



Maart 2017

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

Het economisch herstel in het eurogebied zal volgens de projecties verder aantrekken, in een iets hoger tempo dan uit eerdere verwachtingen bleek. Ook blijkt uit de projecties dat dit herstel gedurende de projectieperiode aanhoudt dankzij het verwachte mondiale herstel en de veerkrachtige binnenlandse vraag, die wordt ondersteund door de zeer accommoderende monetairbeleidskoers, de in het verleden geboekte vooruitgang met schuldenafbouw in verschillende sectoren en een aanhoudende verbetering van de arbeidsmarkt.

De recente stijging van de olieprijs zal dit jaar naar verwachting leiden tot een HICP-inflatie van gemiddeld 1,7%. Daar staat tegenover dat voor de achterliggende inflatiedruk gedurende de projectieperiode slechts een geleidelijke stijging wordt voorzien.

1 De reële economie

De indicatoren voor de korte termijn wijzen op aanhoudend sterke kortetermijngroei. Het reële bbp is in het vierde kwartaal van 2016 met 0,4% gestegen. Het herstel in het eurogebied krijgt een bredere basis; het omvat meer sectoren en meer landen. De omstandigheden op de arbeidsmarkt zijn de afgelopen maanden verder verbeterd en de werkloosheid is iets sterker gedaald dan verwacht. De indicatoren voor economische-beleidsonzekerheid zijn gestegen, die voor financiële en economische onzekerheid zijn nog altijd laag (zie Kader 1). Daarbij is het vertrouwen verder gestegen, wat duidt op veerkrachtige groei in de eerste helft van 2017.

Het reële bbp stijgt in de projectieperiode naar verwachting met 1,8% in 2017, met 1,7% in 2018 en met 1,6% in 2019. Sinds medio 2013 steunt het herstel vooral

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 zijn 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 dinsdag 14 februari 2017 (zie Kader 2). De afsluitdatum voor opname van de overige gegevens in deze projecties was 20 februari 2017, uitgezonderd de Duitse nationale rekeningen op kwartaalbasis, die op 23 februari zijn gepubliceerd en zijn opgenomen. De huidige macro-economische projecties bestrijken de periode 2016-2019. 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.

op de binnenlandse vraag, inclusief krachtige particuliere consumptie en een positieve bijdrage van de investeringen. Enkele gunstige factoren zullen de binnenlandse vraag gedurende de projectieperiode naar verwachting blijven ondersteunen, daarbij geholpen door de uiterst accommoderende monetairbeleidskoers van de ECB. De projectie voorziet ook in een toename van de uitvoer vanuit het eurogebied over de projectieperiode, mede dankzij verwacht herstel van de wereldhandel en de eerdere verzwakking van de wisselkoers van de euro.

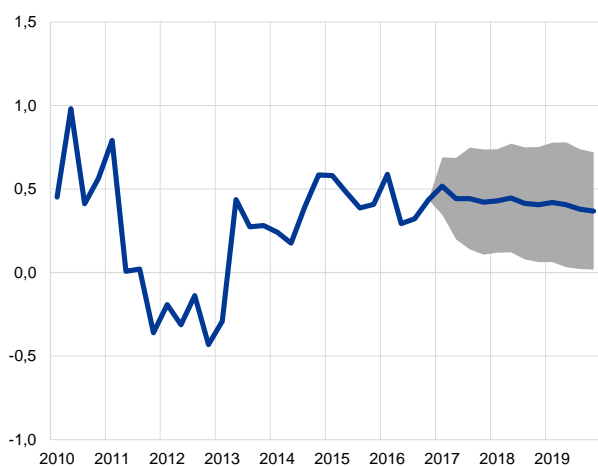
Grafiek 1

Macro-economische projecties¹⁾

(kwartaalgegevens)

