



September 2017

Door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied¹

Naar verwachting zal de economische groei in het eurogebied gedurende de projectieperiode aanhouden, en wel in een tempo dat ruim boven dat van de potentiële groei ligt. Na een post-crisispijk van 2,2% in 2017 wordt verwacht dat de reële bbp-groei op jaarbasis in 2018 en 2019 gemiddeld circa 1,8% zal bedragen. De projecties geven aan dat de zeer accommoderende monetairbeleidskoers, de in het verleden geboekte vooruitgang met het afbouwen van schulden in verschillende sectoren en een aanhoudende verbetering van de arbeidsmarkt de binnenlandse vraag zullen bestendigen. Daarbij wordt verwacht dat het mondiale herstel, ondanks de recente waardestijging van de euro, steun zal geven aan de uitvoer vanuit het eurogebied.

Naar verwachting zal de HICP-inflatie op de korte termijn dalen, voornamelijk als gevolg van basiseffecten in de energiecomponent, waarna deze in 2019 weer zal oplopen naar 1,5%. Ondanks de temperende invloed van de recente wisselkoersstijging van de euro wordt voorzien dat de onderliggende inflatie in de loop van de tijd geleidelijk zal oplopen, in het spoor van de verwachte afname van de economische slapte.

1 De reële economie

Gunstige vertrouwensindicatoren wijzen erop dat het economisch herstel stevig zal blijven. In het tweede kwartaal van 2017 steeg het reële bbp 0,6%, als gevolg van een sterke bijdrage van de binnenlandse vraag. De omstandigheden op de arbeidsmarkt zijn de afgelopen maanden verder verbeterd en de werkloosheid is sterker gedaald dan verwacht. Na het sterke uitvoergroei tempo dat begin 2017

¹ De Raad van Bestuur gebruikt de door medewerkers van de ECB opgestelde macro-economische projecties bij de beoordeling van de economische ontwikkelingen en de risico's voor prijsstabiliteit. Deze projecties worden samengesteld door medewerkers van de ECB of het Eurosysteem. Ze worden niet door de Raad van Bestuur onderschreven, noch geven ze per se de opvattingen van de Raad weer over de vooruitzichten voor het eurogebied. Informatie over de gebruikte procedures en technieken is opgenomen in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, ECB, juli 2016. Deze is te vinden op de website van de ECB. De afsluitdatum voor de technische aannames, zoals voor de olieprijs en de wisselkoersen, was 14 augustus 2017 (zie Kader 1). Voor opname van de overige gegevens in deze projecties gold als afsluitdatum 21 augustus 2017, met uitzondering van in deze projecties verwerkte Spaanse nationale rekeningen op kwartaalbasis; deze werden op 24 augustus gepubliceerd.

De onderhavige macro-economische projecties bestrijken de periode 2017-2019. Projecties voor zo'n lange periode kennen een zeer hoge mate van onzekerheid, en bij de interpretatie ervan dient daarmee rekening gehouden te worden. Zie het artikel "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections" in het ECB-Maandbericht van mei 2013.

Aan geselecteerde tabellen en grafieken ten grondslag liggende gegevens zijn in toegankelijke vorm beschikbaar op <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>.

opgetekend werd, is de verwachting dat het groeitempo zich enigszins zal normaliseren. Hierdoor zou de groei van het reële bbp op de korte termijn licht moeten verminderen, waarbij deze in lijn met het verhoogde niveau van het bedrijven- en consumentenvertrouwen ruim boven de potentiële groei blijft.

Op de middellange termijn zal de binnenlandse vraag, ondersteund door de gunstige financieringscondities en de aantrekkende arbeidsmarkten, de groeivoorzichten blijven bepalen. Voorbij de korte termijn zal een aantal gunstige factoren naar verwachting tijdens de projectieperiode steun blijven geven aan de particuliere consumptie en de investeringsuitgaven. De zeer accommoderende monetairbeleidskoers van de ECB blijft doorwerken in de economie, en de verwachtingen ten aanzien van toekomstige marktrentetarieven (zoals die in de technische aannames bij deze projecties zijn verwerkt) blijven gedurende de projectieperiode laag. Aangespoord door de lage rente en de gunstige bancaire kredietvoorwaarden blijft de kredietverlening aan de private sector groeien. De particuliere consumptie zou moeten profiteren van de aanhoudende verbetering van de omstandigheden op de arbeidsmarkt. Het herstel van de bedrijfsinvesteringen zal aanhouden. Dit is onder meer het gevolg van hogere winstmarges in verband met de geringere noodzaak schulden af te bouwen en de druk van de toegenomen vraag. De investeringen in woningen zullen worden ondersteund door gunstige inkomstenvoorzichten en financieringscondities, evenals door lagere rendementen op alternatieve investeringen. Ook de externe rugwind zou de groei moeten ondersteunen, dankzij het aantrekken van de mondiale economische bedrijvigheid en een hiermee samenhangende toename van de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied.

