog voortgezet tot 2016. In het laatste jaar van de projectieperiode zou de spaarquote van de particulieren dan licht aantrekken, wat vooral te maken heeft met het stijgende belang van de vermogensinkomens, onder meer tegen de achtergrond van de toenemende rente.

Voorts wijzen de prognoses op een trage reële toename van de investeringen in woningen. Na twee opeenvolgende jaren van inkrimping, vertoonden die investeringen in 2014 voor het eerst weer een nog beperkte positieve groei op jaarbasis. Volgens de prognoses zou die nog geleidelijk toenemen in de projectieperiode, waarbij de groei verder wordt ondersteund door de heel lage nominale hypotheekrente. De hervorming van de woonbonus, die zeker in het Vlaamse gewest op termijn een belangrijke financiële weerslag heeft voor de gezinnen, zou slechts een relatief beperkte invloed hebben op de trendmatige groei van de investeringen. Ondanks het geleidelijke herstel zouden de investeringen in woningen aan het einde van de projectieperiode naar volume nog steeds zowat 8% onder het vóór de grote recessie bereikte peil liggen.

De beperkte daling van de bedrijfsinvesteringen naar volume in 2015 vloeit vooral voort uit het grotendeels verdwijnen van de bovenvermelde specifieke factoren die de investeringen (en de invoer) vorig jaar hebben opgekrikt. Ongerekend deze specifieke factoren, zouden de bedrijfsinvesteringen naar volume gestaag toenemen in een relatief constant tempo dat overeenkomt met een jaargroei met zowat 4%. De grote cashreserves, het toenemende exploitatie-overschot en de lage rente alsook de versoepelde financieringsvoorwaarden werken het herstel van de investeringen in de hand. Bovendien ligt de bezettingsgraad van de productiecapaciteit in de verwerkende nijverheid al enige tijd opnieuw enigszins boven het langjarige gemiddelde. De toenemende vraag zal dan ook in steeds grotere mate aanleiding geven tot uitbreidingsinvesteringen. De stijgende impact hiervan op de investeringsgroei zou in heel beperkte mate worden gecompenseerd door de veronderstelde toename van de rente vanaf begin 2016.

Wat de overheidsbestedingen betreft, zou het groeitempo van de overheidsconsumptie vanaf volgend jaar ten gevolge van de consolidatiemaatregelen, waaronder de inkrimping van het personeelsbestand, afzwakken tot een ongewoon laag niveau dat ook duidelijk onder het groeitempo van de particuliere consumptie ligt. De overheidsinvesteringen zouden dit jaar onder meer door de versnelde scholenbouw in het Vlaamse gewest

**GRAFIEK 5** PARTICULIERE INVESTERINGEN



Bronnen: INR, NBB.  
(1) Omvat ook de overheidsinvesteringen.



**TABEL 3** BBP EN VOORNAAMSTE BESTEDINGSCATEGORIEËN

(voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens naar volume; veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)

|   | 2013       | 2014       | 2015 r     | 2016 r     | 2017 r     |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|
| Consumptieve bestedingen van de huishoudens en de izw's ...           | 0,3        | 0,9        | 1,6        | 1,1        | 1,1        |
| Consumptieve bestedingen van de overheid .....                        | 1,1        | 1,0        | 1,2        | 0,6        | 0,8        |
| Bruto-investeringen van vaste activa .....                            | -2,1       | 5,1        | 0,7        | 2,7        | 3,2        |
| van de overheid .....   | -4,3       | 4,2        | 8,1        | -0,4       | 1,2        |
| in woningen .....   | -3,5       | 0,8        | 1,0        | 1,2        | 1,3        |
| van de ondernemingen .....  | -1,2       | 6,9        | -0,4       | 3,7        | 4,1        |
| <i>p.m. Binnenlandse bestedingen, ongerekend voorraadwijziging ..</i> | <i>0,0</i> | <i>1,9</i> | <i>1,3</i> | <i>1,3</i> | <i>1,5</i> |
| Voorraadwijziging <sup>(1)</sup> .....                                | -0,7       | -1,0       | -0,1       | 0,0        | 0,0        |
| Netto-uitvoer van goederen en diensten <sup>(1)</sup> .....           | 1,0        | 0,2        | 0,0        | 0,2        | 0,3        |
| Uitvoer van goederen en diensten .....                                | 2,9        | 3,8        | 2,6        | 5,4        | 6,0        |
| Invoer van goederen en diensten .....                                 | 1,7        | 3,6        | 2,6        | 5,3        | 5,8        |
| Bruto binnenlands product .....                                       | 0,3        | 1,1        | 1,2        | 1,5        | 1,7        |

Bronnen: INR, NBB.

(1) Bijdrage aan de verandering van het bbp t.o.v. het voorgaande jaar, in procentpunt.

een sterke stijging naar volume vertonen waarna een beperkte terugval in 2016 en een matige groei in 2017 zouden volgen.

### 3. Arbeidsmarkt

In 2014 is de arbeidsproductiviteit vrij sterk opgeveerd, wat niet ongewoon is in de eerste fase van een economisch herstel. Het arbeidsvolume is dan ook slechts in beperkte mate toegenomen: de stijging van de werkgelegenheid werd grotendeels gecompenseerd door een opmerkelijke afname van het gemiddeld aantal gewerkte uren. Hoewel de prognoses wijzen op een verdere productiviteitsgroei, weliswaar in een meer gematigd tempo, zou de economische groei tijdens de projectieperiode in belangrijkere mate worden geschraagd door arbeidsinzet.