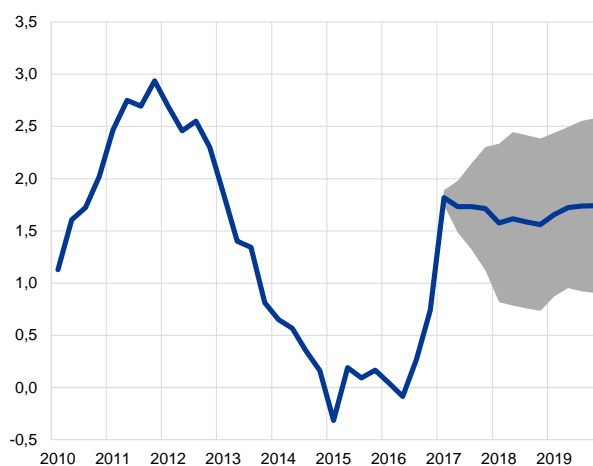
Reëel bbp van het eurogebied²⁾

(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.

Kader 1

Het belang van economische beleidsonzekerheid voor de economische vooruitzichten in het eurogebied

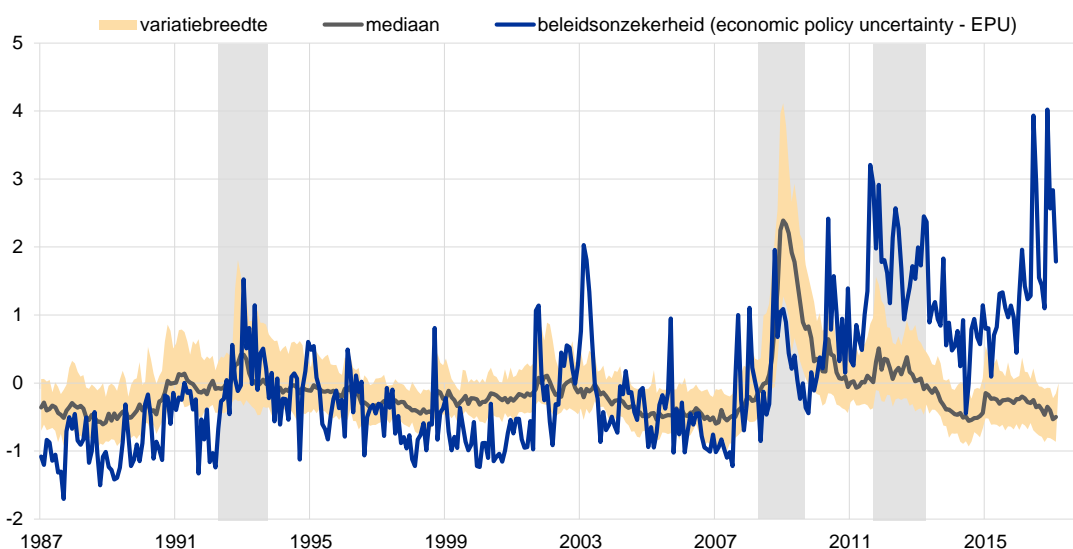
Een maatstaf voor beleidsonzekerheid (Economic Policy Uncertainty – EPU) is de laatste maanden sterk gestegen.² Deze stijging hield waarschijnlijk verband met de uitkomst van het referendum in het Verenigd Koninkrijk over vertrek uit de EU en de uitkomst van de Amerikaanse presidentsverkiezing. De index kan momenteel ook duiden op onzekerheid vanwege aanstaande verkiezingen in enkele eurolanden. In dit Kader wordt de EPU-index besproken en in een bredere context van andere onzekerheidsindicatoren geplaatst. Ook wordt geconcludeerd dat het belang ervan voor de economische vooruitzichten op dit moment waarschijnlijk vrij beperkt is.

² Voor de EPU-index wordt geteld hoe vaak de woorden onzeker/onzekerheid, economisch/economie en één van een aantal beleidswaarden, zoals "tekort" of "regelgeving" in artikelen uit vooraanstaande kranten voorkomt. Zie verder Baker, S., N. Bloom en S. Davis, "Measuring economic policy uncertainty", *NBER Working Paper Series*, nr. 21633, oktober 2015

In principe kan een toename van de politieke onzekerheid negatief uitwerken op de economische bedrijvigheid, omdat het bedrijven ertoe kan brengen investeringen uit te stellen of af te blazen totdat de onzekerheid is verminderd. En ook op beslissingen van huishoudens over grote aankopen kan onzekerheid een ongunstig effect hebben. Als de onzekerheid groot is, kunnen huishoudens bovendien uit voorzorg meer gaan sparen. Verder kan onzekerheid de bedrijvigheid schaden doordat hogere risicopremies de kosten van financiering verhogen en banken mogelijk minder snel geneigd zijn huishoudens en bedrijven kredieten te verstrekken.³

Geselecteerde maatstaven voor onzekerheid in het eurogebied

(standaardafwijking van het gemiddelde)



Bronnen: Baker/Bloom/Davis; Consensus Economics; Eurostat; European Commission; ECB en ECB-berekeningen.

