

De door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied van december 2016¹

Het economisch herstel in het eurogebied zal naar verwachting aanhouden, globaal genomen in overeenstemming met de projecties van september 2016. Het verwachte mondiale herstel en de veerkrachtige binnenlandse vraag, ondersteund door de zeer accommoderende monetairbeleidskoers, de in het verleden geboekte vooruitgang met schuldenafbouw in sectoren en een aanhoudende verbetering van de arbeidsmarkt zullen, zo is de projectie, het herstel gedurende de projectieperiode ondersteunen. Op jaarbasis zal het reële bbp naar verwachting in 2016 en 2017 groeien met 1,7%, en in 2018 en 2019 met 1,6%.

De HICP-inflatie zal naar verwachting aanzienlijk stijgen, van 0,2% in 2016 naar 1,3% in 2017, 1,5% in 2018 en 1,7% in 2019, onder invloed van (vooral op de korte termijn) de omslag in de olieprijs. Bovendien zouden, naarmate de slapte op de arbeidsmarkt geleidelijk afneemt, stijgingen van de lonen en de arbeidskosten per eenheid product de HICP-inflatie eveneens gedurende de projectieperiode moeten versterken.

1 De reële economie

Het reële bbp steeg in het derde kwartaal van 2016 met 0,3% dankzij steun vanuit de binnenlandse vraag. De beschikbare informatie voor het derde kwartaal duidt erop dat de particuliere consumptie en de investeringen in vaste activa positief hebben bijgedragen aan de bedrijvigheid, terwijl de uitvoer minder groeide dan de invoer, waardoor sprake was van een negatieve bijdrage van het handelssaldo. De situatie op de arbeidsmarkten is de afgelopen maanden blijven verbeteren, waarbij de werkgelegenheidsgroei aan opwaartse zijde verraste en de werkloosheidscijfers meer daalden dan verwacht. Het vertrouwen is in de verschillende sectoren en landen blijven verbeteren, hetgeen lijkt te wijzen op veerkrachtige groei op de korte termijn.

¹ De Raad van Bestuur gebruikt de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties bij de beoordeling van de economische ontwikkelingen en de risico's voor prijsstabiliteit. Informatie over de 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 17 november 2016 (zie Kader 2). De afsluitdatum voor opname van de overige gegevens in deze projecties was 24 november 2016. De huidige macro-economische projecties bestrijken de periode 2016-2019. Projecties voor een dergelijk lange periode zijn onderhevig aan 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.

Gedurende de projectieperiode zal het reële bbp naar verwachting in 2016 en 2017 groeien met 1,7%, en in 2018 en 2019 met 1,6%. De veerkrachtige binnenlandse vraag zal naar verwachting de steunpilaar blijven voor de reële bbp-groei, ook dankzij de bijdrage van de zeer accommoderende monetairbeleidskoers van de ECB. De uitvoer zal, zo is de projectie, geleidelijk aan kracht winnen ten gevolge van een verwacht geleidelijk mondiaal herstel, hetgeen zou leiden tot een geleidelijk verbeterende bijdrage van het handelssaldo gedurende de projectieperiode.

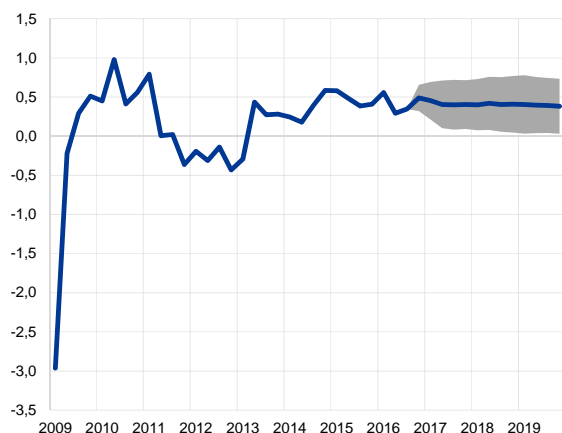
Grafiek 1

Macro-economische projecties¹⁾

(kwartaalgegevens)

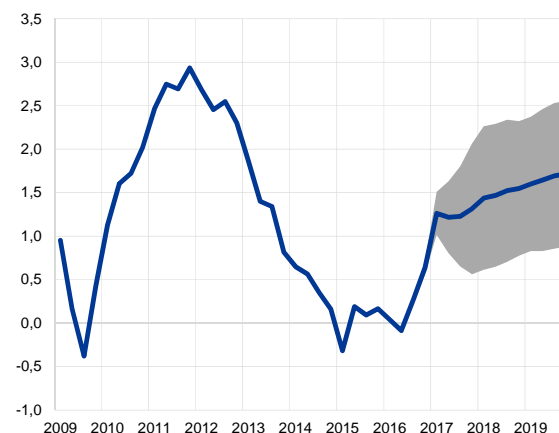
Reëel bbp van het eurogebied²⁾

(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 particuliereconsumptiebestedingen zullen, zo wordt geprojecteerd, gedurende de projectieperiode globaal genomen hun kracht behouden. Het consumentenvertrouwen is de afgelopen maanden wederom verbeterd, dankzij verbeterende algemene economische verwachtingen en gunstiger individuele financiële verwachtingen.

