



Juni 2017

Door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied¹

Volgens de projecties zal het economisch herstel in het eurogebied aanhouden, en wel in een hoger tempo dan eerder werd verwacht. Het reële bbp groeit gedurende de projectieperiode naar verwachting met ongeveer 1,8%. Het verwachte mondiale herstel zal de uitvoer vanuit het eurogebied ondersteunen. Daarnaast wordt voorzien 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 gedurende de projectieperiode zullen bestendigen.

Voor de HICP-inflatie wordt uitgegaan van een V-profiel, waarbij in 2019 een niveau van 1,6% wordt voorzien. Hoewel de aanzienlijke opwaartse invloed van de HICP-energie-inflatie die in 2017 is opgetreden, in 2018 en 2019 zal afnemen, zal de HICP-inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen in de loop van de tijd geleidelijk stijgen als gevolg van de afname van de economische slapte.

1 De reële economie

Na de stevige groei in het eerste kwartaal van 2017 wijzen gunstige kortetermijnindicatoren op aanhoudend sterke groei in de nabije toekomst. De omstandigheden op de arbeidsmarkt zijn de afgelopen maanden verder verbeterd, waarbij de groeiende beroepsbevolking knelpunten bij de werkgelegenheids groei in sommige landen van het eurogebied heeft verlicht en de werkloosheid in de meeste landen van het eurogebied is gedaald. In de afgelopen maanden is het vertrouwen onder bedrijven en consumenten in diverse sectoren en landen verbeterd ten

¹ De Raad van Bestuur gebruikt de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties bij de beoordeling van de economische ontwikkelingen en de risico's voor prijsstabiliteit. De 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 staat 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 de olieprijs en wisselkoersen, was 16 mei 2017 (zie Kader 1). De afsluitdatum voor opname van de overige gegevens in deze projecties was 23 mei 2017. De onderhavige macro-economische projecties bestrijken de periode 2017-2019. Projecties voor een dergelijk 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.

De gegevens die aan de geselecteerde tabellen en grafieken ten grondslag liggen, zijn in kopieerbare vorm beschikbaar op <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>.

opzichte van niveaus die reeds hoog waren, hetgeen erop wijst dat de groei op de korte termijn stevig zal blijven.

Het reële bbp stijgt in de projectieperiode naar verwachting met 1,9% in 2017, met 1,8% in 2018 en met 1,7% in 2019. De verwachting is dat enkele gunstige factoren de binnenlandse vraag gedurende de projectieperiode zullen blijven ondersteunen. De zeer accommoderende monetairbeleidskoers van de ECB blijft doorwerken in de economie, en de marktverwachtingen ten aanzien van toekomstige rentetarieven, zoals die in de technische aannames bij deze projectie zijn verwerkt, blijven gedurende de projectieperiode laag. Het herstel van de bancaire kredietverlening aan niet-financiële vennootschappen houdt aan, aangemoedigd door de lage rente, een toenemende vraag naar krediet en de gunstige kredietaanbodssituatie. Een verdere verbetering van de omstandigheden op de arbeidsmarkt en een geringere noodzaak tot schuldenafbouw ondersteunen tevens de binnenlandse vraag. Voorzien wordt dat het mondiale economische herstel gedurende de projectieperiode zal aantrekken en de uitvoer vanuit het eurogebied zal ondersteunen.

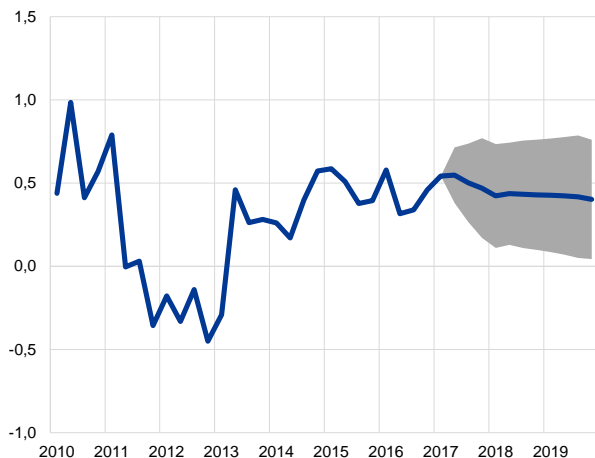
Grafiek 1

Macro-economische projecties¹⁾

(kwartaalgegevens)