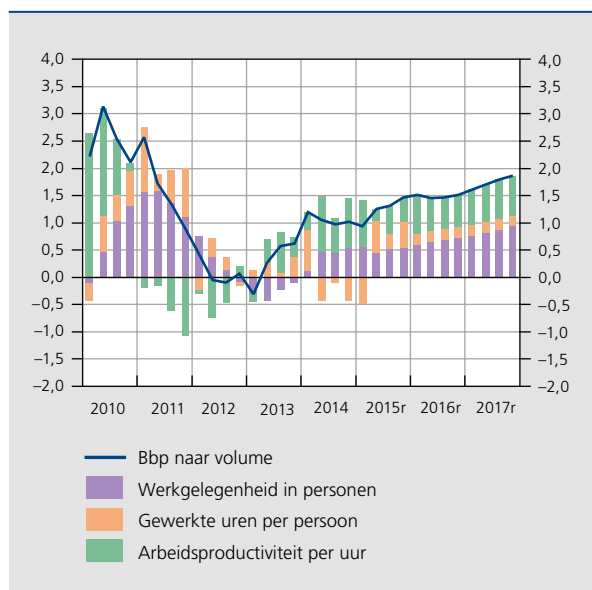
Het herstel van het arbeidsvolume zou in 2015 derhalve aan kracht winnen en de twee volgende jaren aanhouden. Het gemiddeld aantal gewerkte uren per persoon zou in een relatief constant tempo toenemen, hoewel het verloop ervan op jaarbasis in 2015 nog sterk wordt beïnvloed door de grote schommelingen in 2014. Als gevolg van de zeer zachte winter lag de gemiddelde arbeidsduur in het eerste kwartaal veel hoger dan normaal, vooral in de bouwnijverheid. In het tweede kwartaal zorgden ongunstige weersomstandigheden voor een omgekeerd effect. In het vierde kwartaal, tot slot, hebben de stakingen het aantal gewerkte uren per persoon duidelijk beperkt.

Al met al zou de werkgelegenheid over de periode 2015-2017 met 94 000 eenheden toenemen. De vraag naar arbeid wordt hierbij niet alleen beïnvloed door de toenevende groei van de bedrijvigheid, maar ook door het feit dat het beleid van loonkostenbeheersing deze productiefactor verhoudingsgewijs goedkoper maakt.

Tegen die achtergrond, en in tegenstelling tot de voorgaande jaren, zou de gesalarieerde werkgelegenheid in de zogenoemde conjunctuurgevoelige bedrijfstakken het meest bijdragen tot deze stijging. Ook de sterk gesubsidieerde bedrijfstak van de 'overige diensten' (voornamelijk de gezondheidszorg en maatschappelijke dienstverlening) zou een grote bijdrage leveren. Het weze opgemerkt dat het stijgingstempo van de werkgelegenheid in het stelsel van de dienstencheques, die grotendeels in de private marktsector geconcentreerd is, zal vertragen. Na elf jaren van krachtige groei, neemt het aantal terugbetaalde cheques sinds 2013 immers niet meer toe. Die ontwikkeling weerspiegelt enerzijds de geleidelijke verzadiging van de vraag (bijna een huishouden op vijf gebruikt dienstencheques), een effect dat versterkt wordt door de verhoging van de kostprijs voor de gebruikers, en anderzijds moeilijkheden bij de aanwerving van het door een hoge rotatiegraad gekenmerkt personeel. Het personeelsbestand in de bedrijfstak overheid en onderwijs zou gedurende heel de projectieperiode teruglopen, als gevolg van de niet-vervanging van een deel van de natuurlijke afvloeiingen die de personeelskosten in de verschillende geleidingen van de

**GRAFIEK 6 BINNENLANDSE WERKGELEGENHEID, ARBEIDSDUUR EN PRODUCTIVITEIT**

(bijdrage aan de groei op jaarbasis van het bbp, in procentpunt, voor seizoen- en kalenderinvloeden gezuiverde gegevens)



Bronnen: INR, NBB.

overheid moeten verminderen. Net als in het verleden, zou de zelfstandige werkgelegenheid daarentegen positief bijdragen tot de groei van de werkgelegenheid.

Opmerkelijk in dat verband is vooral de toename van het aantal gepensioneerden dat gebruik maakt van de uitbreiding van de mogelijkheden om pensioen en beroepsinkomen te combineren en de afgelopen jaren een zelfstandige loopbaan is gestart.

Hoewel de toename van de bevolking op arbeidsleeftijd stilvalt, blijft de beroepsbevolking groeien als gevolg van de verhoging van de participatiegraad. Deze groei zou evenwel lager uitvallen dan die van de werkgelegenheid, waardoor de werkloosheid zou afnemen, een daling die tijdens de verslagperiode overigens zou versnellen. Op jaarbasis zouden er in 2017 gemiddeld 562 000 niet-werkende werkzoekenden zijn, 35 000 minder dan in 2014. Deze ontwikkelingen zouden tot uiting komen in de geharmoniseerde werkloosheidsgraad, die zou afnemen van 8,5% van de beroepsbevolking in 2014 tot 7,9% in 2017.

De stijging van de participatiegraad tijdens de projectieperiode is ten dele toe te schrijven aan de eindeloopbaanmaatregelen van de huidige en de vorige regeringen: verhoging van de minimumleeftijd voor vervroegd pensioen, verstrenging van de leeftijdsvoorwaarden voor het stelsel van werkloosheid met bedrijfstoeslag (het vroegere brugpensioen), afschaffing van het statuut van oudere werkloze, verhoging van de leeftijdsgrenzen inzake beschikbaarheid voor de arbeidsmarkt voor nieuwe werklozen met bedrijfstoeslag, enz.