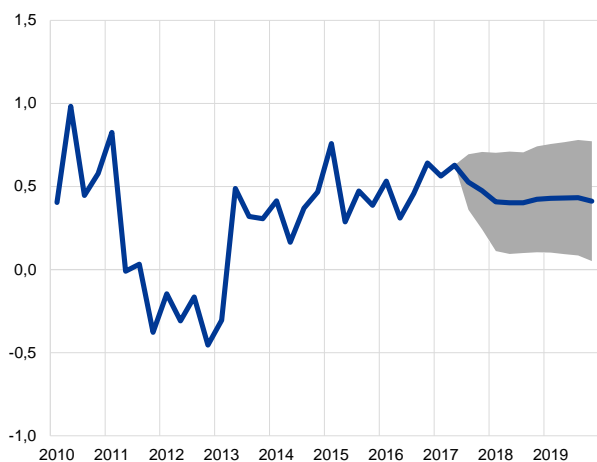
Grafiek 1

Macro-economische projecties¹⁾

(kwartaalgegevens)

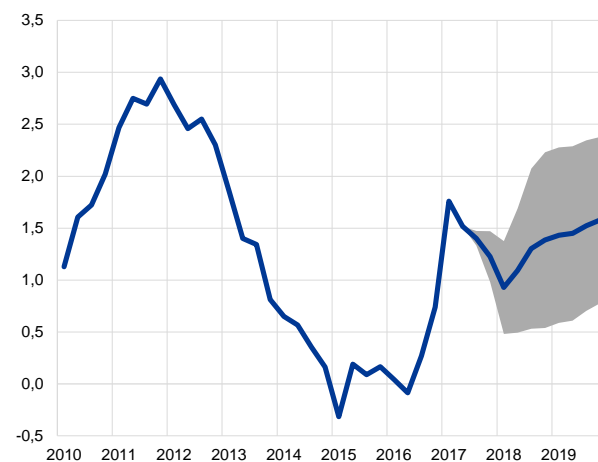
Reëel bbp van het eurogebied²⁾

(procentuele mutatie van kwartaal op kwartaal)



HICP van het eurogebied

(procentuele mutatie van jaar op jaar)



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

2) Cijfers gecorrigeerd voor het aantal werkdagen.

Gedurende de projectieperiode blijft de particuliere consumptie naar verwachting robuust. De jongste indicatoren voor het consumentenvertrouwen, dat ruim boven het langetermijngemiddelde blijft, wijzen voor de korte termijn op schokbestendige consumentenbestedingen, onder meer gesteund door de aanhoudende verbeteringen op de arbeidsmarkt. Volgens de projecties zullen de consumentenbestedingen zich op de middellange termijn ruwweg in lijn met de groei van het reëel besteedbaar inkomen ontwikkelen.

Voorzien wordt dat de groei van het nominaal besteedbaar inkomen gedurende de projectieperiode aan kracht gaat winnen, hoewel een aantrekkende inflatie de groei van de reële koopkracht van huishoudens waarschijnlijk zal temperen. De bijdrage van de brutolonen en -salarissen aan de groei van het nominaal besteedbaar inkomen zal naar verwachting relatief stabiel blijven gedurende de projectieperiode, aangezien een lagere werkgelegenheidsgroei ruwweg wordt tenietgedaan door een stijging van de groei van de loonsom per werknemer. De groei van andere particuliere-inkomenscomponenten zal naar verwachting gunstig zijn, in verband met positieve ontwikkelingen op het gebied van winst- en vastgoedinkomsten. Hoewel de groei van het reëel besteedbaar inkomen recent is afgenomen, zal deze naar verwachting tijdens de projectieperiode enigszins aantrekken en in die periode stevig blijven.

De groei van de particuliere consumptie zou ook steun moeten ondervinden van de gunstiger wordende bankkredietvoorwaarden, die worden geschraagd door de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB, en de voortgang die bij de schuldenafbouw is geboekt. Hoewel de lage rentetarieven van invloed zijn geweest op zowel de door huishoudens ontvangen als betaalde rente, zorgen ze in het algemeen voor een herverdeling van middelen van nettospaarders naar nettoleners. Aangezien de marginale geneigdheid tot consumeren bij de tweede groep doorgaans groter is, zou deze herverdeling de totale particuliere consumptie moeten schragen. Daarnaast zou de consumptie ook moeten profiteren van de progressie die bij de afbouw van schuldsposities is geboekt.

Gedurende de projectieperiode zal de spaarquote van de huishoudens naar verwachting algemeen stabiel blijven. Deze globale stabiliteit van de spaarquote op het niveau van het eurogebied verhult een aantal tegengestelde factoren. Er is sprake van neerwaartse druk als gevolg van een dalende werkloosheid (die geringere besparingen uit voorzorg inhoudt), betere kredietcondities en een lage rente, terwijl de resterende noodzaak tot het afbouwen van brutoschuldposities en de consumptie-egalitatie in verband met de conjuncturele groei opwaartse druk geven.

Kader 1

Technische aannames betreffende de rente, wisselkoersen en grondstoffenprijzen

Vergeleken met de projecties van juni 2017 omvatten de technische aannames een aanzienlijke stijging van de effectieve wisselkoers van de euro en enigszins lagere rentetarieven. De technische aannames met betrekking tot de rente en de grondstoffenprijzen zijn gebaseerd op marktverwachtingen, met als afsluitdatum maandag 14 augustus 2017. De korte

rente heeft betrekking op de driemaands EURIBOR, waarbij de marktverwachtingen worden afgeleid van de rente op de termijnmarkt (futures). Deze methodologie levert voor de korte rente een gemiddelde stand op van -0,3% voor 2017, -0,3% voor 2018 en -0,1% voor 2019. De marktverwachtingen voor het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied duiden op een gemiddeld renteniveau van 1,1% in 2017, 1,3% in 2018 en 1,6% in 2019.² Vergeleken met de projecties van juni 2017 zijn de marktverwachtingen voor de korte en de lange rente met 10-20 basispunten neerwaarts bijgesteld.