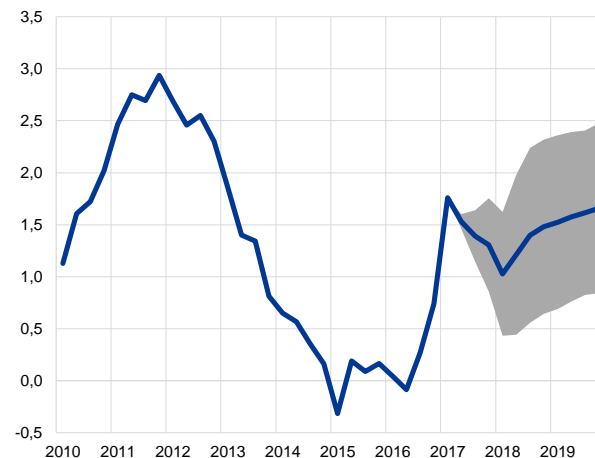
Reëel bbp van het eurogebied²⁾

(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 ECB-website.

2) Cijfers gecorrigeerd voor het aantal werkdagen.

De particuliere consumptie zal naar verwachting verder herstellen, zij het in een wat lager tempo dan in 2016. In de afgelopen maanden is het consumentenvertrouwen in verschillende landen verder verbeterd naar een niveau dat ruim boven het langetermijngemiddelde ligt, dankzij betere algemene economische verwachtingen en gunstiger individuele financiële verwachtingen. Voor de nabije toekomst worden de vooruitzichten voor de particuliere consumptie tevens ondersteund door recente verdere verbeteringen in de arbeidsmarktomstandigheden.

Voorzien wordt dat de groei van het nominaal besteedbaar inkomen gedurende de projectieperiode geleidelijk zal herstellen, hoewel een hogere inflatie de reële koopkracht van huishoudens zal temperen. De bijdrage van de brutolonen aan de groei van het nominaal besteedbaar inkomen neemt naar verwachting toe gedurende de projectieperiode en wordt daarbij gesteund door zowel een verdere toename van de werkgelegenheid als een stijgende groei van de loonsom per werknemer. Naar verwachting neemt de groei van het reëel besteedbaar inkomen in 2017 aanzienlijk af, hoofdzakelijk als gevolg van de voorziene stijging van de energieprijisinflatie, waarna een geleidelijk herstel zal optreden.

Beter wordende bankkredietvoorwaarden, die worden ondersteund door de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB, zouden de groei van de particuliere consumptie moeten versterken. Hoewel de lage rentetarieven van invloed zijn geweest op de door huishoudens ontvangen én betaalde rente, zorgen ze in het algemeen voor een herverdeling van middelen van nettospaarders naar nettoschuldenaren. Aangezien de marginale geneigdheid tot consumeren bij de tweede groep doorgaans groter is, zou deze herverdeling de totale particuliere consumptie verder moeten schragen. Daarnaast zou de consumptie ook moeten profiteren van de progressie die bij de afbouw van schuldposities is geboekt.

Na het geleidelijk wegvallen van de met de olieprijsen samenhangende stijging van de spaarquote wordt verwacht dat deze gedurende de projectieperiode globaal stabiel zal blijven. Deze globale stabiliteit verhult tegengestelde factoren in verschillende landen van het eurogebied. Er is sprake van neerwaartse druk als gevolg van dalende werkloosheid, betere kredietcondities en een lage rente, terwijl de resterende noodzaak tot het afbouwen van brutoschuldposities en de consumptie-egalitatie in verband met het conjuncturele herstel opwaartse druk geven. De projectie geeft aan dat per saldo de groei op jaarbasis van de particuliere consumptie zal dalen van 1,9% in 2016 naar rond 1,5% tussen 2017 en 2019.

Kader 1

Technische aannames betreffende de rente, wisselkoersen en grondstoffenprijzen

Vergeleken met de projecties van maart 2017 omvatten de technische aannames aanzienlijk lagere in Amerikaanse dollar luidende olieprijsen, een stijging van de effectieve wisselkoers van de euro en een lagere lange rente. De technische aannames met betrekking tot de rente en de grondstoffenprijzen zijn gebaseerd op marktverwachtingen, met als afsluitdatum dinsdag 16 mei 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, -0,2% voor 2018 en 0,0% voor 2019. De marktverwachtingen voor het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied duiden op een gemiddeld renteniveau van 1,2% in 2017, 1,5% in 2018 en 1,8% in