De middellangetermijnvooruitzichten voor de nominale groei van het besteedbaar inkomen blijft positief. De bijdrage van de bruto lonen en salarissen zal, zo is de projectie, gedurende de projectieperiode stijgen aangezien een zwakkere werkgelegenheidsgroei meer dan gecompenseerd wordt door een krachtiger versnelling van de beloning per werknemer. De groei van andere particuliere inkomenscomponenten zal, zo wordt geprojecteerd, aantrekken, daarbij globaal genomen gelijke tred houdend met het profiel van de winsten, terwijl de bijdrage van de netto begrotingsoverdrachten naar verwachting licht negatief zal zijn. Tegelijkertijd zal de groei van het reëel besteedbaar inkomen naar verwachting in 2017 ten gevolge van een opleving van de consumptieprijsinflatie vertragen en daarna zijn kracht behouden.

Gunstiger wordende bankkredietvoorwaarden, die worden versterkt door de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB, zouden de groei van de particuliere consumptie moeten ondersteunen. 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 bereidheid tot consumeren bij de tweede groep doorgaans groter is, zou deze herverdeling de totale particuliere consumptie verder moeten ondersteunen. Daarnaast zou de particuliere consumptie ook moeten worden ondersteund door de geboekte voortgang met schuldenafbouw en de geprojecteerde stijging van het netto vermogen van huishoudens ten gevolge van verdere stijgingen van de huizenprijzen. Per saldo zal de groei op jaarbasis van de particuliere consumptie volgens de projectie in bescheiden tempo vertragen, van 1,7% in 2016 naar 1,5% in zowel 2017 als 2018, en naar 1,4% in 2019.

Verwacht wordt dat de spaarquote tot medio 2017 zal dalen en daarna onveranderd zal blijven. Naar schatting is de spaarquote sinds medio 2015 toegenomen, meest waarschijnlijk doordat huishoudens een deel van de met de olieprijsverband houdende inkomenswinsten hebben gespaard. Dit effect op de spaarquote zal naar verwachting tijdelijk zijn, en het wegebben van dit effect impliceert volgens de projectie een daling van de spaarquote in de loop van 2017. De projectie is dat daarna de spaarquote gedurende het restant van de projectieperiode vlak zal blijven: een dalende werkloosheid, verbeterende kredietcondities en lage rentetarieven zouden in enkele landen de spaarquote moeten doen dalen, terwijl de aanhoudende noodzaak tot schuldenafbouw en de procyclische afvlakking van de consumptie deze zouden doen stijgen.

Kader 1

Technische aannames betreffende de rente, wisselkoersen en grondstoffenprijzen

Vergeleken met de projecties van september bestaan de veranderingen in de technische aannames onder meer uit hogere rentetarieven, hogere in Amerikaanse dollar luidende olieprijsen, en een geringe stijging van de effectieve wisselkoers van de euro. De technische aannames met betrekking tot de rente en de grondstoffenprijzen zijn gebaseerd op marktverwachtingen, met als afsluitdatum 17 november 2016. De korte rente verwijst naar de driemaands EURIBOR, waarbij de marktverwachtingen worden afgeleid van de rente op de termijnmarkt (futures). Deze methodologie levert voor de korte rente voor 2016 en 2017 een gemiddelde stand op van -0,3%, van -0,2% voor 2018 en 0,0% voor 2019. De marktverwachtingen betreffende het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied impliceren een gemiddeld renteniveau van 0,8% in 2016, 1,2% in 2017, 1,5% in 2018 en 1,7% in 2019.² In overeenstemming met het beloop van de rentes op de termijnmarkten en de geleidelijke doorwerking van marktrenteveranderingen in de bancaire debetrentes, zullen de samengestelde

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.

bancaire debetrentes voor leningen aan de niet-financiële particuliere sector binnen het eurogebied in 2017 naar verwachting in bescheiden tempo stijgen, en in 2018 en 2019 verder stijgen. Wat de grondstoffenprijzen betreft, wordt de prijs per vat ruwe Brent-olie verondersteld te dalen van USD 52,4 in 2015 tot USD 43,1 in 2016, alvorens te stijgen tot USD 49,3 in 2017, USD 52,6 in 2018 en USD 54,6 in 2019, dat wil zeggen gemiddeld genomen rond USD 2 hoger in de periode 2017-2018 dan volgens de projectie van september. Deze prijsontwikkeling is gebaseerd op het door de futuresmarkt geïmpliceerde beloop, door het gemiddelde te nemen van de twee weken tot en met de afsluitdatum van 17 november. Er wordt verondersteld dat de in Amerikaanse dollar luidende prijzen van grondstoffen anders dan energie in 2016 enigszins zullen dalen en in 2017 en daarna 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 17 november. Dit impliceert een gemiddelde wisselkoers van USD 1,11 per euro in 2016, en van USD 1,09 in 2017 tot en met 2019, vergeleken met USD 1,11 in de projecties van september. De effectieve wisselkoers van de euro (ten opzichte van 38 handelspartners) is in 2016 0,2%, en in 2017 en 2018 0,4% hoger dan verondersteld in de projecties van september.