**TABEL 4 ARBEIDSAANBOD EN -VRAAG**

(voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens, verandering in duizenden personen t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)

|  | 2013  | 2014 | 2015 r | 2016 r | 2017 r |
|--|-------|------|--------|--------|--------|
| Bevolking op arbeidsleeftijd .....                                 | 12,0  | 7,5  | 8,4    | 7,4    | 1,7    |
| Beroepsbevolking .....   | 11,5  | 31,6 | 17,2   | 21,4   | 20,1   |
| Nationale werkgelegenheid .....                                    | -13,0 | 17,6 | 23,9   | 30,6   | 39,5   |
| Grensarbeiders .....   | -0,7  | -0,1 | 0,0    | 0,0    | 0,0    |
| Binnenlandse werkgelegenheid .....                                 | -12,4 | 17,7 | 23,9   | 30,6   | 39,5   |
| Zelfstandigen .....  | 6,7   | 7,2  | 7,9    | 8,9    | 9,4    |
| Loontrekkenden .....   | -19,1 | 10,6 | 16,0   | 21,8   | 30,1   |
| Conjunctuurgevoelige bedrijfstakken .....                          | -23,4 | 0,0  | 9,2    | 15,2   | 23,7   |
| Overheid en onderwijs .....  | 2,2   | 0,6  | -3,9   | -3,2   | -3,4   |
| Overige diensten .....   | 2,1   | 10,0 | 10,7   | 9,7    | 9,8    |
| Werkloosheid .....   | 24,5  | 14,0 | -6,7   | -9,2   | -19,4  |
| <i>p.m. Geharmoniseerde werkloosheidsgraad<sup>(1)</sup></i> ..... | 8,4   | 8,5  | 8,5    | 8,3    | 7,9    |

Bronnen: EC, INR, NBB.

(1) In % van de beroepsbevolking (15 jaar en ouder).

## 4. Prijzen en kosten

Deze voorjaarsprognoses houden rekening met een heel matige groei van de loonkosten. Zowel in 2015 als in 2016 zouden de uurloonkosten nog minder snel stijgen dan vorig jaar, toen de groei ervan ook al sterk was vertraagd. Pas in 2017 zouden de loonkosten weer opveren. Gelet op de geraamde arbeidsproductiviteit, betekent dit dat de loonkosten in de periode 2015-2016, net als vorig jaar, nagenoeg ongewijzigd blijven en in het laatste jaar van de projectieperiode met bijna 1% toenemen.

De projecties voor de loonkosten over de periode 2015-2016 worden sterk beïnvloed door de maatregelen van de federale regering om het concurrentievermogen van de Belgische economie te verbeteren, onder meer via de vermindering van de arbeidskosten. Een van de factoren die het meest bijdraagt tot de loonmatiging is de tijdelijke opschorting van de indexeringsmechanismen en de onrechtstreekse invloed daarvan op de inflatie.

De invoering van een indexesprong van 2% vanaf mei 2015 – via een blokkering van de afgevlakte gezondheidsindex, berekend als het gemiddelde van de gezondheidsindex over de vier laatste maanden – heeft een rechtstreeks effect op het verloop van de loonkosten. Hoewel bepaalde indexeringen nog zouden plaatsvinden als gevolg van de specifieke kenmerken van de gebruikte mechanismen, zou het effect daarvan op de loonstijging zeer beperkt zijn. Gelet op het verwachte verloop van

de gezondheidsindex, zou de blokkering duren tot het eerste kwartaal van 2017. Daarna zullen de indexeringen opnieuw plaatsvinden zoals vroeger. Te verwachten valt dat de lonen niet onmiddellijk zullen stijgen; het effect van de indexeringen zal geleidelijk zijn, afhankelijk van de talrijke stelsels die werden vastgelegd in de paritaire comités.

De reële conventionele lonen zouden in 2015 overigens bevroren blijven, in overeenstemming met de door de regering overgenomen bepalingen van het centraal akkoord voor de periode 2015-2016. In 2016, daarentegen, mogen de brutolonen met maximaal 0,67% worden verhoogd. Deze loonsverhogingen worden toegekend in een eerste schijf van 0,37%, onderworpen aan de werkgeversbijdragen voor de sociale zekerheid, en een tweede schijf van maximaal 0,3%, die vrijgesteld is van extra heffingen. Na drie jaar zonder reële verhoging van de loonschalen, kan worden verondersteld dat deze ruimte volledig zal worden benut, temeer daar naar verwachting spanningen zullen ontstaan in meerdere segmenten van de arbeidsmarkt, tegen de achtergrond van de economische opleving. Deze factor zou eveneens aanleiding geven tot rechtstreekse loonsverhogingen op het niveau van de ondernemingen, die geregistreerd worden in de loondrift.

In 2016 zou een nieuwe verlaging van de werkgeversbijdragen voor de sociale zekerheid bijdragen tot een vermindering van de loonkosten met 0,4 procentpunt. Deze maatregel maakt deel uit van een pakket

**TABEL 5** PRIJS- EN KOSTENINDICATOREN  
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)

|  | 2013 | 2014 | 2015 r | 2016 r | 2017 r |
|--|------|------|--------|--------|--------|
| Loonkosten in de private sector              |      |      |        |        |        |
| Loonkosten per gewerkt uur                   | 2,4  | 0,8  | 0,3    | 0,6    | 1,6    |
| waarvan indexering                           | 1,9  | 0,8  | 0,2    | 0,2    | 0,5    |
| Arbeidsproductiviteit <sup>(1)</sup>         | 0,2  | 0,9  | 0,3    | 0,6    | 0,7    |
| Loonkosten per eenheid product               | 2,2  | -0,1 | 0,0    | 0,1    | 0,9    |
| Onderliggende inflatietendens <sup>(2)</sup> | 1,4  | 1,5  | 1,5    | 1,3    | 1,4    |
| Prijzen van energiedragers                   | -4,6 | -6,0 | -7,2   | 2,5    | 1,0    |
| Prijzen van voedingsmiddelen                 | 3,6  | 0,8  | 1,5    | 1,9    | 1,9    |
| HICP   | 1,2  | 0,5  | 0,6    | 1,5    | 1,5    |
| Gezondheidsindex                             | 1,2  | 0,4  | 0,8    | 1,2    | 1,4    |