2019.² Ten opzichte van de projecties van maart 2017 zijn de marktverwachtingen voor de korte rente grotendeels onveranderd, terwijl die voor de lange rente met 10-20 basispunten naar beneden zijn 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 16 mei aangenomen dat de prijs van een vat Brentolie stijgt van USD 44,0 in 2016 naar USD 51,6 in 2017, om zich in 2018 en 2019 rond dat niveau te stabiliseren. Dit impliceert dat de in USD luidende olieprijsen in 2017 8,6%, in 2018 9,1% en in 2019 7,9% lager zijn dan volgens de projecties van maart 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 16 mei. Dit impliceert een gemiddelde wisselkoers van USD 1,08 per euro in 2017, en van USD 1,09 in de periode 2018-19, vergeleken met USD 1,07 volgens de projectie van maart 2017. De effectieve wisselkoers van de euro (ten opzichte van 38 handelspartners) is in 2017 0,6% hoger en in de periode 2018-19 circa 1,0% hoger dan in de projecties van maart 2017 werd verondersteld.

Technische aannames

	juni 2017				maart 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Driemaands EURIBOR (in % per jaar)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (in % per jaar)	0,8	1,2	1,5	1,8	0,8	1,3	1,6	1,9
Olieprijs (in USD/vat)	44,0	51,6	51,4	51,5	44,0	56,4	56,5	55,9
Grondstoffenprijzen m.u.v. energie in USD (procentuele mutatie op jaarbasis)	-3,9	6,4	2,0	4,5	-3,9	13,2	3,5	4,6
Wisselkoers USD/EUR	1,11	1,08	1,09	1,09	1,11	1,07	1,07	1,07
Nominaal-effectieve eurowisselkoers (EER38) (procentuele mutatie op jaarbasis)	3,7	-0,4	0,3	0,0	3,7	-1,0	0,0	0,0

Het herstel van de investeringen in woningen zet naar verwachting door. In 2016 was er sprake van een sterk herstel van de investeringen in woningen, mede dankzij de sterke groei van het besteedbaar inkomen en de gunstige financieringscondities. De fundamentele voorwaarden voor een verder herstel van

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 voor de bbp-jaarcijfers en is geëxtrapoleerd met behulp van het termijnbeloop dat is afgeleid van de door de ECB samengestelde tienjaars parirendementscurve voor alle obligaties, waarbij het aanvankelijke verschil tussen de twee reeksen voor de gehele projectieperiode gelijk is gehouden. Er wordt van uitgegaan dat de spread tussen het rendement op overheidsobligaties van bepaalde landen en het overeenkomstige gemiddelde van het eurogebied gedurende de projectieperiode gelijk blijft.

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 tweede kwartaal van 2018 de futures volgen en zich daarna in lijn met de mondiale economische bedrijvigheid ontwikkelen.

de investeringen in woningen blijven in stand. De gunstige vooruitzichten voor de investeringen in woningen blijken uit een groeiend aantal bouwvergunningen en een toenemende vraag naar leningen voor woningaankopen in een klimaat van verbeterde bankkredietvoorwaarden. De gunstige inkomensvooruitzichten en financieringscondities blijven de opwaartse ontwikkeling op de huizenmarkten ondersteunen. Niettemin zal de groei van de investeringen in woningen gedurende de projectieperiode enigszins aan kracht inboeten, als gevolg van de wegebbende invloed van budgettaire stimulering in sommige landen en ongunstige demografische ontwikkelingen die naar verwachting uiteindelijk hun tol zullen eisen.

De bedrijfsinvesteringen zullen zich naar verwachting in lijn met het conjuncturele herstel ontwikkelen. Als gevolg van de aantrekkende externe vraag en de in sommige landen resultaten opleverende begrotingsmaatregelen zal het herstel van de bedrijfsinvesteringen naar verwachting aanhouden. Dit herstel wordt ondersteund door verscheidene factoren: het vertrouwen bij ondernemingen is verder verbeterd dankzij zeer gunstige productieverwachtingen, groeiende orderportefeuilles en een omslag in de verkoopprijsverwachtingen; de bezettingsgraad is begin 2017 verder gestegen boven het niveau van vóór de crisis; de financieringscondities zullen naar verwachting slechts iets worden aangescherpt tijdens de projectieperiode en zullen 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 hebben het opgetekende krachtige herstel van de aandelenkoersen in de afgelopen jaren en de gematigde groei van de schuldfinanciering ervoor gezorgd dat de leverage (de verhouding tussen de schulden en het balanstotaal) in de sector niet-financiële vennootschappen zich dicht bij het historische dieptepunt bevindt. Een aantal factoren zal echter naar verwachting de vooruitzichten voor de bedrijfsinvesteringen blijven drukken. Hiertoe behoren verwachtingen van een zwakkere potentiële productiegroei dan in het verleden en begrenzings ten aanzien van het vermogen van banken tot intermediaat in enkele landen.