Technische aannames

| | December 2016 | | | | September 2016 | | |
|---|---------------|------|------|------|----------------|------|------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2016 | 2017 | 2018 |
| Driemaands EURIBOR (in % per jaar) | -0,3 | -0,3 | -0,2 | 0,0 | -0,3 | -0,4 | -0,4 |
| Rendement op tienjaars overheidsobligaties (in % per jaar) | 0,8 | 1,2 | 1,5 | 1,7 | 0,7 | 0,6 | 0,8 |
| Olieprijs (in USD/vat) | 43,1 | 49,3 | 52,6 | 54,6 | 42,8 | 47,4 | 50,6 |
| Grondstoffenprijzen m.u.v. energie in USD (procentuele mutatie op jaarbasis) | -4,0 | 6,6 | 3,8 | 4,5 | -3,0 | 5,3 | 4,2 |
| Wisselkoers USD/EUR | 1,11 | 1,09 | 1,09 | 1,09 | 1,11 | 1,11 | 1,11 |
| Nominaal-effectieve euro-wisselkoers (EER38) (procentuele mutatie op jaarbasis) | 3,8 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 3,6 | -0,1 | 0,0 |

De investeringen in woningen in het eurogebied zullen naar verwachting blijven groeien. De geprojecteerde groeiversnelling van het nominaal besteedbaar inkomen, de zeer lage hypotheekrente en beperkte andere beleggingsmogelijkheden zullen naar verwachting steun bieden aan een duurzaam herstel van de investeringen in woningen. Deze gunstige vooruitzichten voor de investeringen in woningen blijken ook uit een groeiend aantal bouwvergunningen en een toenemende vraag naar leningen voor woningaankopen in een klimaat van verbeterde bankkredietvoorwaarden, met name dankzij lagere marges op gemiddelde leningen. Daarnaast lijken de aanpassingsprocessen op de woningmarkt in een aantal landen ten einde te zijn gekomen en zijn de huizenprijzen gaan stijgen. Desalniettemin zal de dempende invloed van de hoge werkloosheid en de hoge schuld niveaus van huishoudens op de investeringen in woningen in sommige landen

³ De aannames voor de grondstoffenprijzen van olie en voedsel zijn gebaseerd op de futuresprijzen tot en met het einde van de projectieperiode. Voor de overige harde grondstoffen anders dan energie wordt aangenomen dat de prijzen tot het vierde kwartaal van 2017 de futures zullen volgen en zich daarna in lijn met de mondiale economische bedrijvigheid zullen ontwikkelen.

naar verwachting slechts geleidelijk wegebben. De reeds hoge niveaus van de investeringen in woningen ten opzichte van het reëel besteedbaar inkomen en ongunstige demografische ontwikkelingen dempen in andere landen de groei van de investeringen in woningen.

De bedrijfsinvesteringen zullen naar verwachting gestage groei laten zien.

Naar verwachting zullen de ontwikkelingen in de bedrijfsinvesteringen steun ondervinden van een aantal factoren: het herstel van het vertrouwen bij ondernemingen houdt aan dankzij gunstige productieverwachtingen, toenemende orderportefeuilles en een omslag in de verkoopprijsverwachtingen; de bezettingsgraad is reeds op het hoogste niveau sinds medio 2008; de financieringscondities blijven sterke steun geven, versterkt door de bijzondere beleidsmaatregelen van de ECB; de binnenlandse vraag zal naar verwachting veerkrachtig blijven en de externe vraag zal naar verwachting aantrekken; het is noodzakelijk geworden de kapitaalgoederenvoorraad te moderniseren na verscheidene jaren van gematigde investeringen; en de winstopslagen van een reeds goed bij kas zittende sector niet-financiële vennootschappen zullen naar verwachting aantrekken. Bovendien hebben het opgetekende krachtige herstel van de aandelenkoersen in de afgelopen paar jaar en de gematigde groei van de schuldfinanciering ervoor gezorgd dat de leverage-ratio (schuld ten opzichte van het balanstotaal) in de sector niet-financiële vennootschappen zich dicht bij het historische dieptepunt bevindt. Het herstel van de bedrijfsinvesteringen zal echter nog steeds worden geremd door rigiditeiten op de productmarkten en door de verwachting van een zwakkere potentiële productiegroei dan in het verleden.

De uitvoer naar landen buiten het eurogebied zal, zo wordt geprojecteerd, gedurende de projectieperiode versnellen, globaal genomen in overeenstemming met de buitenlandse vraag.

De buitenlandse vraag zal naar verwachting vanaf eind 2016 aan kracht winnen, naarmate de invoervraag in zowel geavanceerde economieën als opkomende markteconomieën (waaronder Rusland en Brazilië) groeit. De gematigde groei van de invoer in het Verenigd Koninkrijk zal echter naar verwachting een sterker stijging van de buitenlandse vraag naar goederen en diensten van het eurogebied in de weg zitten. Over het geheel genomen zal het geprojecteerde groeitempo van de buitenlandse vraag ruim beneden het niveau van vóór de crisis blijven.⁴ De uitvoer naar landen buiten het eurogebied zal naar verwachting vanaf het vierde kwartaal van 2016 aan kracht winnen, globaal genomen in gelijke tred met het tempo van de buitenlandse vraag. De invoer vanuit landen buiten het eurogebied zal naar verwachting iets sneller groeien dan de uitvoer naar landen buiten het eurogebied en overeenkomstig zijn historische elasticiteit ten opzichte van de totale vraag. De bijdrage van het netto handelssaldo aan de reële bbb-groei zal naar verwachting gedurende de projectieperiode verbeteren. Het overschot op de lopende rekening blijft in 2016 naar verwachting stabiel op rond 3,1% bbb.

⁴ Zie IRC Trade Task Force, "Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?", *Occasional Paper Series*, Nr. 178, ECB, september 2016.

Kader 2

Het internationale klimaat

De mondiale bedrijvigheid zal naar verwachting gedurende de projectieperiode aantrekken.