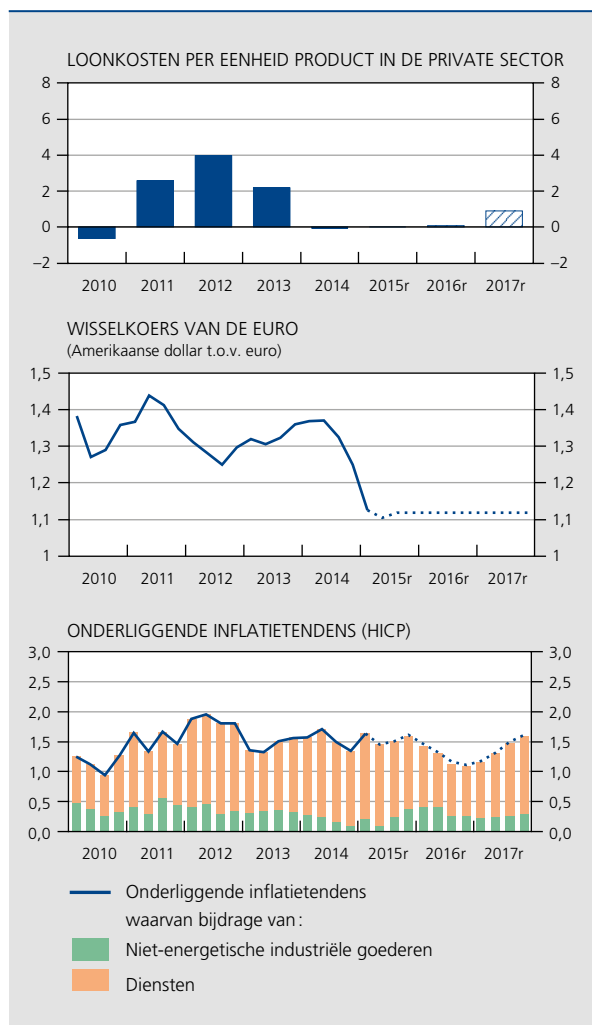
Bronnen: EC, INR, FOD Werkgelegenheid, Arbeid en Sociaal Overleg, NBB.

(1) Toegevoegde waarde naar volume per gewerkt uur door loontrekkenden en zelfstandigen.

(2) Gemeten aan de hand van de HICP ongerekend voedingsmiddelen en energiedragers.

## GRAFIEK 7 LOONKOSTEN EN ONDERLIGGENDE INFLATIETENDENS

(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)



Bron: NBB.

lastenverlagingen in de orde van € 960 miljoen, dat eveneens verminderingen van de bedrijfsvoorheffing omvat. Aangezien het 'loonsubsidies' betreft, worden deze laatste niet in aanmerking genomen bij de berekening van de loonkosten volgens de definitie van de nationale rekeningen, en dus ook niet in de beoordeling van het verloop van de loonkloof. De bijdragen zouden de loonkosten in 2015 licht negatief beïnvloeden, hoofdzakelijk als gevolg van de daling van de bijdrage aan het Fonds voor de sluiting van ondernemingen (FSO) en de normalisering van het aantal ontslagpremies na het effect van de aanzienlijke bedrijfsherstructureringen in 2014.

De conventionele verhogingen voor 2017 zijn nog niet bekend, aangezien de onderhandelingen over het toekomstig centraal akkoord pas eind 2016 van start gaan,

aan de hand van de op dat ogenblik door de Centrale Raad voor het Bedrijfsleven gerapporteerde loonkloof ten opzichte van de buurlanden. Eind 2014 had de CRB de loonkostenhandicap geraamd op 2,9%. De in deze projecties voorspelde versnelling van de loonkosten loopt niet vooruit op de resultaten van het volgende centraal akkoord. Behalve op het einde van de bevrozing van de indexeringen, berust ze op de hypothese dat de conventionele stijgingen ongeveer 1% zullen belopen, gelet op de groeimarge die vermoedelijk zal ontstaan door de geleidelijke vermindering van de gecumuleerde loonkloof sedert 1996 (in de wet van 1996 uitgedrukt als uurloonkosten). Al met al zou het verloop van de nominale uurloonkosten aanzienlijk vertragen, van 2,4% in 2013 tot 0,8% in 2014, vervolgens tot 0,5% in 2015 en tot 0,6% in 2016, waarna het groeitempo in 2017 opnieuw enigszins zou versnellen tot 1,6%.

Het heel matige verloop van de arbeidskosten zou in principe geleidelijk – met enige vertraging – tot uiting moeten komen in de prijsvorming, en meer bepaald in de onderliggende inflatietendens, waarin de prijzen van de volatiele componenten, namelijk levensmiddelen en energiedragers, niet zijn meegerekend. Op kortere termijn oefent de recente sterke koersdaling van de euro evenwel een opwaarts effect uit op de onderliggende inflatie. De goedkopere euro leidt immers tot hogere importprijzen, die de inflatie aanwakkeren voor goederen die worden ingevoerd of waarvoor ingevoerde intermediaire inputs worden gebruikt. Aangezien dat minder het geval is in de dienstensector, creëert dit vooral opwaartse prijsdruk bij de niet-energetische industriële goederen. Om die reden zou de onderliggende inflatie, die in de eerste vier maanden van 2015 al duidelijk is gestegen tot gemiddeld meer dan 1,6%, nog gedurende de rest van het jaar blijven schommelen rond dat peil. Pas daarna, wanneer het wisselkoerseffect is uitgedoofd, zou de impact van het vrijwel vlakke verloop van de loonkosten volgens de prognoses meer zichtbaar worden en de onderliggende inflatietendens doen afnemen tot iets meer dan 1% tegen eind 2016. In 2017 neemt de binnenlandse kostendruk dan weer toe door de sterkere loongroei, wat geleidelijk wordt weerspiegeld in een stijgende onderliggende inflatie.

Hier moet wel aan toegevoegd worden dat die onderliggende inflatie in België tot nu toe relatief hoog is gebleven in vergelijking met het eurogebied en de voornaamste buurlanden, vooral ten gevolge van meer persistente prijsstijgingen in de dienstensector. De doorberekening van de (loon)kosten in de prijzen hangt bovendien af van de graad van concurrentie op de markten en is niet noodzakelijk symmetrisch, zeker gelet op neerwaartse prijsrigiditeiten. Samen met het bestaan van diverse

indexeringsmechanismen in de prijsvorming, waardoor bepaalde prijzen slechts met vertraging aan de dalende inflatie worden aangepast, kan dat een mogelijke verklaring zijn voor de relatief persistente onderliggende inflatie. Volgens de huidige inflatievoorspellingen zullen de factoren die de onderliggende inflatie in het recente verleden hoog hebben gehouden, dus geleidelijk plaats maken voor de neerwaartse invloed van de heel matige binnenlandse kostendruk.