Kader 2

Het internationale klimaat

Het herstel van de mondiale economische bedrijvigheid zet naar verwachting door. De groei van het mondiale bbp zakte in het eerste kwartaal van 2017 in, maar de vertrouwensindicatoren en enquêtes wijzen op een opleving in de komende maanden. De financiële condities in de geavanceerde economieën blijven steun geven, en worden daarbij geholpen door het accommoderende monetaire beleid in geavanceerde economieën en de verwachtingen ten aanzien van budgettaire stimulering in de Verenigde Staten. De financiële markten in opkomende markteconomieën hebben zich ook hersteld na de uitkomst van de verkiezingen in de Verenigde Staten eind 2016. Voor de langere termijn is de verwachting dat de mondiale 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 hun output gaps. Voor de opkomende markteconomieën geldt dat de groei in grondstoffen importerende landen zoals India en China veerkrachtig zou moeten blijven, terwijl de bedrijvigheid in grondstoffen exporterende landen na diepe recessies naar verwachting de bodem zal bereiken.

De mondiale bedrijvigheid (exclusief het eurogebied) groeit naar verwachting met 3,5% in 2017 en met 3,8% in 2018 en 2019, ongewijzigd ten opzichte van de vorige projecties.

Het internationale klimaat

(mutaties in % per jaar)

	juni 2017				maart 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Mondiaal reëel bbp (excl. het eurogebied)	3,2	3,5	3,8	3,8	3,1	3,5	3,8	3,8
Mondiale handel (excl. het eurogebied) ¹⁾	0,9	4,4	3,8	3,9	1,2	3,4	3,7	3,8
Buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied ²⁾	1,3	3,7	3,4	3,5	1,6	2,8	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 mondiale handel zal naar verwachting gedurende de projectieperiode geleidelijk groeien, nadat deze in de afgelopen maanden aanzienlijk was aangetrokken. Op de middellange termijn zal de groei van de wereldhandel naar verwachting gelijke tred houden met het herstel van de mondiale bedrijvigheid. Vergeleken met de projecties van maart 2017 is de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied voor 2017 opwaarts bijgesteld, voornamelijk als gevolg van recente, beter dan verwachte cijfers.

Voorzien wordt dat de uitvoer vanuit het eurogebied steun zal ondervinden van het herstel van de mondiale vraag. Naar schatting is voor het eurogebied de buitenlandse vraag in de tweede helft van 2016 en begin 2017 aangetrokken, dankzij de grotere vraag naar invoerproducten in zowel geavanceerde economieën (te weten de Verenigde Staten en Japan) als opkomende economieën (in het bijzonder China, Rusland en Brazilië). Voor de toekomst wordt verwacht dat de vraag naar invoerproducten zal toenemen in zowel geavanceerde als opkomende markteconomieën, terwijl deze in het Verenigd Koninkrijk gematigd zal blijven. De uitvoer vanuit het eurogebied profiteert tijdens de projectieperiode naar verwachting van een stijgende externe vraag. De invoer vanuit landen buiten het eurogebied groeit naar verwachting sneller dan de uitvoer naar landen buiten het eurogebied en in lijn met zijn historische elasticiteit ten opzichte van de totale vraag. Tijdens de projectieperiode zal het overschot op de lopende rekening van het eurogebied naar verwachting enigszins dalen, onder meer als gevolg van het wegebben van eerdere met de olieprijs samenhangende ruilvoeteffecten.

De negatieve output gap zal gedurende de projectieperiode naar verwachting verdwijnen. De potentiële productiegroei voor de projectieperiode wordt geraamd op iets meer dan 1% en blijft daarmee duidelijk onder de geraamde werkelijke reële bbp-groei van rond 1,8%. De gematigde groei van de potentiële productie komt vooral door een vrij geringe bijdrage van de factor kapitaal na een lange periode waarin het investeringsniveau historisch laag was. De bijdrage van de factor arbeid zal, zo is de projectie, dankzij een stijgende arbeidsparticipatie ten gevolge van eerdere structurele hervormingen omhoog gaan. Als gevolg van de vergrijzing zal de bijdrage van de factor arbeid niettemin iets onder zijn gemiddelde van vóór de crisis

blijven. De bijdrage van de totale factorproductiviteit komt naar verwachting slechts licht onder het niveau van vóór de crisis uit.