Wat de grondstoffenprijzen betreft, wordt op grond van het gemiddelde van het prijsbeloop op de futuresmarkt in de twee weken tot en met de afsluitdatum van 14 augustus aangenomen dat de prijs van een vat Brentolie stijgt van USD 44,0 in 2016 naar USD 51,8 in 2017, USD 52,6 in 2018 en USD 53,1 in 2019. Dit impliceert dat de in USD luidende olieprijs in 2017 0,5%, in 2018 2,3% en in 2019 3,0% hoger zijn dan in de projecties van juni 2017. Aangenomen wordt dat de in Amerikaanse dollar luidende prijzen van grondstoffen exclusief energie in 2017 aanzienlijk en daarna iets gematigder zullen stijgen.³

Aangenomen wordt dat de bilaterale wisselkoersen gedurende de projectieperiode onveranderd zullen blijven op het gemiddelde niveau van de twee weken tot en met de afsluitdatum van 14 augustus. Dit impliceert een gemiddelde wisselkoers van USD 1,13 per euro in 2017, en van USD 1,18 in de periode 2018-2019, vergeleken met USD 1,09 volgens de projecties van juni 2017. De effectieve wisselkoers van de euro (ten opzichte van 38 handelspartners) is in 2017 2,1% hoger en in de periode 2018-2019 circa 4,4% hoger dan in de projecties van juni 2017 werd verondersteld.

Technische aannames

	september 2017				juni 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Driemaands EURIBOR (in % per jaar)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (in % per jaar)	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,2	1,5	1,8
Olieprijs (in USD/vat)	44,0	51,8	52,6	53,1	44,0	51,6	51,4	51,5
Grondstoffenprijzen m.u.v. energie in USD (procentuele mutatie op jaarbasis)	-3,9	9,0	5,4	4,2	-3,9	6,4	2,0	4,5
Wisselkoers USD/EUR	1,11	1,13	1,18	1,18	1,11	1,08	1,09	1,09
Nominaal-effectieve eurowisselkoers (EER38) (procentuele mutatie op jaarbasis)	3,8	2,3	2,6	0,0	3,7	-0,4	0,3	0,0

² De aanname voor de rendementen op overheidsobligaties uit het eurogebied met een looptijd van tien jaar is gebaseerd op het gewogen gemiddelde van het rendement op tienjaars referentieobligaties van de eurolanden. Dit gemiddelde is gewogen op basis van de bbp-jaarcijfers en is geëxtrapoleerd met behulp van het termijnbeloop dat is afgeleid van de door de ECB samengestelde tienjaars parirendementscurve voor alle obligaties, waarbij het aanvankelijke verschil tussen de twee reeksen voor de gehele projectieperiode gelijk is gehouden. Er wordt van uitgegaan dat de spread tussen het rendement op overheidsobligaties van bepaalde landen en het overeenkomstige gemiddelde van het eurogebied gedurende de projectieperiode gelijk blijft.

³ De aannames voor de grondstoffenprijzen van olie en voedsel zijn gebaseerd op de futuresprijzen tot en met het einde van de projectieperiode. Voor andere harde grondstoffen met uitzondering van energie wordt aangenomen dat de prijzen tot en met het derde kwartaal van 2018 de futures volgen en zich daarna in lijn met de mondiale economische bedrijvigheid ontwikkelen.

Het herstel van de investeringen in woningen zet naar verwachting door. In de afgelopen kwartalen zijn de investeringen in woningen in veel landen van het eurogebied sterk gestegen. Deze ontwikkeling is ondersteund door gunstige financieringscondities, portefeuilleherschikkingen ten gunste van woningen in verband met het lage rendement op alternatieve langetermijninvesteringen, en de aanhoudende verbetering van de arbeidsmarkt. Daarnaast lijken de aanpassingsprocessen op de woningmarkt in de meeste landen in het eurogebied ten einde te zijn gekomen. De fundamentele voorwaarden voor een verder herstel van de investeringen in woningen blijven gedurende de projectieperiode in stand. Niettemin wordt er enige vertraging verwacht in verband met de volwassen fase waarin de woningmarkt zich bevindt en de afnemende invloed van de prikkels in sommige landen, de resterende noodzaak tot schuldenafbouw in andere landen en ongunstige demografische ontwikkelingen.

Verwacht wordt dat het herstel van de bedrijfsinvesteringen gedurende de projectieperiode zal aanhouden. Dit herstel wordt naar verwachting ondersteund door een aantal factoren: het vertrouwen bij ondernemingen blijft op een hoog niveau dankzij zeer gunstige productieverwachtingen en orderportefeuilles; de bezettingsgraad is verder gestegen boven het niveau van vóór de crisis; de financieringscondities zullen naar verwachting tijdens de projectieperiode het herstel blijven ondersteunen; na diverse jaren van gematigde investeringen is de kapitaalgoederenvoorraad aan modernisering toe; en de winstopslagen zullen naar verwachting stijgen bij een toch al goed bij kas zittende sector niet-financiële vennootschappen. Bovendien is de verhouding tussen de schulden en het balanstotaal ('leverage') in de sector niet-financiële vennootschappen gedaald in verband met stijgende activaprijzen en een gematigde groei van de schuldfinanciering in de landen van het eurogebied. Tegelijkertijd zal een aantal factoren naar verwachting de vooruitzichten voor de bedrijfsinvesteringen blijven drukken. Hiertoe behoren een verwachte zwakkere potentiële productiegroei en begrenzingen in enkele landen ten aanzien van het vermogen van banken tot intermediatie.