Toelichting: de grijze gebieden hebben betrekking op door het CEPR vastgestelde recessies in het eurogebied. De variatiebreedte geeft het 25e tot en met het 75e percentiel weer van de ramingen voor ongeveer 130 onzekerheidsindicatoren (m.b.t. financiële, economische, prognose- en beleidsonzekerheid) voor het eurogebied.

Hoewel de economische beleidsonzekerheid de laatste tijd is gegroeid, lijken de economische ontwikkelingen in het eurogebied aan kracht te hebben gewonnen. Het economisch herstel in het eurogebied kent een bredere basis dan eerdere perioden van herstel.⁴ Het is ook grotendeels gebaseerd op de binnenlandse vraag en daardoor minder gevoelig voor schokken van buitenaf. Bovendien zijn de hefboomratio's naar een houdbaarder niveau teruggebracht, waardoor alle institutionele sectoren robuuster zijn dan voor de crisis. Het vertrouwen onder huishoudens en bedrijven blijft zeer hoog en de financiële markten lijken geen grote staartrisico's te hebben verdisconteerd.

Er bestaat momenteel zelfs een behoorlijk verschil tussen de toegenomen beleidsonzekerheid en de vrij lage niveaus waarop andere economische en financiële indicatoren zich bevinden. De grafiek laat de mediaan zien van de ramingen van ongeveer 130 onzekerheidsmaatstaven voor het eurogebied, het 25e t/m 75e percentiel van deze maatstaven en

³ De diverse kanalen waardoor onzekerheid wordt doorgegeven worden besproken in Bloom, N., "Fluctuations in uncertainty", *Journal of Economic Perspectives*, deel 28, nr. 2, 2014, p. 153-176.

⁴ Zie Kader 1, "Economic growth in the euro area is broadening", *Economic Bulletin*, nummer 1, ECB 2017.

de EPU.⁵ Het gebruik van de mediaan van alle onzekerheidsmaatstaven in plaats van afzonderlijke maatstaven heeft als voordeel dat de mediaan de diverse dimensies van onzekerheid beter weergeeft, terwijl het gebruik van het variatiegebied van het 25e t/m het 75e percentiel rekening houdt met de onzekerheid waarmee deze onzekerheidsmaatstaven zijn omgeven en uitschieters uitsluit. Uit de mediaan en het 25e t/m 75e percentiel van de onzekerheidsmaatstaven voor het eurogebied komt op dit moment slechts geringe onzekerheid naar voren. De EPU daarentegen blijkt op dit moment een uitschieter te zijn, meer nog zelfs dan in de afgelopen zes jaar het geval was.

De EPU-index geeft op dit moment niet per se betrouwbare aanwijzingen voor toegenomen onzekerheid. Om te beginnen maakt de EPU-index geen onderscheid tussen onzekerheid over binnenlands en over buitenlands beleid. Voor zover bedrijven en consumenten dus onderscheid maken tussen binnen- en buitenlandse bronnen van onzekerheid, en ze zich vooral concentreren op de bronnen van onzekerheid in eigen land, kan dit de relatief geringe correlatie tussen de EPU-index en andere maatstaven van onzekerheid verklaren, alsook de beperkte empirische relevantie van die eerste bij de voorspelling van economische ontwikkelingen in het eurogebied. Verder baseert de EPU-index zich op artikelen uit slechts twee vooraanstaande kranten per land, een steekproef die mogelijk niet representatief is voor de stemming onder het grote publiek. Tot slot is de EPU-index een veel volatielere indicator dan andere onzekerheidsmaatstaven en hij vertoont vaak pieken waar andere indicatoren gematigd blijven of wanneer er geen sprake van invloed op de economische bedrijvigheid lijkt te zijn. Dit alles wijst erop dat deze index bij het voorspellen van economische ontwikkelingen met de nodige voorzichtigheid moet worden gebruikt.⁶