De verbetering van de arbeidsmarktomstandigheden in het eurogebied zou gedurende de projectieperiode moeten doorzetten. Volgens de projecties houdt de stijging van de werkgelegenheid gedurende de projectieperiode aan. Deze zal echter geleidelijk wat aan kracht inboeten. Op korte termijn komt dit vooral door het wegebben van enkele gunstige tijdelijke factoren, hetgeen de groei van de werkgelegenheid drukt. Voor de rest van de projectieperiode wordt verondersteld dat een tekort aan gekwalificeerde arbeidskrachten in sommige landen steeds meer zal gaan knellen, hetgeen de groei van de werkgelegenheid remt en het aantal gewerkte uren per werknemer zal doen stijgen. Deze ontwikkelingen in de werkgelegenheid betekenen een herstel van de groei van de arbeidsproductiviteit, als gevolg van een stijgende benutting van zowel kapitaal als arbeid in de context van de teruglopende slapte. De werkloosheid zal naar verwachting in 2019 dalen naar 8,3%, maar zal boven het niveau van vóór de crisis blijven (7,5% in 2007).

Vergeleken met de projecties van maart 2017 is de reële bbp-groei opwaarts bijgesteld. De zeer gunstige stemming onder bedrijven en consumenten wijst er, samen met de sterkere externe vraag, op dat de groei op korte termijn enigszins sterker zal zijn dan eerder werd verwacht. Op de wat langere termijn wordt de opwaartse invloed van lagere olieprijsen, lagere tarieven voor de lange rente en hogere aandelenprijsen, evenals een hogere overheidsconsumptie en hogere overheidsinvesteringen, slechts ten dele getemperd door de neerwaartse effecten van een sterkere wisselkoers van de euro.

2 Prijzen en kosten

De HICP-inflatie zal in 2017 naar verwachting gemiddeld 1,5% bedragen. Daarna zal deze in 2018 dalen naar 1,3%, alvorens in 2019 weer licht te stijgen naar 1,6%. Uiteenlopende ontwikkelingen in de HICP-component energie en in de HICP met uitzondering van energie en voedingsmiddelen vormen de voornaamste verklaring voor het V-vormige profiel van de totale inflatie gedurende de projectieperiode. De HICP-energie-inflatie zal in vergelijking met 2016 naar verwachting in 2017 sterk stijgen en daarna een gematigder beloop vertonen ten gevolge van de recente stijging van de olieprijs en een betrekkelijk vlak profiel van de curve van de olieprijsfutures in de nabije toekomst. De positieve bijdrage van de HICP-energie-inflatie aan de totale inflatie, die naar verwachting in 2017 0,4 procentpunt zal bedragen, zou de komende twee jaar aanzienlijk moeten afnemen.

De HICP-inflatie met uitzondering van energie en voedingsmiddelen zal naar verwachting gedurende de projectieperiode geleidelijk aantrekken. De belangrijkste factor achter de verwachte stijging van de HICP-inflatie met uitzondering van energie en voedingsmiddelen zijn de stijgende arbeidskosten per eenheid product naarmate het herstel voortschrijdt en steviger wordt. Eén stuwende factor hierachter is de verwachte daling van de slapte op de arbeidsmarkt, die de loongroei zou moeten doen stijgen. Daarnaast zullen factoren die de afgelopen jaren

de loongroei hebben gedrukt, zoals de in enkele landen bestaande noodzaak prijsconcurrentievermogen terug te winnen, geleidelijk verdwijnen, hetgeen het voorziene aantrekken van de groei van de loonsom per werknemer verder zou moeten ondersteunen. De groei van de arbeidskosten per eenheid product zal naar verwachting gedurende de projectieperiode iets minder stijgen dan de loongroei. De opleving van de olieprijs sinds begin 2016 zal naar verwachting eveneens indirect enigszins bijdragen aan deze opwaartse kostendruk via hogere productiekosten en de repercussies daarvan op de nominale lonen gezien de gebruikelijke transmissievertraging.