Sinds de vorige projecties gepubliceerde gegevens lijken deze beoordeling te bevestigen voor de tweede helft van het jaar, en te wijzen op relatief stabiele groei in de geavanceerde economieën en op een lichte verbetering van de groei in opkomende markteconomieën. Wat de nabije toekomst betreft zal de mondiale economische bedrijvigheid, zo is de verwachting, blijven aansterken, hoewel deze onder haar tempo van vóór de crisis zal blijven. De vooruitzichten voor zowel de geavanceerde economieën als de opkomende markteconomieën blijven gemengd. Het aanhoudende globaal genomen accommoderende beleid en de verbeterende arbeidsmarkten zullen naar verwachting steun geven aan de bedrijvigheid in de Verenigde Staten, terwijl in Japan het groeitempo naar verwachting gematigd zal blijven, en verhoogde onzekerheid zal naar verwachting druk uitoefenen op de groeivoorzichten op de middellange termijn voor de economie van het Verenigd Koninkrijk. Daarnaast zal de voortzettende vertraging van de Chinese groei waarschijnlijk druk uitoefenen op de economische vooruitzichten voor andere opkomende markteconomieën, terwijl de geleidelijke afname van diepe recessies in enkele van de grotere grondstoffen exporterende landen een bron van steun blijft voor de mondiale groei op de nabije termijn.

De wereldhandel zal naar verwachting in de tweede helft van dit jaar ook enigszins aan

kracht hebben gewonnen, na de zwakte die in de eerste helft werd waargenomen. Exclusief het eurogebied, is in de eerste helft van 2016 de mondiale invoer licht opwaarts bijgesteld, en de beschikbare indicatoren wijzen op positieve signalen ten aanzien van de vooruitzichten op de korte termijn. Op de middellange termijn zal de wereldhandel naar verwachting sterker worden, en profiteren van het herstel in de mondiale bedrijvigheid. De groei van de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied zal naar verwachting stijgen, met 1,5% in 2016, met 2,4% in 2017, met 3,4% in 2018 en met 3,6% in 2019.

Het internationale klimaat

(procentuele mutaties op jaarbasis)

| | December 2016 | | | | September 2016 | | |
|---|---------------|------|------|------|----------------|------|------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2016 | 2017 | 2018 |
| Wereld (excl. het eurogebied) – reëel bbp | 3,0 | 3,5 | 3,7 | 3,8 | 3,0 | 3,5 | 3,7 |
| Wereld (excl. het eurogebied) – handel ¹⁾ | 0,9 | 2,8 | 3,7 | 3,8 | 0,9 | 2,8 | 3,7 |
| Buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied ²⁾ | 1,5 | 2,4 | 3,4 | 3,6 | 1,6 | 2,6 | 3,5 |

1) Berekend als gewogen gemiddelde van de invoer.

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

Vergeleken met de projecties van september 2016 zijn de vooruitzichten voor het mondiale herstel en de buitenlandse vraag nauwelijks veranderd.

De negatieve *output gap* zal, zo wordt verwacht, tegen het einde van de projectieperiode zijn verdwenen, als gevolg van een slechts bescheiden potentiële productiegroei. Naar schatting zal de potentiële productiegroei gedurende de projectieperiode gematigd blijven, en ruim onder het niveau van rond 1,7% van vóór de crisis blijven. De bescheiden groei van de potentiële productie

weerspiegelt vooral een tamelijk geringe bijdrage van de factor kapitaal na een langdurige periode van zeer zwakke investeringen. De bijdrage van de factor arbeid zal, zo is de projectie, licht omhoog gaan, dankzij een toename van de arbeidsgeschikte bevolking en een stijgende arbeidsparticipatie ten gevolge van structurele hervormingen. Als gevolg van de vergrijzing zal de bijdrage van de factor arbeid niettemin iets onder zijn gemiddelde van vóór de crisis blijven. Aangezien de werkelijke groei naar verwachting ruim boven het gematigde beloop van de potentiële productie zal liggen, zal de negatieve *output gap* gestaag kleiner worden en tegen het einde van de projectieperiode zijn verdwenen.

De verbetering van de arbeidsmarktomstandigheden in het eurogebied zou gedurende de projectieperiode moeten blijven doorzetten. Er wordt voorzien dat de werkgelegenheid gedurende de projectieperiode zal blijven stijgen, zij het minder snel dan in de afgelopen kwartalen. Voor de korte termijn weerspiegelt deze ontwikkeling vooral een normalisering in verband met het wegebben van een aantal ondersteunende factoren van tijdelijke aard, terwijl deze in de resterende projectieperiode vooral verband houdt met de veronderstelling dat een tekort aan geschoolde arbeidskrachten zich in delen van het eurogebied sterker zal doen voelen. Deze ontwikkelingen in de werkgelegenheid impliceren een aantrekken van de groei van de arbeidsproductiviteit, van 0,3% in 2016 naar 0,9% in 2019, dankzij een procyclisch patroon waarbij sprake is van een toenemende inzet van zowel kapitaal als arbeid, een stijging van het aantal gewerkte uren per persoon en een stijging van de totale factorproductiviteit. Het werkloosheidspercentage zal naar verwachting dalen, zij het in lager tempo dan in het recente verleden, aangezien de werkgelegenheidsgroei sterker vertraagt dan de groei van de arbeidsbevolking.

Vergeleken met de projecties van september 2016 is de reële bbp-groei licht opwaarts bijgesteld op de korte termijn en grotendeels onveranderd gebleven voor de periode daarna. De verbeterde vooruitzichten voor de nabije toekomst weerspiegelen gunstiger ontwikkelingen in de kortetermijnindicatoren en recente positieve verrassingen ten aanzien van de arbeids- en huizenmarkten.