Kader 2

Het internationale klimaat

De wereldeconomie blijft gestaag groeien. Na een tijdelijk dal in het groeitempo aan het begin van het jaar wijzen harde gegevens en enquêteresultaten op een herstel van de mondiale reële bbp-groei in het tweede kwartaal. De indicatoren betreffende het vertrouwen van bedrijven en consumenten wijzen op blijvend optimisme. Ondanks een herstel in de rendementen op langlopende obligaties in de afgelopen weken blijven de financiële condities, geschraagd door het accommoderende monetaire beleid, steun geven. De financiële markten in de opkomende markteconomieën blijven over het geheel genomen positief en de kapitaalstromen naar deze economieën zijn stabiel en omvangrijk. Voor de langere termijn is de verwachting dat de mondiale economische bedrijvigheid een gematigde groeiversnelling zal laten zien. De vooruitzichten voor de geavanceerde economieën komen neer op een aanhoudend conjunctureel herstel als gevolg van het geleidelijk verdwijnen van de output gaps in deze economieën. De verbetering in de bedrijvigheid wordt ondersteund door monetair en begrotingsbeleid, hoewel de verwachtingen van een begrotingsstimulans in de Verenigde Staten enigszins neerwaarts zijn bijgesteld na een

verschuiving in het politieke debat. Wat de opkomende markteconomieën betreft, geldt dat de groei veerkrachtig zal blijven in grondstoffen importerende landen als China en India, terwijl de bedrijvigheid in grondstoffen exporterende landen na diepe recessies naar verwachting de bodem zal bereiken. De mondiale bedrijvigheid (exclusief het eurogebied) zal volgens de projecties in 2017 met 3,7% toenemen, en met 3,8% in 2018-2019. Het aantrekken van de bedrijvigheid sinds 2016 weerspiegelt grotendeels de toenemende afname van de diepe recessies in de grondstoffen exporterende landen. Vergeleken met de projecties van juni 2017 is de mondiale reële bbp-groei grotendeels onveranderd, waarbij neerwaartse bijstellingen voor de Verenigde Staten (na aanpassingen in de aannames voor toekomstige begrotingsstimulansen) werden gecompenseerd door een verwachte grotere veerkracht in de opkomende markteconomieën.

Het internationale klimaat

(mutaties in % per jaar)

	september 2017				juni 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Mondiaal reëel bbp (excl. het eurogebied)	3,2	3,7	3,8	3,8	3,2	3,5	3,8	3,8
Wereldhandel (excl. het eurogebied) ¹⁾	1,1	5,3	3,8	3,8	0,9	4,4	3,8	3,9
Buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied ²⁾	1,6	4,7	3,4	3,5	1,3	3,7	3,4	3,5

1) Berekend als gewogen gemiddelde van de invoer.

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

De groei van de wereldhandel verraste in positieve zin begin 2017. Op de middellange termijn zal de groei van de wereldhandel naar verwachting gelijke tred houden met de mondiale bedrijvigheid. De buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied zal naar verwachting in 2017 toenemen met 4,7%, met 3,4% in 2018 en met 3,5% in 2019. Vergeleken met de projecties van juni 2017 is deze vraag voor 2017 opwaarts bijgesteld met 1,1 procentpunt, voornamelijk naar aanleiding van sterkere gegevens over het eerste kwartaal.

Voorzien wordt dat de uitvoer vanuit het eurogebied zal worden getemperd door een teruglopend concurrentievermogen als gevolg van de recente waardestijging van de euro. De krachtige buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied en de waardedaling van de euro in de tweede helft van 2016 en begin 2017 gaven steun aan de sterke groei van de uitvoer vanuit het eurogebied in het eerste kwartaal van 2017. Gedurende de gehele projectieperiode zal de uitvoer vanuit het eurogebied naar verwachting krachtig groeien, dankzij de stevige buitenlandse vraag vanuit zowel geavanceerde als opkomende economieën naar goederen en diensten uit het eurogebied. Niettemin wordt verwacht dat de sterkere wisselkoers van de euro de uitvoer vanuit het eurogebied tijdens de projectieperiode negatief zal beïnvloeden, resulterend in een neerwaartse herbeoordeling van de ontwikkeling van de exportmarktaandeelen, die zoals nu wordt voorzien in de projectieperiode met 1,1 procentpunt zullen dalen. Daar staat tegenover dat de invoer vanuit landen buiten het eurogebied naar verwachting zal profiteren van de licht positievere ontwikkelingen in de binnenlandse vraag en de sterkere wisselkoers van de euro. Hierdoor zal de totale bijdrage van de nettohandel aan de economische groei enigszins afnemen.

In een klimaat van gematigde potentiële groei wordt de resterende economische slapte naar verwachting gedurende de projectieperiode geabsorbeerd.

In tegenstelling tot de relatief sterke groei van het werkelijke reële bbp is de verwachting dat de groei van de potentiële productie tijdens de projectieperiode iets boven de 1% zal liggen. De gematigde groei van de potentiële productie is vooral het gevolg van een vrij geringe bijdrage van de factor kapitaal na een lange periode waarin het investeringsniveau historisch laag was. Voorzien wordt dat de bijdrage van de factor arbeid aan de potentiële groei positief zal blijven. Dit hangt voornamelijk samen met de stijgende arbeidsparticipatie dankzij eerdere structurele hervormingen. Als gevolg van de afnemende bijdrage van de arbeidsgeschikte bevolking zal de bijdrage van de factor arbeid niettemin iets onder het gemiddelde van vóór de crisis blijven. Ook de bijdrage van de totale factorproductiviteit komt naar verwachting licht onder het niveau van vóór de crisis uit.

De projecties geven aan dat de voortdurende verbetering van de arbeidsmarktomstandigheden gedurende de projectieperiode zal aanhouden.

In personen uitgedrukt nam de werkgelegenheid in het eerste kwartaal van 2017 met 0,4% toe; in het tweede kwartaal van 2017 is deze naar schatting in een vergelijkbaar tempo gestegen. De kracht waarmee de werkgelegenheid recent is gegroeid, deed zich in alle landen voor, maar kan gedeeltelijk aan gunstige tijdelijke factoren (zoals budgettaire stimuleringsmaatregelen in sommige landen van het eurogebied) worden toegeschreven. Aangezien de invloed van deze factoren naar verwachting geleidelijk zal afnemen, wordt voorzien dat de werkgelegenheidsgroei enigszins aan kracht zal inboeten, onder meer als gevolg van toenemende tekorten aan geschoolde arbeidskrachten.