Gedurende de projectieperiode blijft de particuliere consumptie naar verwachting robuust. Het consumentenvertrouwen stond de afgelopen maanden steeds op een hoog niveau, dankzij verbeterende algemene economische verwachtingen en gunstiger individuele financiële verwachtingen. Gezien de verbeterende arbeidsmarktomstandigheden is de verwachting dat de particuliere consumptie op korte termijn verder toeneemt.

Het nominaal besteedbaar inkomen blijft stevig doorgroeien. Volgens de projecties neemt de bijdrage van de brutolonen aan de stijging van het nominaal besteedbaar inkomen in de loop van de projectieperiode toe.

Gunstige 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 de door huishoudens ontvangen én 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

⁵ Een overzicht is te vinden in het artikel "The impact of uncertainty on activity in the euro area", *Economic Bulletin*, nummer 8, ECB 2016. Zie ook Haddow, A., C. Hare, J. Hooley, en T. Shakir, "Macroeconomic uncertainty: what is it, how can we measure it and why does it matter?", *Quarterly Bulletin*, tweede kwartaal, Bank of England 2013.

⁶ Zie ook Forbes, K., "Uncertainty about uncertainty", een rede uitgesproken tijdens de J.P. Morgan Cazenove "Best of British" Conference, Londen, 23 november 2016, waarin zij tot vergelijkbare conclusies komt voor het Verenigd Koninkrijk.

doorgaans groter is, zou deze herverdeling de totale particuliere consumptie verder moeten ondersteunen. Daarnaast zou de particuliere consumptie ook moeten worden ondersteund door de voortgang met de schuldenafbouw en de geprojecteerde toename van het nettovermogen van huishoudens ten gevolge van verdere stijgingen van de huizenprijzen.

De hogere olieprijsen hebben echter een negatief effect op het reëel besteedbaar inkomen, al zal consumptie-egalitatie (“consumption smoothing”) de gevolgen voor de consumptie deels tenietdoen. De spaarquote is tussen medio 2015 en medio 2016 toegenomen, doordat huishoudens een deel van de met de olieprijsen verband houdende inkomenswinsten hebben gespaard. Volgens de ramingen ebt dit tijdelijke effect sinds de tweede helft van 2016 weg en dit zet naar verwachting in 2017 door, nog versterkt door de recente stijging van de olieprijsen. De spaarquote blijft dan, volgens de projecties, gedurende de rest van de projectieperiode onveranderd, doordat neerwaartse druk als gevolg van de dalende werkloosheid, betere kredietvoorwaarden en lage rentes wordt tenietgedaan door opwaartse druk als gevolg van de aanhoudende noodzaak schulden af te bouwen en procyclische consumptie-egalitatie.

Kader 2

Technische aannames betreffende de rente, wisselkoersen en grondstoffenprijzen

Er is bij de technische aannames uitgegaan van iets hogere langerentetarieven, aanzienlijk hogere in Amerikaanse dollar luidende olieprijsen en een geringe daling van de effectieve wisselkoers van de euro dan voor de projecties van december 2016. De technische aannames met betrekking tot de rente en de grondstoffenprijzen zijn gebaseerd op marktverwachtingen, met als afsluitdatum 14 februari 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 betreffende het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied duiden op een gemiddeld renteniveau van 1,3% in 2017, 1,6% in 2018 en 1,9% in 2019.⁷ Ten opzichte van de projecties van december 2016 zijn de marktverwachtingen voor de korte rente onveranderd en die voor de lange rente met 10-20 basispunten naar boven bijgesteld. In overeenstemming met het beloop van de rentes op de termijnmarkten en de geleidelijke doorwerking van marktrenteveranderingen in de bancaire debetrentes, zullen de samengestelde bancaire debetrentes voor leningen aan de niet-financiële particuliere sector in het eurogebied in 2017 naar verwachting min of meer gelijk blijven en in 2018 en 2019 licht stijgen.