2 Prijzen en kosten

De HICP-inflatie zal volgens de projectie aanzienlijk stijgen, van 0,2% in 2016 naar 1,3% in 2017, en iets verder naar 1,5% in 2018 en 1,7% in 2019. De energieprijzen zullen naar verwachting goed zijn voor ongeveer vier vijfde van het aantrekken van de HICP-inflatie tussen 2016 en 2017. Het wegebben van het sterke dempende effect van de dalingen van de olieprijs in het verleden, dat in 2015 en 2016 druk uitoefende op de totale inflatie, zal, zo wordt verwacht, de totale inflatie in 2017 aanzienlijk stimuleren, met name aan het begin van het jaar. Dientengevolge impliceert het vervlakkende profiel van de olieprijsfuturescurve een geringe daling van het inflatiecijfer van deze HICP-component in de rest van 2017 en globaal vlakke ontwikkelingen daarna.

De HICP-inflatie exclusief energie en voedsel zal gedurende de projectieperiode naar verwachting geleidelijk toenemen in het licht van

stijgende binnenlandse kostendruk. De aanhoudende verbeteringen in de arbeidsmarktomstandigheden, zoals die blijken uit de zich voortzettende werkgelegenheids groei, zullen, zo wordt voorzien, leiden tot een dalende slapte op de arbeidsmarkt. Dit zal naar verwachting bijdragen aan een aanzienlijke stijging van zowel de loongroei als de groei van de arbeidskosten per eenheid product in 2019. De winstmarges worden eveneens verwacht verder te stijgen in lijn met een verdwijnende *output gap*, zij het in een globaal genomen constant of langzamer tempo dan recentelijk waargenomen. Daarnaast zouden het wegebben van de dempende effecten van de dalingen van de olieprijs in het verleden en de aangenomen stijgingen van de olieprijs via indirecte effecten moeten bijdragen aan de stijging van de HICP-inflatie exclusief energie en voedsel. De wegebbende opwaartse effecten van de waardedaling van de euro in het verleden zullen daarentegen samen met de neerwaartse effecten van de daarop volgende waardestijging van de euro de vooruitzichten voor de HICP-inflatie exclusief energie en voedsel dempen. Al met al zal de HICP-inflatie exclusief energie en voedsel naar verwachting in 2016 gemiddeld 0,9% bedragen en gedurende de projectieperiode geleidelijk oplopen naar 1,7% in 2019. Deze inflatie zal naar verwachting vanaf medio 2017 de voornaamste drijvende kracht achter de versterking van de HICP-inflatie vormen.

De verwachte omslag in de invoerprijzen is een belangrijke factor achter de geprojecteerde versterking van de inflatie op de korte termijn. Na een ongewoon lange periode van elkaar opvolgende dalingen van de invoerprijzen zal het groeitempo op jaarbasis van de invoerprijzen in 2017 naar verwachting positief worden. Een belangrijk element van de voorziene omslag is de aangenomen stijging van de grondstoffen- en in het bijzonder de olieprijs. Sterke opwaartse basiseffecten spelen ook een aanzienlijke rol bij de omslag in het groeitempo op jaarbasis van de invoerdeflator van 2017 ten opzichte van 2016. Geleidelijk stijgende mondiale inflatoire druk vanuit niet-grondstoffen, ondersteund door afnemende mondiale reservecapaciteit, zou moeten bijdragen aan de externe prijsdruk in het eurogebied. Ondanks de verwachting dat de mondiale prijsdruk zal stijgen, zal deze volgens de projectie gematigd blijven want worden gedempt door de nog steeds aanzienlijke mondiale reservecapaciteit in zowel de geavanceerde economieën als de opkomende markteconomieën en door de daaruit voortvloeiende hoge mate van concurrentie met lagekostenlanden.

De loongroei, zo wordt voorzien, zal gedurende de projectieperiode zichtbaar stijgen naarmate de slapte op de arbeidsmarkt afneemt en andere factoren die druk uitoefenen op de loongroei geleidelijk wegebben. De groei van de loonsom per werknemer zal volgens de projectie stijgen, van 1,2% in 2016 tot 2,4% in 2019. Belangrijke factoren achter deze aanzienlijke toename zijn de voorziene verbeteringen in de arbeidsmarktsituatie en de voorziene stijging van de inflatie die zouden moeten doorwerken in de loonontwikkelingen, gezien het feit dat er in enkele landen van het eurogebied in de loononderhandelingsprocessen voor een deel met het verleden rekening wordt gehouden. Voorts zou de noodzaak van loonmatiging om prijsconcurrentievermogen terug te winnen in enkele landen of opgestapelde loonmatiging gedurende de projectieperiode geleidelijk moeten wegebben. Daarnaast zouden de dempende effecten van structurele arbeidsmarkthervormingen

die in enkele landen van het eurogebied gedurende de crisis zijn doorgevoerd minder druk kunnen uitoefenen op de loongroei naarmate het conjuncturele herstel voortschrijdt en breder wordt. Bovendien zouden compositionele effecten moeten wegebben naarmate de werkgelegenheidsgroei breder gedragen wordt en minder dan in recente jaren gericht is op lage productiviteit en daardoor op sectoren met lage lonen.