In overeenstemming met het cyclische patroon van de arbeidsproductiviteitsgroei wordt verwacht dat deze op de middellange termijn aan kracht zal winnen. De toenemende benutting van kapitaal en arbeid tegen de achtergrond van een afnemende slapte, een stijging van het aantal gewerkte uren per persoon en een aantal toenames in de totale factorproductiviteit wijzen erop dat de productiegroei aan kracht blijft winnen.

De werkloosheid zal naar verwachting blijven dalen. Het werkloosheidspercentage is in het tweede kwartaal van 2017 gedaald naar 9,2%, hetgeen neerkomt op het laagste niveau sinds maart 2009. Voorzien wordt dat het aantal werklozen aanzienlijk zal blijven dalen. De verwachting is dat het werkloosheidspercentage in 2019 zal dalen naar 8,1%, maar dat het percentage boven het niveau van vóór de crisis (7,5% in 2007) zal blijven.

Vergeleken met de projecties van juni 2017 is de reële bbp-groei voor 2017 opwaarts bijgesteld en grotendeels onveranderd gebleven voor de periode daarna. De opwaartse bijstelling voor 2017 heeft vooral te maken met de recente onverwachte meevallers in de bbp-gegevens. Meer algemeen worden de betere vooruitzichten voor de binnenlandse vraag, die in lijn zijn met het vertrouwen van bedrijven en consumenten evenals met de lagere rente, ruwweg tenietgedaan door de negatieve invloed op de uitvoer die uitgaat van een verlies aan prijsconcurrentievermogen ten gevolge van de recente waardeinstijging van de euro.

De HICP-inflatie zal naar verwachting gedurende de projectieperiode een V-vormig patroon laten zien omdat basiseffecten in verband met de energie-inflatie de inflatie op de korte termijn naar beneden zullen trekken om daarna over te gaan in een geleidelijk herstel van de onderliggende inflatie. De totale HICP-inflatie, zo wordt voorzien, zal in 2017 op gemiddeld 1,5% uitkomen, alvorens in 2018 naar 1,2% te dalen en in 2019 aan te trekken naar 1,5%. Basiseffecten impliceren een aanzienlijke daling van de bijdrage vanuit de HICP-energie-inflatie aan de totale inflatie tussen 2017 en 2018. De aangenomen (bescheiden) stijging van de olieprijs gedurende de resterende projectieperiode, zoals die tot uiting komt in de curve van de olieprijsfutures, impliceert een kleine opleving in de HICP-energie-inflatie in 2019. Het recente herstel van de HICP-voedselinflatie zal naar verwachting gedurende de projectieperiode globaal genomen aanhouden, onder meer ten gevolge van de aangenomen iets sterker groei van de inflatie van voedingsgrondstoffen. Het aanhoudende economische herstel zal naar verwachting de HICP-inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen gedurende de projectieperiode geleidelijk doen stijgen. Een belangrijke factor achter deze stijging is de verwachte toename van de arbeidskosten naarmate de slapte op de arbeidsmarkt afneemt.

Verbeterende omstandigheden op de arbeidsmarkten worden gezien als de belangrijkste bron van stijgende binnenlandse kostendruk in de komende jaren. De groei van de loonsom per werknemer zal volgens de projectie stijgen, van 1,5% in 2017 tot 2,3% in 2019. Gezien het verwachte conjuncturele aantrekken van de productiviteitsgroei, zal de groei van de arbeidskosten per eenheid product naar verwachting iets minder sterk worden, stijgend van 0,8% in 2017 naar 1,4% in 2019. Verminderde slapte op de arbeidsmarkten in het eurogebied en stijgende tekorten aan arbeidskrachten in enkele delen van het eurogebied worden gezien als belangrijke factoren achter deze opleving van de loongroei. Daarnaast kan ook worden verwacht dat de recente aanzienlijke opleving van de totale inflatie zich in de loop der tijd vertaalt in hogere nominale loonstijgingen in de landen van het eurogebied waar loonvormingsprocessen ook rekening houden met prijsontwikkelingen in het verleden of met verwachtingselementen. Daarnaast zullen een aantal van de factoren die momenteel de loongroei drukken naar verwachting geleidelijk afnemen. Tot deze factoren behoren de noodzaak voor loonmatiging om in sommige landen prijsconcurrentievermogen terug te winnen en de opgestapelde loonmatiging die verband hield met de bindende neerwaartse rigiditeiten in de nominale lonen tijdens de crisis. Daarnaast zullen naar verwachting maatregelen om de socialezekerheidsbijdragen te verminderen, aflopen.

De winstmarges zullen, zo wordt voorzien, gedurende de projectieperiode groter worden. Stijgingen van de olieprijs en de invloed daarvan op de productie-inputkosten en op de handelsvoorwaarden meer in het algemeen oefenden begin 2017 druk uit op de winstmarges. Naarmate deze dempende effecten wegebben, zullen de winstmarges naar verwachting profiteren van het aanhoudende economisch herstel, maar zullen zij wel gedurende de projectieperiode iets worden geremd door een stijgende groei van de arbeidskosten per eenheid product.

De externe prijsdruk is de afgelopen kwartalen sterk gestegen en zal eveneens gedurende de projectieperiode naar verwachting enige opwaartse stimulans blijven geven. De twaalfmaands groei van de invoerprijzen zal in 2017 naar verwachting positief worden, na vier jaren van daling. Deze ommekeer in 2017 is voornamelijk het gevolg van de opleving van de olieprijs en de prijzen van grondstoffen met uitzondering van energie sinds 2016. De verwachte daaropvolgende daling van het groeicijfer weerspiegelt zowel de matiging van de ontwikkelingen in de grondstoffenprijzen als de neerwaartse invloed van de recente appreciatie van de euro. De onderliggende mondiale inflatiedruk meer in het algemeen zal naar verwachting gedurende de projectieperiode geleidelijk sterker worden naarmate de mondiale productiekosten stijgen in lijn met de afnemende mondiale slapte. Gezien het blijvende hoge niveau van de mondiale reservecapaciteit en de mondiale concurrentiedruk, zal dit echter naar verwachting geen aanzienlijke opwaartse druk uitoefenen op de invoerprijzen van het eurogebied.