Wat de grondstoffenprijzen betreft, op grond van het gemiddelde van het prijsbeloop op de futuresmarkt in de twee weken tot en met de afsluitdatum van 14 februari wordt aangenomen dat

⁷ 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.

de prijs van een vat Brentolie stijgt van USD 44,0 in 2016 naar USD 56,4 in 2017 en USD 56,5 in 2018 om in 2019 te dalen naar USD 55,9. Dit impliceert dat de in USD luidende olieprijsen in 2017 14,3%, in 2018 7,3% en in 2019 2,5% hoger zijn dan in de projecties van december 2016. Aangenomen wordt dat de in Amerikaanse dollar luidende prijzen van grondstoffen anders dan energie in 2017 aanzienlijk en daarna iets gematigder zullen stijgen.⁸

Aangenomen wordt verder 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 februari. Dit impliceert een gemiddelde wisselkoers van USD 1,07 per euro gedurende de periode 2017-2019, tegenover USD 1,09 volgens de projectie van december 2016. De effectieve wisselkoers van de euro (t.o.v. 38 handelspartners) valt in de periode 2017-2019 1,3% lager uit dan in de projecties van december 2016 werd aangenomen.

Technische aannames

	maart 2017				december 2016			
	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	1,3	1,6	1,9	0,8	1,2	1,5	1,7
Olieprijs (in USD/vat)	44,0	56,4	56,5	55,9	43,1	49,3	52,6	54,6
Grondstoffenprijzen m.u.v. energie in USD (procentuele mutatie op jaarbasis)	-3,9	13,2	3,5	4,6	-4,0	6,6	3,8	4,5
Wisselkoers USD/EUR	1,11	1,07	1,07	1,07	1,11	1,09	1,09	1,09
Nominaal-effectieve euro-wisselkoers (EER38) (procentuele mutatie op jaarbasis)	3,7	-1,0	0,0	0,0	3,8	0,1	0,0	0,0

Het herstel van de investeringen in woningen in het eurogebied zet naar verwachting door. De investeringen in woningen hebben zich in 2016 duidelijk hersteld, mede dankzij de sterke groei van het besteedbaar inkomen en de gunstige financieringscondities. Voor de toekomst is de verwachting dat de geprojecteerde groeiversnelling van het nominaal besteedbaar inkomen, de zeer lage hypotheekrente en de beperkte mogelijkheden om elders te beleggen een duurzaam herstel van de investeringen in woningen zullen ondersteunen. 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. Daarnaast lijken de aanpassingsprocessen op de woningmarkt in een aantal landen in het eurogebied ten einde te zijn gekomen en stijgen in diverse landen de huizenprijzen. Toch zullen in sommige landen de investeringen in woningen naar verwachting worden geremd door de hoge werkloosheid en de nog steeds bestaande noodzaak schulden af te bouwen. In andere landen wordt volgens de projecties de groei van de investeringen in woningen getemperd door het reeds hoge niveau van de investeringen in

⁸ De aannames voor de grondstoffenprijzen van olie en voedsel zijn gebaseerd op de futuresprijzen tot en met het einde van de projectieperiode. Voor de grondstoffen anders dan energie wordt aangenomen dat de prijzen tot het eerste kwartaal van 2018 de futures volgen en dat deze zich daarna in lijn met de mondiale economische bedrijvigheid ontwikkelen.

woningen ten opzichte van het besteedbaar inkomen en door ongunstige demografische ontwikkelingen.