Externe prijsdruk zal naar verwachting gedurende de projectieperiode niet langer de consumptieprijzen in het eurogebied drukken. Na vier jaar van dalende invoerprijzen zal het groeitempo op jaarbasis van de invoerprijzen in 2017 naar verwachting positief worden. Deze ommekeer is voornamelijk het gevolg van de opleving van de olieprijs en de prijzen van grondstoffen met uitzondering van energie sinds 2016. De daaropvolgende daling van de groeicijfers van de invoerprijzen weerspiegelt evenzo de matiging van de ontwikkelingen in de grondstoffenprijzen. Behalve de grondstoffenprijzen zal de mondiale inflatiedruk, in meer algemene zin, naar verwachting geleidelijk stijgen. De mondiale productiekosten zullen, zo wordt voorzien, geleidelijk stijgen naarmate de mondiale slapte afneemt. Het nog steeds hoge niveau van de mondiale reservecapaciteit en de intense concurrentie met landen met lage kosten zullen echter de mondiale prijsdruk dempen.

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 naar verwachting stijgen van 1,7% in 2017 naar 2,4% 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 worden verwacht dat de recente opleving van de totale inflatie zich vertaalt in hogere nominale loonstijgingen in de landen van het eurogebied waar loonvormingsprocessen ook rekening houden met prijsontwikkelingen in het verleden. Dit effect zou echter vanaf 2018 belangrijker kunnen worden, aangezien in enkele landen de meeste van de onderhandelde lonen voor 2017 reeds vastliggen. Desalniettemin zou dit effect nog steeds zwak kunnen zijn omdat het beperkt is tot landen waar de (impliciete) loonindexering is gekoppeld aan de totale inflatie. Daarnaast wordt dit effect beperkt door het feit dat een aantal landen de afgelopen jaren de mate van loonindexering aan de inflatie hebben verlaagd. Enige opwaartse dynamiek in de loongroei zou verder moeten komen uit de verwachte versterking van de productiviteitsgroei gedurende de projectieperiode. Voorts zou een aantal dempende factoren die van invloed zijn op de loongroei naar verwachting gedurende de projectieperiode moeten afnemen. Deze factoren zijn onder meer opgebouwde loonmatiging ten gevolge van bindende neerwaartse rigiditeiten in de nominale lonen gedurende de crisis. Bovendien zullen naar verwachting in enkele landen maatregelen om socialeverzekeringspremies te verlagen en loonmatiging in de publieke sector te verwezenlijken, ten einde komen.

De winstmarges zullen, zo wordt voorzien, gedurende de projectieperiode groter worden, in een iets sterker tempo dan de laatste tijd te zien is geweest.

Naarmate het dempende effect op de winstmarges van de recente olieprijsstijgingen afneemt, zullen de winstmarges naar verwachting iets sneller stijgen dan in de afgelopen kwartalen, daarbij profiterend van het voortzettende economisch herstel. De stijging van de winstmarges zal gedurende de projectieperiode echter waarschijnlijk iets worden gedrukt door de verwachte stijging van zowel de groei van de arbeidskosten per eenheid product als van de mondiale concurrentiedruk.

Vergeleken met de projecties van maart 2017 zijn de vooruitzichten voor de HICP-inflatie enigszins naar beneden bijgesteld. Lagere olieprijzen dan die welke werden voorzien in de projecties van maart 2017 vormen aanleiding tot een neerwaartse bijstelling van de HICP-energie-inflatie voor 2017 en 2018. Op dezelfde wijze zijn ook de projecties voor de prijzen van voedingsmiddelen voor de gehele projectieperiode neerwaarts bijgesteld. Daarnaast is de HICP-inflatie met uitzondering van energie en voedingsmiddelen neerwaarts bijgesteld voor 2018 en 2019. Deze neerwaartse bijstelling weerspiegelt deels indirecte effecten van de lagere olieprijs en de iets sterker wisselkoers van de euro, maar daarnaast ook lagere vooruitzichten voor de onderliggende kosten- en prijsdruk in diverse economieën van het eurogebied.

3

Vooruitzichten voor de overheidsfinanciën

De begrotingskoers zal, zo is de projectie, in de periode 2017-2019 globaal genomen neutraal zijn. De begrotingsbeleidskoers wordt afgemeten aan de mutatie in het voor de conjunctuur gecorrigeerde primaire saldo na aftrek van overheidssteun aan de financiële sector. De impact van zowel niet-discretionaire factoren en discretionaire maatregelen wordt voor de gehele projectieperiode als neutraal beoordeeld.