Vergeleken met de projecties van juni 2017 zijn de vooruitzichten voor de HICP-inflatie enigszins naar beneden bijgesteld. De appreciatie van de wisselkoers van de euro sinds de vorige projectieronde oefent neerwaartse druk uit op de HICP-inflatie. In het geval van de onderliggende inflatie wordt deze neerwaartse druk gedeeltelijk gecompenseerd door verbeterde vooruitzichten voor de binnenlandse vraag in het eurogebied (zie Kader 3).

Kader 3

Beoordeling van de invloed van de recente appreciatie van de euro op de inflatievooruitzichten voor het eurogebied

De nominaal-effectieve wisselkoers van de euro is de afgelopen paar maanden geapprecieerd en het tiendaags gemiddelde stond op de afsluitingsdatum voor deze projectieronde (14 augustus 2017) 4,4% boven het niveau waarvan was uitgegaan in de projecties van juni 2017. In dit kader worden de factoren besproken waarmee rekening dient te worden gehouden bij de beoordeling van de invloed van de recente appreciatie op de vooruitzichten voor de inflatie in het eurogebied.

Hoewel uit de standaardmodellen aanzienlijke verschillen in de elasticiteiten naar voren komen, suggereren deze elasticiteiten over het algemeen dat een wisselkoersschok van de in de afgelopen maanden waargenomen omvang een niet onaanzienlijke invloed op de vooruitzichten voor de inflatie in het eurogebied zou hebben.⁴ Deze modelelasticiteiten gaan echter uitsluitend op voor exogene wisselkoersschokken. De recente appreciatie is daarentegen waarschijnlijk grotendeels veroorzaakt door de verder verbeterde vooruitzichten voor de economische groei in het eurogebied, die op hun beurt verbeterde vooruitzichten voor de binnenlandse vraag weerspiegelen, en hiermee dient rekening te worden gehouden bij de beoordeling van de invloed van de recente appreciatie op de vooruitzichten voor de inflatie.

⁴ Zie bijvoorbeeld het artikel "Exchange rate pass-through into euro area inflation", *Economic Bulletin*, Nummer 7, ECB, 2016.

In de projecties van september 2017 wordt de algehele invloed van de appreciatie op de inflatie aanzienlijk bescheidener geacht dan wordt geïmpliceerd door de elasticiteiten van het standaardmodel, die over het algemeen uitgaan van een exogene wisselkoersschok.

Recente empirische studies erkennen de endogeniteit van wisselkoersbewegingen en wijzen op de schokafhankelijkheid van de invloed van wisselkoersbewegingen op de inflatie⁵. Dat wil zeggen dat de reactie van de prijzen op een verandering in de wisselkoers kan verschillen afhankelijk van de onderliggende aard van de schok/schokken die de aanleiding vormt/vormen tot de wisselkoersbeweging, aangezien deze verschillende transmissiekanalen kan weerspiegelen. In het geval dat een appreciatie volledig wordt veroorzaakt door een gunstige vraagschok, suggereren empirische ramingen zelfs opwaartse prijsdruk via verbeterde vooruitzichten voor de binnenlandse vraag. Aangezien verwachtingen van gunstiger economische groei – die verbeterde vooruitzichten voor de binnenlandse vraag weerspiegelen – een belangrijke impuls zijn achter de recente appreciatie van de euro, zouden de dempende effecten van de appreciatie op de inflatie aanzienlijk lager moeten zijn dan zou worden geïmpliceerd door een zuiver exogene wisselkoersschok, waarvan de invloed naar voren komt in de elasticiteiten van het standaardmodel.

3 Vooruitzichten voor de overheidsfinanciën

De begrotingskoers zal, zo wordt geprojecteerd, gedurende de projectieperiode naar verwachting gemiddeld globaal genomen neutraal blijven. De begrotingsbeleidskoers wordt afgemeten aan de mutatie in het voor de conjunctuur gecorrigeerde primaire saldo na aftrek van overheidssteun aan de financiële sector. De koers in 2017 wordt beïnvloed door een opleving van de overheidsinvesteringen na de zwakke resultaten die in 2016 te zien waren en een eenmalige betaling in Duitsland aan atoomkrachtproducenten (rond 0,2% van het Duitse bbp)⁶. De globaal genomen neutrale koers weerspiegelt compenserende effecten op zowel de uitgavenzijde als de inkomstenzijde.

Gedurende de projectieperiode zal zowel de overheidstekort- als -schuldquote volgens de projectie een dalende lijn vertonen. De begrotingsprojectie impliceert een geleidelijke daling van het overheidstekort gedurende de gehele periode, voornamelijk dankzij een verbetering van de conjuncturele component en een daling van de rentebetalingen. Het voor conjunctuurinvloeden gecorrigeerde primaire begrotingssaldo zal globaal genomen ongewijzigd blijven. De overheidsschuld/bbp-quote zal naar verwachting gedurende de projectieperiode blijven dalen, ondersteund door de verbetering van het primaire begrotingssaldo en een gunstig rente/groei-ecart.⁷

⁵ Zie bijvoorbeeld Shambaugh, J., "A new look at pass-through", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 27, Issue 4, pp. 560-591, Juni 2008; Forbes, K., Hjortsoe, I. en Nenova, T., "The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through", *Discussion Paper*, No 43, Bank of England, External MPC Unit, november 2015, en Ciccarelli, M. en Osbat, C., "Low inflation in the euro area: Causes and consequences", *Occasional Paper Series*, No 181, ECB, januari 2017.