De totale inflatie wordt niet alleen bepaald door de onderliggende inflatietendens, maar ook door het prijsverloop van de zogeheten volatiele componenten, te weten de energiedragers en de voedselprijzen. Vooral door de forse prijsdaling voor deze eerste productcategorie is de inflatie in de recente periode duidelijk onder de onderliggende inflatietendens gebleven en van december 2014 tot maart 2015 zelfs negatief geweest. De impact van de gedaalde Brentprijs werd daarbij nog versterkt door de verlaging van het btw-tarief op elektriciteit van 21 % naar 6 %. Deze maatregel werd in april 2014 genomen in het kader van het pact voor competitiviteit en werkgelegenheid, en heeft een negatief effect gehad op prijsontwikkelingen voor elektriciteit tot en met april 2015.

Rekening houdend met de stijgende olieprijs volgens de in Kader 2 voorgestelde hypothesen, zou de negatieve weerslag van het prijsverloop van de energiedragers op de totale inflatie geleidelijk kleiner worden en vanaf 2016 omslaan in een positieve bijdrage. Samen met de verwachte sterkere toename van de voedselprijzen leidt dat, ondanks de eerst vlakke en vervolgens dalende onderliggende inflatietendens, tot een duidelijke stijging van de inflatie: dit jaar zal ze gemiddeld nog amper hoger zijn dan vorig jaar, maar vanaf 2016 loopt het jaargemiddelde al op tot 1,5 %. De gezondheidsindex, die berekend wordt als de nationale consumptieprijsindex, exclusief alcohol, tabak en motorbrandstoffen, zou eveneens toenemen van 0,8 % in 2015 naar 1,4 % in 2017.

## 5. Overheidsfinanciën

### 5.1 Financieringssaldo

Volgens door het INR in april 2015 gepubliceerde gegevens liet de Belgische overheid in 2014 een tekort van 3,2 % bbp optekenen. Tegen de eerder in dit artikel beschreven macro-economische achtergrond, zou dat tekort in 2015 uitkomen op 2,7 % bbp; in 2016 en 2017 zou het verder verminderen tot respectievelijk 2,4 en 2 % bbp.

De verbetering van het financieringssaldo is in belangrijke mate het gevolg van de daling van de rentelasten, aangezien verwacht wordt dat de overheidsleningen die op vervalddag komen, kunnen worden geherfinancierd aan voor de overheid gunstige rentetarieven. Voorts zouden de consolidatiemaatregelen die de federale regering en de regeringen van de gemeenschappen en gewesten genomen hebben, bijdragen aan de verbetering van het begrotingssaldo. Deze maatregelen zijn gericht op een vermindering van de overheidsuitgaven. Hierdoor zou het gewicht van de primaire uitgaven ten opzichte van het bbp afnemen, maar ook de overheidsontvangsten zouden dalen.

De tekorten zouden voornamelijk geconcentreerd zijn bij de federale overheid. De sociale zekerheid zou uitkomen op een evenwicht, aangezien ze van de federale overheid een dotatie ontvangt om dit resultaat te bereiken. De gewesten en gemeenschappen en de lokale overheid zouden beperkte tekorten laten optekenen.

Er zij opgemerkt dat bij deze projecties enkel rekening is gehouden met de reeds aangekondigde en voldoende gepreciseerde begrotingsmaatregelen. De invloed van de nog te nemen beslissingen, onder meer bij de opmaak van de begrotingen van 2016 en 2017, is er nog niet in verwerkt. In het stabiliteitsprogramma van april 2015 wordt gemikt op een terugkeer naar een structureel begrotingsevenwicht tegen 2018. Uit deze projecties blijkt dat het bereiken van deze doelstelling nog bijkomende consolidatiemaatregelen vereist.

### 5.2 Ontvangsten

De overheidsontvangsten, uitgedrukt in procenten bbp, zouden in 2015 met 0,4 procentpunt afnemen en met respectievelijk 0,3 en 0,1 procentpunt extra teruglopen in 2016 en 2017. Daarmee blijft de in 2014 ingezette daling van de ontvangsten aanhouden.

De inkrimping van de ontvangsten in 2015 is voornamelijk te wijten aan de afname van de inkomsten die de Staat ontvangt van verschillende financiële instellingen en aan een daling van de directe belastingen op de particulieren. Deze laatste ontvangsten worden immers gedrukt door de relatief geringe stijging van de loonsom enerzijds en door een reeks maatregelen anderzijds. Het gaat daarbij zowel om structurele maatregelen, zoals de verhoging van de via de bedrijfsvoorheffing aftrekbare forfaitaire beroepskosten, als om tijdelijke factoren, zoals het einde van het anticipatie-effect in verband met de maatregel over de liquidatieboni of de vertragingen bij de inkohieringen die de ontvangsten in 2014 nog hadden opgedreven. Ook

**TABEL 6** OVERHEIDSREKENINGEN<sup>(1)</sup>  
(in % bbp)

|  | 2014         | 2015 r       | 2016 r       | 2017 r       |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Gezamenlijke overheid</b>                             |              |              |              |              |
| Ontvangsten .....  | 51,1         | 50,7         | 50,4         | 50,3         |
| Fiscale en parafiscale ontvangsten .....                 | 44,7         | 44,6         | 44,3         | 44,2         |
| Overige .....  | 6,4          | 6,1          | 6,1          | 6,1          |
| Primaire uitgaven .....                                  | 51,3         | 50,7         | 50,2         | 49,9         |
| Primair saldo .....                                      | -0,2         | 0,1          | 0,2          | 0,4          |
| Rentelasten .....  | 3,1          | 2,7          | 2,5          | 2,3          |
| <b>Financieringsbehoefte (-) of -vermogen</b> .....      | <b>-3,2</b>  | <b>-2,7</b>  | <b>-2,4</b>  | <b>-2,0</b>  |
| <i>p.m. Effect van de niet-recurrente factoren</i> ..... | <i>0,4</i>   | <i>0,2</i>   | <i>-0,1</i>  | <i>0,0</i>   |
| Financieringssaldi per deelsector                        |              |              |              |              |
| Federale overheid .....                                  | -2,6         | -2,1         | -2,0         | -1,5         |
| Sociale zekerheid .....                                  | -0,1         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Gemeenschappen en gewesten .....                         | -0,3         | -0,4         | -0,3         | -0,2         |
| Lokale overheid .....                                    | -0,3         | -0,2         | -0,1         | -0,2         |
| <b>Schuld</b> .....                                      | <b>106,6</b> | <b>107,0</b> | <b>107,6</b> | <b>106,8</b> |