Gedurende de projectieperiode zullen het tekort op de overheidsbegroting en de schuldquote volgens de projectie beide een dalende lijn vertonen. De verbetering van het begrotingssaldo is het gevolg van gedurende de projectieperiode verder dalende rentebetalingen en de verbetering in de conjuncturele component, die een lichte verslechtering van het voor de conjunctuurinvloeden gecorrigeerde primaire saldo meer dan compenseren. De geleidelijke afname van de overheidsschuld gedurende de projectieperiode vloeit voort uit het gunstige rente/groei-ecart⁴ en de geprojecteerde primaire overschotten.

Vergeleken met de in maart 2017 gepubliceerde projecties zijn de vooruitzichten voor de begrotingstekort- en schuldquote's globaal genomen niet bijgesteld.

⁴ Het ecart wordt berekend als het verschil tussen de nominaal-effectieve rente op schuld en de nominale bbp-groei.

Tabel 1
Macro-economische projecties voor het eurogebied¹⁾

(mutaties in % per jaar)

	juni 2017				maart 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Reëel bbp	1,7	1,9	1,8	1,7	1,7	1,8	1,7	1,6
		[1,6 - 2,2] ²⁾	[0,8 - 2,8] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾		[1,5 - 2,1] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,5 - 2,7] ²⁾
Particuliere consumptie	1,9	1,5	1,6	1,4	1,9	1,4	1,4	1,4
Overheidsconsumptie	1,8	1,2	1,2	1,1	2,0	1,1	1,0	1,1
Bruto-investeringen in vaste activa	3,6	3,7	3,4	3,0	2,5	2,8	3,2	2,8
Uitvoer ³⁾	2,8	4,8	4,3	4,1	2,9	4,3	4,1	4,0
Invoer ³⁾	4,0	5,2	4,6	4,3	3,5	4,6	4,4	4,2
Werkgelegenheid	1,4	1,4	1,0	0,9	1,3	1,0	1,0	0,8
Werkloosheid (in % van de beroepsbevolking)	10,0	9,4	8,8	8,3	10,0	9,4	8,9	8,4
HICP	0,2	1,5	1,3	1,6	0,2	1,7	1,6	1,7
		[1,4 - 1,6] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,7 - 2,5] ²⁾		[1,4 - 2,0] ²⁾	[0,9 - 2,3] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾
HICP excl. energie	0,9	1,2	1,4	1,6	0,9	1,2	1,6	1,8
HICP excl. energie en voedsel	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,1	1,5	1,8
HICP-inflatie exclusief energie, voedsel en wijzigingen van de indirecte belastingen ⁴⁾	0,8	1,1	1,4	1,7	0,8	1,1	1,5	1,8
Arbeidskosten per eenheid product	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,6
Loonsom per werknemer	1,3	1,7	2,1	2,4	1,3	1,8	2,1	2,4
Arbeidsproductiviteit	0,3	0,5	0,8	0,9	0,4	0,7	0,7	0,8
Begrotingssaldo overheid (als percentage van het bbp)	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9
Structureel begrotingssaldo (als percentage van het bbp) ⁵⁾	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1
Bruto-overheidsschuld (als percentage van het bbp)	89,2	87,9	86,4	84,7	89,3	88,0	86,4	84,5
Saldo op de lopende rekening (als percentage van het bbp)	3,4	2,8	2,8	2,9	3,4	3,1	3,2	3,3

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 3

Gevoeligheidsanalyses

De projecties zijn sterk afhankelijk van technische aannames betreffende de ontwikkeling van bepaalde kernvariabelen. Gezien het feit dat enkele van deze variabelen een grote invloed 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 nogal vlak profiel voor de olieprijs, waarbij de prijs van een vat ruwe Brent-olie tot het einde van 2019 rond USD 51,5 zal schommelen. Deze ontwikkeling is in lijn met een gematigd herstel van de mondiale olievraag, een scenario dat verband houdt met het aantrekken van het wereldwijde economische herstel. De recente verlenging van het OPEC-akkoord heeft tot nog toe niet geleid tot een stijging van de curve van de olieprijsfutures, waarschijnlijk ten gevolge van het peil van de olievoorraden, dat dicht bij zijn hoogste punt ooit ligt, de mogelijke stijging van de productie van schalieolie en bezorgdheid dat enkele van de grootste olieproducenten zich niet aan het akkoord zouden kunnen houden. Een combinatie van alternatieve modellen die door medewerkers van het Eurosysteem⁵ worden gebruikt om voor de gehele projectieperiode de olieprijs te voorspellen wijzen momenteel op een beloop van de olieprijs dat hoger is dan in de technische aannames is verondersteld. De realisatie van een alternatief beloop, waarbij de olieprijs in 2019 7,2% hoger was dan in de basisprojectie, zou de reële bbp-groei licht drukken, en zorgen voor een snellere stijging van de HICP-inflatie (met 0,1 procentpunt in 2018 en met 0,2 procentpunt in 2019).