⁶ Deze ontwikkeling volgde op een uitspraak van het constitutionele hof waarin werd verklaard dat de gedurende de periode 2011-2016 ingevoerde belasting op atoombrandstof niet grondwettelijk was.

⁷ Het ecart wordt berekend als het verschil tussen de nominaal-effectieve rente op schuld en de nominale bbp-groei.

Vergeleken met de projecties van juni 2017 zijn de vooruitzichten voor het begrotingstekort globaal genomen onveranderd terwijl de schuldquote iets lager is, voornamelijk ten gevolge van een gunstiger rente/groei-ecart in 2017.

Tabel 1

Macro-economische projecties voor het eurogebied¹⁾

(mutaties in % per jaar)

	september 2017				juni 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Reëel bbp	1,8	2,2	1,8	1,7	1,7	1,9	1,8	1,7
		[2,1 - 2,3] ²⁾	[1,0 - 2,6] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾		[1,6 - 2,2] ²⁾	[0,8 - 2,8] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾
Particuliere consumptie	2,0	1,7	1,8	1,5	1,9	1,5	1,6	1,4
Overheidsconsumptie	1,8	1,2	1,2	1,1	1,8	1,2	1,2	1,1
Bruto-investeringen in vaste activa	4,1	4,0	3,9	3,1	3,6	3,7	3,4	3,0
Uitvoer ³⁾	3,2	4,7	3,7	3,8	2,8	4,8	4,3	4,1
Invoer ³⁾	4,5	5,2	4,6	4,2	4,0	5,2	4,6	4,3
Werkgelegenheid	1,4	1,5	1,0	0,8	1,4	1,4	1,0	0,9
Werkloosheid (in % van de beroepsbevolking)	10,0	9,1	8,6	8,1	10,0	9,4	8,8	8,3
HICP	0,2	1,5	1,2	1,5	0,2	1,5	1,3	1,6
		[1,4 - 1,6] ²⁾	[0,6 - 1,8] ²⁾	[0,7 - 2,3] ²⁾		[1,4 - 1,6] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,7 - 2,5] ²⁾
HICP excl. energie	0,9	1,2	1,3	1,5	0,9	1,2	1,4	1,6
HICP excl. energie en voedsel	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,7
HICP-inflatie exclusief energie, voedsel en veranderingen in de indirecte belastingen ⁴⁾	0,8	1,1	1,3	1,5	0,8	1,1	1,4	1,7
Arbeidskosten per eenheid product	0,8	0,8	1,2	1,4	0,9	1,1	1,3	1,5
Loonsom per werknemer	1,2	1,5	2,0	2,3	1,3	1,7	2,1	2,4
Arbeidsproductiviteit	0,4	0,7	0,8	0,9	0,3	0,5	0,8	0,9
Begrotingssaldo overheid (als percentage van het bbp)	-1,5	-1,3	-1,0	-0,9	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0
Structureel begrotingssaldo (als percentage van het bbp) ⁵⁾	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3
Bruto-overheidsschuld (als percentage van het bbp)	89,1	87,5	86,0	84,2	89,2	87,9	86,4	84,7
Saldo op de lopende rekening (als percentage van het bbp)	3,5	2,9	2,5	2,5	3,4	2,8	2,8	2,9

1) Het reële bbp en de componenten daarvan hebben betrekking op voor werkdagen gecorrigeerde gegevens.

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

3) Inclusief de handel binnen het eurogebied.

4) De subindex is gebaseerd op ramingen van de werkelijke effecten van indirecte belastingen en kan afwijken van cijfers van Eurostat, dat ervan uitgaat dat belastingeffecten volledig en onmiddellijk in de HICP doorwerken.

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

Kader 4

Gevoeligheidsanalyses

De projecties zijn sterk afhankelijk van technische aannames betreffende de ontwikkeling van bepaalde kernvariabelen. Gezien het feit dat enkele van deze variabelen een grote invloed op

de projecties voor het eurogebied kunnen hebben, kan het onderzoeken van de gevoeligheid van deze projecties voor een alternatieve ontwikkeling van deze onderliggende aannames van pas komen bij het analyseren van de risico's rond de projecties. In dit kader wordt de onzekerheid rond een aantal belangrijke onderliggende aannames besproken, evenals de gevoeligheid van de projecties voor deze variabelen.

1) Een alternatief beloop van de olieprijs

Alternatieve olieprijsmodellen wijzen op een risico van hogere olieprijsen gedurende de projectieperiode dan uit de olieprijsfutures naar voren komt. De technische aannames voor de olieprijsontwikkelingen die ten grondslag liggen aan de basisprojecties voorzien, op basis van de futuresmarkten, een licht oplopen van het profiel voor de olieprijsen, waarbij de prijs van een vat ruwe Brent-olie tegen het einde van 2019 gestegen is tot rond USD 53. Deze uit de olieprijsfutures voortvloeiende ontwikkeling is in lijn met een gematigde groei van de mondiale olievraag, een scenario dat verband houdt met het licht aantrekken van het wereldwijde economische herstel. Wat betreft de aanbodfactoren heeft de verlenging van het akkoord tussen OPEC en de belangrijkste niet van OPEC deel uitmakende producenten niet geleid tot een aanzienlijke stijging van de curve van de olieprijsfutures, waarschijnlijk ten gevolge van het nog steeds hoge – zij het dalende – niveau van de olievoorraden en de bezorgdheid dat enkele van de grootste olieproducenten zich niet aan het akkoord zouden kunnen houden. Bovendien heeft de robuuste expansie van de productie van schalieolie in de Verenigde Staten productieverminderingen door conventionele producenten gedeeltelijk gecompenseerd. Een combinatie van alternatieve modellen die door medewerkers van het Eurosysteem⁸ worden gebruikt om voor de gehele projectieperiode de olieprijs te voorspellen wijzen momenteel op een beloop van de olieprijs dat licht hoger is dan in de technische aannames wordt verondersteld. Een dergelijk beloop kan in overeenstemming zijn met onverwachte verdere aanbodverstoringen op de korte en middellange termijn. Dit zou op zijn beurt kunnen resulteren in een sneller dan verwachte afname van het verschil tussen aanbod en vraag en daardoor in hogere olieprijsen. De realisatie van een alternatief beloop van de olieprijs, waarbij in 2019 de olieprijs 3,8% hoger is dan in de basisprojectie, zou de reële bbp-groei licht drukken, en zorgen voor een iets snellere stijging van de HICP-inflatie (met 0,1 procentpunt in 2019).