Bronnen: INR, NBB.

(1) Deze cijfers omvatten de voorschotten op de gewestelijke opcentiemen op de personenbelasting, alhoewel deze voorschotten volgens de methodologie van het ESR 2010 als louter financiële transacties worden beschouwd en de gewestelijke opcentiemen pas op het moment van de inkohiering in rekening worden gebracht.

de ontvangsten uit de fiscale regularisatie zouden sterk teruglopen. De vennootschapsbelasting zou daarentegen positief worden beïnvloed door de vermindering van de notionele interestaftrek voor de ondernemingen, als gevolg van de verlaging van de referentierente. Bovendien zouden de beperking op het gebruik van het stelsel van de notionele interesten door de banken en de belastingheffing op sommige intercommunales bijdragen tot de groei van deze ontvangsten. De vermogensheffingen, tot slot, zijn aan uiteenlopende invloeden onderhevig, waarbij het neerwaarts effect als gevolg van het geleidelijke einde van de fiscale regularisatie wordt gecompenseerd door de vervroegde inning van de belastingen op het pensioensparen en door het inhaaleffect van de vertraging bij de inkohiering van de successierechten in het Vlaams gewest.

De aanhoudende matiging van de loonstijgingen en de nieuwe toename van de forfaitaire beroepskosten zullen de fiscale en parafiscale ontvangsten in 2016 zeer duidelijk negatief beïnvloeden. Die factoren versterken het aanzienlijk effect van de terugkeer naar een inkohieringstempo van de personenbelasting dat meer in overeenstemming is met het verleden. Ook de bijdragen voor de sociale zekerheid zouden grotendeels teruglopen,

als gevolg van de maatregelen die werden genomen om de werkgeversbijdragen te verlagen, met het oog op de verbetering van het concurrentievermogen van de ondernemingen en het herstel van de werkgelegenheid. Alleen de opbrengsten uit de vennootschapsbelasting zouden toenemen, dankzij de verbetering van de rentabiliteit van de ondernemingen en de nieuwe daling van de referentierente voor de berekening van de belastingaftrek voor risicokapitaal. De indirecte belastingen zouden eveneens profijt trekken van de btw-maatregelen en de herinvoering van het kliksysteem voor diesel. De niet-fiscale en niet-parafiscale ontvangsten zouden dan weer relatief stabiel blijven.

In 2017 zou de voortzetting van het restrictieve loonbeleid de fiscale ontvangsten nog steeds negatief beïnvloeden, zij het in mindere mate dan de voorgaande jaren. De meeste ontvangsten, zowel fiscale als niet-fiscale, zouden vrijwel stabiel blijven ten opzichte van 2016.

### 5.3 Primaire uitgaven

De primaire uitgaven in verhouding tot het bbp zouden in 2015 en de twee volgende jaren aanzienlijk teruglopen.

De nominale overheidsuitgaven zouden dus minder snel stijgen dan de economische bedrijvigheid. In verhouding tot het bbp zouden de primaire uitgaven derhalve teruglopen van 51,3 % in 2014 tot 49,9 % in 2017.

Dat verloop weerspiegelt de besparingsmaatregelen van de regeringen die tot stand kwamen na de verkiezingen van 25 mei 2014. Het belangrijkste effect is toe te schrijven aan de indexsprong, die de groei van de sociale uitkeringen en de lonen in 2015 en 2016, en ten dele ook in 2017, aanzienlijk beperkt voor elke deelsector van de overheid. Bovendien heeft de federale overheid de ambitie haar werkingskosten te verlagen, via een daling van de aankopen van goederen en diensten en van haar personeelsbestand. Daarnaast heeft ze besloten haar subsidies aan overheidsbedrijven en haar budget voor ontwikkelingsamenwerking terug te schroeven. Ook de groei van de uitgaven voor de sociale zekerheid zal getemperd worden door een reeks maatregelen om de stijging van de uitgaven voor gezondheidszorg terug te brengen tot maximaal 1,5 %. De gemeenschappen en de gewesten, tot slot, hebben eveneens besparingsmaatregelen genomen, onder meer op het vlak van subsidies en onderwijs.

Na correctie voor de invloed van de niet-recurrente en conjuncturele factoren, alsook voor het indexeringseffect,

woulden de reële primaire uitgaven in 2015 een bescheiden stijging van 0,3 % laten optekenen, dat is 1 procentpunt lager dan de groei van het bbp naar volume. In 2016 en 2017 zouden de gecorrigeerde uitgaven enigszins sneller toenemen, met respectievelijk 0,6 en 1,3 %, maar nog steeds minder snel dan het reële bbp. Deze matiging, die onder meer kan worden toegeschreven aan de beperking van de sociale uitkeringen en de loonsom van het overheidspersoneel als gevolg van de indexsprong, zou de consolideringstendens versterken die zich de afgelopen jaren in de overheidsfinanciën heeft afgetekend.