2) Een alternatief beloop van de wisselkoers

In deze gevoeligheidsanalyse wordt ter illustratie onderzocht wat de invloed zou zijn van een lager beloop van de wisselkoers van de euro ten opzichte van het basisscenario. De depreciatiesrisico's voor de wisselkoers van de euro vloeien voornamelijk voort uit een sterker dan op dit moment verwacht uiteenlopen van de monetairbeleidskoers aan beide zijden van de Atlantische Oceaan. In het bijzonder zou een sneller dan verwachte stijging van de Amerikaanse *federal funds rate* verdere neerwaartse druk kunnen uitoefenen op de euro. Dit zou met name een weerspiegeling kunnen zijn van stijgende inflatieverwachtingen in de Verenigde Staten, tegen de achtergrond van expansief begrotingsbeleid en een krappe arbeidsmarkt, wanneer de onzekerheid over het beleid van de nieuwe Amerikaanse regering afneemt. Het alternatieve beloop van de wisselkoers van de euro is gebaseerd op het 25ste percentiel van de verdeling die voortkomt uit de door opties geïmpliceerde risiconeutrale densiteiten voor de USD/EUR-wisselkoers op 16 mei 2017. Dit beloop impliceert een geleidelijke waardedaling van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar tot een wisselkoers van 1,06 USD/EUR in 2019, hetgeen rond 3% lager is dan

⁵ Zie de uit vier modellen bestaande combinatie die wordt beschreven in het artikel "Forecasting the price of oil", *Economic Bulletin*, Nr. 4, ECB, 2015.

de basisaanname voor dat jaar. De overeenkomstige aannames voor de nominaal-effectieve wisselkoers van de euro weerspiegelen historische regelmatigheid, 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 neerwaarts afwijken van de effectieve wisselkoers van de euro van de basisprojectie, waardoor deze uitkomt op een niveau van 1,8% onder de basisprojectie voor 2019. In dit scenario wijst het gemiddelde van de uitkomsten van een aantal door medewerkers opgestelde macro-economische modellen op een HICP-inflatie en een bbp-groei die in 2018 beide 0,1 procentpunt en in 2019 beide 0,2 procentpunt hoger liggen.

Kader 4

Prognoses door andere instellingen

Diverse instellingen, zowel internationale organisaties als organisaties in de particuliere sector, hebben prognoses voor het eurogebied uitgebracht. Strikt genomen zijn deze prognoses echter niet met elkaar of met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties vergelijkbaar, aangezien zij op verschillende tijdstippen zijn opgesteld. Daarnaast maken zij gebruik van andere (deels niet nader gespecificeerde) methoden om aannames af te leiden betreffende de financiële, externe en begrotingsvariabelen, waaronder de olieprijs en andere grondstoffenprijzen. 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 het Eurosysteem opgestelde projecties omringen (in de tabel tussen haken weergegeven).

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

(mutaties in % per jaar)

	Publicatiedatum	Bbp-groei			HICP-inflatie		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Projecties Eurosysteem-medewerkers	juni 2017	1,9 [1,6 - 2,2]	1,8 [0,8 - 2,8]	1,7 [0,6 - 2,8]	1,5 [1,4 - 1,6]	1,3 [0,6 - 2,0]	1,6 [0,7 - 2,5]
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	mei 2017	1,8	1,7	1,5	1,7	1,5	1,7
Consensus Economics Forecast	mei 2017	1,7	1,6	1,4	1,6	1,4	1,7
Survey of Professional Forecasters	april 2017	1,7	1,6	1,5	1,6	1,5	1,7
IMF	april 2017	1,7	1,6	1,6	1,7	1,5	1,6

Bronnen: European Economic Forecast van de Europese Commissie, voorjaar 2017; IMF World Economic Outlook, april 2017; OECD Economic Outlook, juni 2017; Consensus Economics Forecasts, mei 2017; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, mei 2017; en de "Survey of Professional Forecasters" van de ECB, april 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 2529-4776 (pdf)
EU-catalogusnummer QB-CF-17-001-NL-N (pdf)