2) Een alternatief beloop van de wisselkoers

In deze gevoeligheidsanalyse wordt ter illustratie onderzocht wat de mechanische invloed zou zijn van een hoger beloop van de wisselkoers van de euro ten opzichte van het basisscenario. Ter illustratie is een alternatief beloop van de wisselkoers van de euro gebaseerd op het 75ste percentiel van de verdeling die voortkomt uit de door opties geïmpliceerde risiconeutrale densiteiten voor de USD/EUR-wisselkoers op 14 augustus 2017. Dit beloop impliceert een geleidelijke waardeverhoging van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar tot een wisselkoers van 1,31 USD/EUR in 2019, hetgeen rond 11% hoger is dan de basisaannames voor dat jaar. De overeenkomstige aannames voor de nominaal-effectieve wisselkoers van de euro weerspiegelen historische regelmatigheden, waarbij veranderingen in de USD/EUR-wisselkoers overeenkomen met veranderingen in de effectieve wisselkoers met een elasticiteit van rond 52%. Deze aanname resulteert in een geleidelijk opwaarts afwijken van de effectieve wisselkoers van de euro van de basisprojectie, waardoor deze uitkomt op een niveau van 6% boven de basisprojectie

⁸ Zie de uit vier modellen bestaande combinatie die wordt beschreven in het artikel "Forecasting the price of oil", *Economic Bulletin*, Nr. 4, ECB, 2015.

in 2019. In dit scenario wijst het gemiddelde van de uitkomsten van een aantal door medewerkers ontwikkelde macro-economische modellen op een reële bbp-groei die in zowel 2018 als 2019 0,3 procentpunt lager is, terwijl de HICP-inflatie in 2018 en 2019 respectievelijk 0,4 en 0,5 procentpunt lager zou zijn. Hierbij dient wel te worden opgemerkt dat deze geraamde invloeden op de groei en de inflatie alleen van toepassing zijn in het geval van een zuiver exogene wisselkoersschok (zie de bespreking in Kader 3).

Kader 5

Prognoses door andere instellingen

Diverse instellingen, zowel internationale organisaties als organisaties in de particuliere sector, hebben prognoses voor het eurogebied uitgebracht. Strikt genomen zijn deze prognoses echter niet met elkaar of met de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties vergelijkbaar, aangezien zij op verschillende tijdstippen zijn opgesteld. Daarnaast 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 aangegeven wordt, laten de momenteel beschikbare prognoses door andere instellingen een reële bbp-groei en een HICP-inflatie zien die over het geheel genomen binnen de marges liggen die de door de medewerkers van de ECB opgestelde projecties omringen (in de tabel tussen vierkante haken weergegeven).

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

(mutaties in % per jaar)

	Publicatiedatum	Bbp-groei			HICP-inflatie		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Projecties ECB-medewerkers	september 2017	2,2 [2,1-2,3]	1,8 [1,0-2,6]	1,7 [0,6-2,8]	1,5 [1,4-1,6]	1,2 [0,6-1,8]	1,5 [0,7-2,3]
Europese Commissie	mei 2017	1,7	1,8	-	1,6	1,3	-
OESO	juni 2017	1,8	1,8	-	1,7	1,4	-
Euro Zone Barometer	augustus 2017	2,0	1,8	1,5	1,6	1,4	1,7
Consensus Economics Forecast	augustus 2017	2,0	1,8	1,4	1,5	1,3	1,7
Survey of Professional Forecasters	juli 2017	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4	1,6
IMF	juli 2017	1,9	1,7	1,6	1,6	1,5	1,7

Bronnen: European Economic Forecast van de Europese Commissie, voorjaar 2017; IMF Article IV-landenrapport, 25 juli 2017; OECD Economic Outlook, juni 2017; Consensus Economics Forecasts, augustus 2017; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, augustus 2017; en de "Survey of Professional Forecasters" van de ECB, juli 2017.

Toelichting: De door medewerkers van het Eurosysteem en de ECB samengestelde macro-economische projecties en de OESO-prognoses hanteren voor het aantal werkdagen gecorrigeerde groeicijfers op jaarbasis, terwijl bij de Europese Commissie en het IMF de groeicijfers op jaarbasis niet zijn gecorrigeerd voor het aantal werkdagen per jaar. Uit de andere prognoses wordt niet duidelijk of de gegevens al dan niet zijn gecorrigeerd voor het aantal werkdagen.

© Europese Centrale Bank, 2017

Postadres: 60640 Frankfurt am Main, Duitsland
Telefoon: +49 69 1344 0
Website: www.ecb.europa.eu

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

ISSN 2529-4555 (pdf)
EU-catalogusnummer QB-CE-17-002-NL-N (pdf)