De winstmarges zullen gedurende de projectieperiode naar verwachting blijven groeien, profiterend van het aanhoudende economische herstel, maar in een veel lager tempo dan in 2015. De winstmarges werden in 2015 sterk gestimuleerd door de scherpe daling van de olieprijs, die niet volledig schijnt te zijn doorberekend in de consumentenprijzen, en door zwakke ontwikkelingen in de arbeidskosten per eenheid product. Naarmate het effect van de olieprijs wegebt en de groei van de arbeidskosten per eenheid product in 2016 aantrekt, wordt verwacht dat de groei van de winstmarges zal afzwakken. Het globaal genomen onveranderde en gematigde tempo van de toename van de winstmarges gedurende de rest van de projectieperiode is consistent met het voorziene conjuncturele herstel en met een dempend effect van de stijgende arbeidskosten per eenheid product.

Vergeleken met de projecties van september 2016 zijn de vooruitzichten voor de HICP-inflatie globaal genomen onveranderd. Hoewel het beloop van de onderliggende inflatie iets zwakker is dan in de voorafgaande projecties, wordt dit in 2017 ruimschoots gecompenseerd door een hogere energieprijsinflatie.

3

Vooruitzichten voor de overheidsfinanciën

De begrotingskoers zal in 2016 volgens de projectie expansief zijn, en in de periode 2017-2019 neutraal. De begrotingsbeleidskoers wordt afgemeten aan de mutatie in het voor de conjunctuur gecorrigeerde primaire saldo na aftrek van overheidssteun aan de financiële sector. In 2016 wordt de expansieve begrotingskoers vooral bepaald door discretionaire begrotingsmaatregelen, terwijl niet-discretionaire factoren een geringe rol spelen en grotendeels verband houden met een kleine daling van de niet uit belastingen voortkomende inkomsten.

Gedurende de projectieperiode zullen het tekort op de overheidsbegroting en de schuldquotes volgens de projectie een dalende lijn vertonen. In 2016 werd de verslechtering van het voor de conjunctuur gecorrigeerde primaire saldo meer dan gecompenseerd door lagere rentebetalingen en de verbetering in de conjuncturele component. Tussen 2017 en 2019 zorgen verder dalende rentebetalingen en de verbetering van de conjuncturele component voor een verdere afname van het begrotingstekort, terwijl het voor de conjunctuur gecorrigeerde primaire saldo onveranderd blijft. De geleidelijke afname van de overheidsschuld gedurende de projectieperiode wordt vooral ondersteund door het gunstige groei-renteverschil in het licht van het geprojecteerde economisch herstel en de veronderstelde lage rente. Het primaire overschot heeft ook een gunstige invloed op de voorziene ontwikkeling van de schuld.

Vergeleken met de in september gepubliceerde projecties, zijn de vooruitzichten voor de overheidsfinanciën grotendeels onveranderd wat betreft de tekortquote, terwijl de schuldquote in 2017-2018 opwaarts is herzien.

De opwaartse herziening van de schuld/bbp-ratio in 2017 en 2018 weerspiegelt voornamelijk een kleinere bijdrage aan de schuldreductie van het groei/rente-verschil die voortvloeit uit een neerwaartse bijstelling van het nominale bbp van het eurogebied.

Tabel 1

Macro-economische projecties voor het eurogebied¹⁾

(mutaties in % per jaar)

| | December 2016 | | | | September 2016 | | |
|--|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2016 | 2017 | 2018 |
| Reëel bbp ¹⁾ | 1,7 | 1,7 | 1,6 | 1,6 | 1,7 | 1,6 | 1,6 |
| | [1,6 - 1,8] ²⁾ | [1,1 - 2,3] ²⁾ | [0,6 - 2,6] ²⁾ | [0,4 - 2,8] ²⁾ | [1,5 - 1,9] ²⁾ | [0,7 - 2,5] ²⁾ | [0,4 - 2,8] ²⁾ |
| Particuliere consumptie | 1,7 | 1,5 | 1,5 | 1,4 | 1,7 | 1,6 | 1,5 |
| Overheidsconsumptie | 2,0 | 1,3 | 1,1 | 1,1 | 1,7 | 0,9 | 1,0 |
| Bruto-investeringen in vaste activa | 3,0 | 3,1 | 3,1 | 2,7 | 3,1 | 3,3 | 3,3 |
| Uitvoer ³⁾ | 2,7 | 3,7 | 3,9 | 4,0 | 2,6 | 3,7 | 4,1 |
| Invoer ³⁾ | 3,3 | 4,1 | 4,3 | 4,1 | 3,3 | 4,4 | 4,7 |
| Werkgelegenheid | 1,4 | 1,1 | 0,8 | 0,8 | 1,3 | 0,8 | 0,7 |
| Werkloosheid (in % van de beroepsbevolking) | 10,0 | 9,5 | 9,1 | 8,7 | 10,1 | 9,9 | 9,6 |
| HICP | 0,2 | 1,3 | 1,5 | 1,7 | 0,2 | 1,2 | 1,6 |
| | [0,2 - 0,2] ²⁾ | [0,8 - 1,8] ²⁾ | [0,7 - 2,3] ²⁾ | [0,9 - 2,5] ²⁾ | [0,1 - 0,3] ²⁾ | [0,6 - 1,8] ²⁾ | [0,8 - 2,4] ²⁾ |
| HICP excl. energie | 0,9 | 1,1 | 1,4 | 1,7 | 0,9 | 1,2 | 1,5 |
| HICP excl. energie en voedsel | 0,9 | 1,1 | 1,4 | 1,7 | 0,9 | 1,3 | 1,5 |
| HICP-inflatie exclusief energie, voedsel en veranderingen in de indirecte belastingen ⁴⁾ | 0,8 | 1,1 | 1,4 | 1,7 | 0,9 | 1,2 | 1,5 |
| Arbeidskosten per eenheid product | 0,8 | 1,0 | 1,3 | 1,5 | 0,8 | 1,0 | 1,3 |
| Loonsom per werknemer | 1,2 | 1,7 | 2,1 | 2,4 | 1,2 | 1,8 | 2,2 |
| Arbeidsproductiviteit | 0,3 | 0,6 | 0,8 | 0,9 | 0,4 | 0,7 | 0,9 |
| Begrotingssaldo overheid (als percentage van het bbp) | -1,8 | -1,6 | -1,5 | -1,2 | -1,9 | -1,7 | -1,5 |
| Structureel begrotingssaldo (als percentage van het bbp) ⁵⁾ | -1,8 | -1,8 | -1,6 | -1,4 | -1,9 | -1,8 | -1,6 |
| Bruto-overheidsschuld (als percentage van het bbp) | 89,4 | 88,5 | 87,3 | 85,7 | 89,5 | 88,4 | 87,0 |
| Saldo op de lopende rekening (als percentage van het bbp) | 3,2 | 3,1 | 3,0 | 3,1 | 3,5 | 3,4 | 3,3 |