## 5.4 Schuld

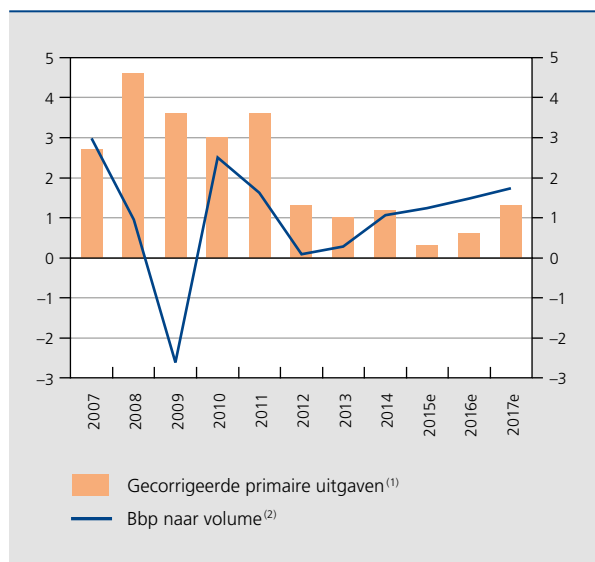
Sinds 2008 is de schuldgraad onophoudelijk gestegen, tot 106,6 % bbp aan het einde van 2014. In 2015 zou de overheidsschuld verder toenemen tot 107 % bbp.

De toename van de schuldgraad is het gevolg van endogene factoren die de schuldgraad opdrijven ten belope van 0,4 procentpunt bbp. Deze toename wordt veroorzaakt door een relatief lage groei van het nominale bbp, die zwakker zou uitvallen dan de impliciete rente op de overheidsschuld, in combinatie met het primair saldo van 0,1 % bbp.

De exogene factoren, die zo worden genoemd omdat ze een invloed hebben op de schuld maar niet op het financieringssaldo, zouden een licht opwaarts effect hebben op de schuld, ten belope van 0,1 procentpunt bbp. Dit is onder meer het gevolg van de verwachte toename van de leningen van de Vlaamse Maatschappij voor Sociaal Wonen en het Vlaams Woningfonds, de nieuwe terugbetaling door KBC ten belope van 0,1 % bbp en de geplande kapitaalvermindering door de Vlaamse gemengde distributienetbeheerders voor elektriciteit en gas ten gunste van Vlaamse gemeenten. Het beheer van de schuld zou zo goed als geen impact hebben op de schuldgraad. Het effect van de omvangrijke emissiepremies wordt immers gecompenseerd door, enerzijds, een relatief hoge betaalde couponrente ten opzichte van de marktrente en, anderzijds, geboekte verliezen ten gevolge van de annulering van renteswaps en andere afgeleide producten.

In 2016 zou de overheidsschuld verder toenemen tot 107,6 % bbp, onder invloed van exogene factoren in verband met het beheer van de overheidsschuld. In 2017 zou de schuldgraad dalen tot 106,8 % bbp onder impuls van de endogene factoren. Er wordt immers verwacht dat de nominale toename van het bbp hoger zal uitvallen dan de impliciete rente op de overheidsschuld, terwijl het primair saldo licht positief zou zijn. Aldus zou de overheidsschuld voor het eerst sinds het uitbreken van de financiële crisis, opnieuw op een neerwaarts pad worden gebracht.

**GRAFIEK 8** PRIMAIRE UITGAVEN VAN DE OVERHEID EN BBP  
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)



Bronnen : INR, NBB.

(1) Primaire uitgaven gedeïflecteerd aan de hand van de bbp-deflator en gecorrigeerd voor de invloed van conjuncturele, niet-recurrente en budgettair neutrale factoren, alsook voor het indexeringseffect. Dit is het effect dat voortvloeit uit het verschil tussen, enerzijds, de effectieve indexering (of de theoretische voor 2015 en 2016, als gevolg van de goedgekeurde indexsprong) van de bezoldigingen van het overheidspersoneel en de sociale uitkeringen en, anderzijds, het verloop van de bbp-deflator.

(2) Voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.



**TABEL 7** VERGELIJKING MET DE RAMINGEN VAN DE ANDERE INSTELLINGEN  
(in %)

| Instelling                | Publicatie-<br>datum    | Volumegroei bbp |      |      | Inflatie (HICP, tenzij anders vermeld) |      |      |
|---------------------------|-------------------------|-----------------|------|------|--|------|------|
|                           |                         | 2015            | 2016 | 2017 | 2015                                   | 2016 | 2017 |
| IMF .....                 | April 2015              | 1,3             | 1,5  | 1,5  | 0,1                                    | 0,9  | 1,1  |
| Consensus Economics ..... | Mei 2015                | 1,3             | 1,6  |      | 0,3                                    | 1,6  |      |
| EC .....                  | Mei 2015                | 1,1             | 1,5  |      | 0,3                                    | 1,3  |      |
| Federaal Planbureau ..... | Mei 2015 <sup>(1)</sup> | 1,2             | 1,6  | 1,7  | 0,2                                    | 1,2  | 1,2  |
| OESO .....                | Juni 2015               | 1,3             | 1,8  |      | 0,0                                    | 1,3  |      |
| NBB .....                 | Juni 2015               | 1,2             | 1,5  | 1,7  | 0,5                                    | 1,6  | 1,6  |

(1) Economische vooruitzichten 2015-2020. Voor de inflatiecijfers wordt de NICP weergegeven, die licht kan afwijken van de HICP.

## 6. Beoordeling van de risicofactoren

De huidige voorjaarsprognoses bevestigen het scenario van geleidelijk herstel en houden, mede door de goedkopere olie en euro, een beperkte opwaartse herziening in ten opzichte van de najaarsramingen. Ze liggen ook in de lijn van de ramingen van de andere instellingen: wat de economische groei betreft, wijken ze slechts in minimale mate af van die van het Federaal Planbureau en de Europese Commissie (EC). Van de recentste ramingen rekent enkel de OESO op een forsere groei. De inflatieramingen lopen iets sterker uiteen: de andere instellingen verwachten een tragere stijging van de inflatie, wat wellicht ten dele moet worden toegeschreven aan het feit dat deze voorjaarsprognoses, in vergelijking met de door de andere instellingen gebruikte hypothesen, uitgaan van een sterkere toename van de olieprijs tegen 2017. Deze relatief grote convergentie van de macro-economische ramingen mag de aandacht evenwel niet afleiden van de grote onzekerheid waarmee dergelijke projecties onvermijdelijk gepaard gaan.

In dat verband blijven er nog neerwaartse risico's bestaan inzake de externe omgeving. Zo kan een nieuwe toename van de geopolitieke spanningen verder wegen op de Europese groei. Daarnaast bestaat nog altijd het risico dat de groeivertraging in China en andere opkomende landen groter uitvalt of van langere duur is dan momenteel in de internationale hypothesen wordt aangenomen. Tot slot heerst er nog steeds onzekerheid over de duurzaamheid van het herstel in sommige geavanceerde landen, zoals het relatief zwakke eerste kwartaal van de Amerikaanse en de Britse economie recent nog aantoonde. Anderzijds kan het ook niet worden uitgesloten dat het herstel in het eurogebied krachtiger zal zijn, hetzij door een grotere

impact van de nog steeds relatief goedkopere euro op de netto-uitvoer, hetzij via de positievere weerslag van vertrouwenseffecten op de particuliere consumptie en investeringen.

Wat de financiële markten betreft, was het bij het afsluiten van de ramingen nog onduidelijk of de rust opnieuw is weergekeerd na de periode van sterke volatiliteit in mei. Verdere rentestijgingen of een verdere appreciatie van de euro kunnen wegen op het herstel. Daarnaast blijft de uitkomst van de onderhandelingen tussen Griekenland en de internationale schuldeisers een bron van onzekerheid.

Voorts dient gewezen te worden op de manier waarop de recente overheidsmaatregelen ter verbetering van de competitiviteit in de projecties zijn opgenomen. Zoals ook in de najaarsprognoses al het geval was en uitgebreid werd toegelicht in Kader 1 van het betreffende artikel van het Economisch Tijdschrift van december 2014, wordt ervan uitgegaan dat de tragere groei van de nominale lonen in belangrijke mate, zij het met enige vertraging, zal worden doorberekend in de prijzen. Indien die doorberekening anders verloopt (sneller of trager, meer of minder gedeeltelijk) of indien de economische subjecten zoals werkgevers, investeerders en buitenlandse afnemers van de Belgische uitvoer, op een andere manier reageren op lagere lonen en prijzen dan in deze projecties werd aangenomen, kan het verloop van de bedrijvigheid, de werkgelegenheid, het begrotingssaldo of de inflatie afwijken van deze voorjaarsprognoses.

Tot slot moet herinnerd worden aan het feit dat in deze ramingen uiteraard geen rekening wordt gehouden met mogelijke nieuwe overheidsmaatregelen in de toekomst.

## Bijlage

### PROJECTIES VOOR DE BELGISCHE ECONOMIE: SYNTHESE VAN DE BELANGRIJKSTE RESULTATEN

(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)

|   | 2014  | 2015 r | 2016 r | 2017 r |
|---|-------|--------|--------|--------|
| <b>Groei (voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens)</b>                                       |       |        |        |        |
| Bbp naar volume .....   | 1,1   | 1,2    | 1,5    | 1,7    |
| <b>Bijdragen aan de groei:</b>  |       |        |        |        |
| Binnenlandse bestedingen, ongerekend de voorraadwijziging                                       | 1,9   | 1,3    | 1,3    | 1,5    |
| Netto-uitvoer van goederen en diensten .....  | 0,2   | 0,0    | 0,2    | 0,3    |
| Voorraadwijziging .....   | -1,0  | -0,1   | 0,0    | 0,0    |
| <b>Prijzen en kosten</b>  |       |        |        |        |
| Geharmoniseerde consumptieprijsindex .....  | 0,5   | 0,6    | 1,5    | 1,5    |
| Gezondheidsindex .....  | 0,4   | 0,8    | 1,2    | 1,4    |
| Bbp-deflator .....  | 0,6   | 0,9    | 1,0    | 1,4    |
| Ruilvoet .....  | 0,5   | 1,0    | -0,3   | -0,2   |
| Loonkosten per eenheid product in de private sector .....                                       | -0,1  | 0,0    | 0,1    | 0,9    |
| Uurloonkosten in de private sector .....  | 0,8   | 0,3    | 0,6    | 1,6    |
| Productiviteit per arbeidsuur in de private sector .....  | 0,9   | 0,3    | 0,6    | 0,7    |
| <b>Arbeidsmarkt</b>   |       |        |        |        |
| Binnenlandse werkgelegenheid<br>(gemiddelde jaar-op-jaar verandering, in duizenden personen) .. | 17,7  | 23,9   | 30,6   | 39,5   |
| Totaal arbeidsvolume <sup>(1)</sup> .....   | 0,3   | 0,7    | 0,9    | 1,1    |
| Geharmoniseerde werkloosheidsgraad<br>(in % van de beroepsbevolking ouder dan 15 jaar) .....    | 8,5   | 8,5    | 8,3    | 7,9    |
| <b>Inkomens</b>   |       |        |        |        |
| Reëel beschikbaar inkomen van de particulieren .....  | 2,0   | 0,8    | 0,7    | 1,2    |
| Spaarquote van de particulieren<br>(in % van het beschikbaar inkomen) .....                     | 14,3  | 13,6   | 13,3   | 13,5   |
| <b>Overheidsfinanciën</b>   |       |        |        |        |
| Primair saldo (in % bbp) .....  | -0,2  | 0,1    | 0,2    | 0,4    |
| Financieringssaldo (in % bbp) .....   | -3,2  | -2,7   | -2,4   | -2,0   |
| Overheidsschuld (in % bbp) .....  | 106,6 | 107,0  | 107,6  | 106,8  |
| <b>Lopende rekening</b>   |       |        |        |        |
| (volgens de betalingsbalans, in % bbp) .....  | 1,4   | 1,4    | 1,4    | 1,6    |

Bronnen: EC, ADS, INR, NBB.

(1) Totaal aantal gewerkte uren in de economie.