1) Cijfers gecorrigeerd voor het aantal werkdagen.

2) De marges rond de projecties zijn gebaseerd op de verschillen tussen de werkelijke uitkomsten en eerdere projecties die gedurende een aantal jaren zijn uitgevoerd. De breedte van de marges is tweemaal de gemiddelde absolute waarde van deze verschillen. Voor de berekening van de marges, waarin een correctie voor uitzonderlijke gebeurtenissen is opgenomen, wordt een methode gebruikt die beschreven is in de in december 2009 door de ECB gepubliceerde "New procedures for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges" en te vinden is 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 begrotingssald" in het ECB-Maandbericht van maart 2012 en het kader getiteld "Het structurele saldo als indicator van de onderliggende begrotingspositie" in het ECB-Maandbericht van september 2014.

Kader 3

Gevoeligheids- en scenarioanalyses

De projecties zijn sterk afhankelijk van technische aannames betreffende de ontwikkeling van bepaalde kernvariabelen. Gezien het feit dat enkele van deze variabelen een grote invloed 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. Daarnaast gaat dit kader in op de implicaties van enkele van de mogelijke beleidslijnen van de nieuwe Amerikaanse regering voor de vooruitzichten voor de Verenigde Staten, de wereld en het eurogebied.

1) Een alternatief beloop van de olieprijs

Alternatieve olieprijsmodellen wijzen op een risico van een snellere olieprijsstijging gedurende de projectieperiode dan uit de futures naar voren komt. De technische aannames voor de olieprijsontwikkelingen die ten grondslag liggen aan de basisprojecties voorzien, op basis van de futuresmarkten, een oplopende olieprijs, waarbij de prijs van een vat ruwe Brent-olie tegen het einde van 2019 gestegen is tot rond USD 55. 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, en met een geringe daling van het olieaanbod. 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 gedurende de projectieperiode dat hoger is dan in de technische aannames is verondersteld. De realisatie van een alternatief beloop, waarbij de olieprijs in 2019 19% 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 2017, met 0,2 procentpunt in 2018 en met 0,3 procentpunt in 2019).

Na de afronding van deze projecties kwam OPEC op 30 november 2016 overeen het aanbod van olie te verminderen, hetgeen leidde tot een scherpe stijging van de olieprijsfutures op de korte termijn gevolgd door een licht stijgend beloop van de olieprijsfutures later in de projectieperiode. Indien dit beloop van de olieprijsfutures zich werkelijk zou voordoen, zou het resulteren in een sterker HICP-inflatie in 2017 maar zou het minder invloed hebben op het inflatiebeloop in 2018 en 2019 vergeleken met het in het basisscenario vervatte beloop.

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 depreciatierisico's voor de wisselkoers van de euro vloeien voornamelijk voort uit het uiteenlopen van de monetairbeleidskoers aan beide zijden van de Atlantische Oceaan. In het bijzonder zou een minder geleidelijke 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 toenemende inflatieverwachtingen in de Verenigde Staten tegen de achtergrond van expansief

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.

begrotingsbeleid en een krappe arbeidsmarkt. Het alternatieve beloop van de wisselkoers van de euro is gebaseerd op het 25ste percentiel van de verdeling die voortkomt uit de door de optie geïmpliceerde risiconeutrale densiteiten voor de USD/EUR-wisselkoers op 17 november 2016. Dit beloop impliceert een geleidelijke waardedaling van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar tot een wisselkoers van 0,95 USD/EUR in 2019, hetgeen 9,7% lager is dan de basisaannname voor dat jaar. De overeenkomstige aannames voor de nominaal-effectieve wisselkoers van de euro weerspiegelen historische regelmatigheden, waarbij veranderingen in de USD/EUR-wisselkoers een weerspiegeling vormen van veranderingen in de effectieve wisselkoers met een elasticiteit van rond 50%. Deze aannamen resulteren in een geleidelijk neerwaarts afwijken van de effectieve wisselkoers van de euro van de basisprojectie, waardoor deze uitkomt op een niveau van 5,2% onder de basisprojectie voor 2019. In dit scenario wijst het gemiddelde van de uitkomsten van een aantal door medewerkers ontwikkelde macro-economische modellen op een hogere reële bbp-groei (met 0,2-0,3 procentpunt per jaar), en een hogere HICP-inflatie (met 0,2 procentpunt in 2017 en met 0,4-0,5 procentpunt in 2018 en 2019).

3) Scenario's bij de nieuwe Amerikaanse regering – implicaties voor de Verenigde Staten, de wereld en het eurogebied

De mogelijke beleidsveranderingen door de nieuwe, door aankomend President Trump geleide, Amerikaanse regering komen nog steeds naar buiten. Hoewel details van het komende beleid van de nieuwe regering nog niet bekend zijn en derhalve niet zijn opgenomen in het basisscenario, heeft Trump tijdens zijn campagne de volgende belangrijke beleidsplannen naar voren gebracht: (1) een grootschalig begrotingsstimuleringspakket, mogelijk met inbegrip van een combinatie van grote belastingverlagingen voor particulieren en bedrijven, en hogere uitgaven aan infrastructuur en defensie, (2) een strikter immigratiebeleid en (3) sterker handelsprotectionisme. Rekening houdend met de nodige voorbehouden in verband met de hoge onzekerheid wat betreft dit toekomstige beleid, wordt de impact van deze drie globale beleidsterreinen hieronder besproken.

De implicaties van een dergelijk beleidspakket zijn waarschijnlijk inflatoir in de Verenigde Staten, waarbij de impact op de bedrijvigheid afhangt wat de werkelijk gekozen maatregelen. De begrotingsmaatregelen zullen de reële bbp-groei en de inflatie stimuleren, maar deze stimulans zou kunnen worden tenietgedaan door hogere rentetarieven en een waardestijging van de Amerikaanse dollar. Een strikter immigratiebeleid zou kunnen leiden tot een nogal bescheiden afname van de bedrijvigheid als de daling van de arbeidsbevolking voor een groot deel wordt gecompenseerd door een hogere participatiegraad en toegenomen werkgelegenheid in andere segmenten van de binnenlandse bevolking. Op protectionistisch handelsbeleid zou kunnen worden gereageerd door middel van hogere invoerheffingen, en een dergelijk beleid zou een daling van het reële Amerikaanse bbp gedurende de projectieperiode kunnen impliceren, ten gevolge van lagere Amerikaanse uitvoer.

De mondiale effecten hangen af van de relatieve sterkte van de verschillende kanalen. Opkomende markteconomieën zullen waarschijnlijk, indien zij sterk door protectionistische maatregelen worden getroffen, te maken krijgen met een negatieve invloed op hun bbp-groei, terwijl andere regio's in eerste instantie wellicht zouden kunnen profiteren van de Amerikaanse begrotingsstimulans en van handelssubstitutie-effecten.

Wat betreft de impact op het eurogebied, spelen verschillende kanalen een rol. Ten eerste zou de begrotingsbeleidsexpansie in de Verenigde Staten de binnenlandse vraag in de Verenigde

Staten stimuleren, de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar verzwakken en leiden tot een hogere vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied. Ten tweede zou, gezien het feit dat de binnenlandse bedrijvigheid en de invoer in de Verenigde Staten en opkomende markteconomieën zouden kunnen afnemen ten gevolge van hogere invoerheffingen en andere handelsbeleidsmaatregelen, het directevraageffect van de Amerikaanse handelsbeleidsmaatregelen ongunstig kunnen uitpakken voor het eurogebied. Als het eurogebied echter niet bloot komt te staan aan hogere invoerheffingen, dan zou het aan prijsconcurrentievermogen kunnen winnen ten aanzien van de landen die wel te maken krijgen met hogere invoerheffingen. Dit zou een mondiaal substitutie-effect kunnen impliceren ten gunste van het eurogebied. Over het geheel genomen blijven op dit moment de effecten voor het eurogebied echter hoogst onzeker en hangen deze af van de specifieke beleidsmaatregelen die door de nieuwe Amerikaanse regering worden gekozen.

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 ruim binnen de marges liggen die de door de medewerkers van het Eurosysteem opgestelde projecties omringen (in de tabel tussen haakjes 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 | | |
|------------------------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | | 2016 | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 |
| Projecties Eurosysteem-medewerkers | december 2016 | 1,7 [1,6-1,8] | 1,7 [1,1-2,3] | 1,6 [0,6-2,6] | 0,2 [0,2-0,2] | 1,3 [0,8-1,8] | 1,5 [0,7-2,3] |
| Europese Commissie | november 2016 | 1,7 | 1,5 | 1,7 | 0,3 | 1,4 | 1,4 |
| OESO | november 2016 | 1,7 | 1,6 | 1,7 | 0,2 | 1,2 | 1,4 |
| Euro Zone Barometer | november 2016 | 1,6 | 1,3 | 1,4 | 0,3 | 1,3 | 1,6 |
| Consensus Economics Forecast | november 2016 | 1,6 | 1,3 | 1,4 | 0,2 | 1,3 | 1,5 |
| Survey of Professional Forecasters | oktober 2016 | 1,6 | 1,4 | 1,5 | 0,2 | 1,2 | 1,4 |
| IMF | oktober 2016 | 1,7 | 1,5 | 1,6 | 0,3 | 1,1 | 1,3 |

Bronnen: European Economic Forecast van de Europese Commissie, herfst 2016; IMF World Economic Outlook, oktober 2016; OECD Economic Outlook, november 2016; Consensus Economics Forecasts, november 2016; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, november 2016; en de "Survey of Professional Forecasters" van de ECB, oktober 2016.

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

© Europese Centrale Bank, 2016

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

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