De bedrijfsinvesteringen zullen zich naar verwachting herstellen. Een aantal factoren zal de ontwikkelingen in de bedrijfsinvesteringen naar verwachting ondersteunen: het herstel van het vertrouwen bij ondernemingen houdt aan dankzij gunstige productieverwachtingen, groeiende orderportefeuilles en een omslag in de verkoopprijsverwachtingen; de bezettingsgraad is hoger dan het gemiddelde niveau van voor de crisis; de financieringscondities werken nog altijd sterk ondersteunend; naar verwachting blijft de binnenlandse vraag veerkrachtig en neemt de externe vraag toe; na diverse jaren van gematigde investeringen is de kapitaalgoederenvoorraad aan modernisering toe; en de winstopslagen van de toch al goed bij kas zittende sector niet-financiële vennootschappen trekken naar verwachting aan. Bovendien hebben het krachtige herstel van de aandelenkoersen in de afgelopen paar jaar en de gematigde groei van de schuldfinanciering ervoor gezorgd dat de schuld als percentage van het balanstotaal zich in de sector niet-financiële vennootschappen op een historisch dieptepunt bevindt. Starheid op productmarkten, de verwachting van een zwakkere potentiële productiegroei dan in het verleden en de aanhoudende noodzaak in sommige landen om schulden af te bouwen zullen remmend blijven werken op het herstel van de bedrijfsinvesteringen. Bovendien blijven de geringe winstgevendheid van de banken en de nog altijd grote aantallen niet-renderende leningen op de bankbalansen in een aantal landen het vermogen tot intermediaat van enkele banksectoren drukken.

Kader 3

Het internationale klimaat

Het groeiherstel van de mondiale bedrijvigheid zet naar verwachting door. Recent gepubliceerde gegevens bevestigen de verwachte verbetering van de mondiale bedrijvigheid in de tweede helft van 2016 en duiden op aanhoudende groei op korte termijn. De vooruitzichten voor zowel de geavanceerde economieën als de opkomende markteconomieën lopen nog altijd enigszins uiteen. Voor de geavanceerde economieën is de verwachting dat de bedrijvigheid in de Verenigde Staten steun ondervindt van de gunstige financiële omstandigheden, de aantrekkelijke arbeidsmarkt en stimulerende overheidsmaatregelen, maar dat de toegenomen onzekerheid de groeivoorzichten van de Britse economie op middellange termijn drukt en dat het groeitempo in Japan gematigd blijft. Wat de opkomende markten betreft, de groei van de wereldeconomie ondervindt vooral steun van de veerkrachtige groei in enkele grote opkomende economieën en het geleidelijk wegebben van diepe recessies in enkele grote grondstoffen exporterende landen, terwijl de geleidelijk afkoelende Chinese economie juist remmend blijft werken. Het algehele effect van de gestegen olieprijsen op de wereldeconomie blijft naar verwachting beperkt: de prijsstijgingen ondersteunen weliswaar de bedrijvigheid in olieproducerende landen, maar gezien de forse daling van de olieprijsen sinds 2014 staan deze economieën desalniettemin voor een periode waarin aanzienlijke aanpassingen (onder andere begrotingsconsolidatie) nodig zijn. Tegelijkertijd zullen de consumenten in grondstoffen importerende landen de schok naar verwachting deels opvangen door de spaarquote te verlagen. De groei van de mondiale bedrijvigheid (exclusief het eurogebied) versnelt naar verwachting van 3,1% in 2016 tot 3,5% in 2017 en 3,8% in 2019 en is daarmee licht naar boven bijgesteld ten opzichte van de vorige projecties.

Het internationale klimaat

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	maart 2017				december 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Wereld (excl. het eurogebied) – reëel bbp	3,1	3,5	3,8	3,8	3,0	3,5	3,7	3,8
Mondiale handel (excl. het eurogebied) ¹⁾	1,2	3,4	3,7	3,8	0,9	2,8	3,7	3,8
Buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied ²⁾	1,6	2,8	3,4	3,5	1,5	2,4	3,4	3,6

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 vertoonde in de tweede helft van 2016 een verbetering en zal de groei naar verwachting gedurende de projectieperiode weten vast te houden. Op de middellange termijn zal de groei van de wereldhandel naar verwachting gelijke tred houden met het herstel van de mondiale bedrijvigheid. (Zie de tabel.) De buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied is ten opzichte van de projecties van december 2016 met 0,4 procentpunt naar boven bijgesteld voor 2017 en vrijwel onveranderd gebleven voor de periode daarna.

Volgens de projecties wordt de uitvoer vanuit het eurogebied ondersteund door het mondiaal herstel en de iets lagere koers van de euro.

De buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied blijft naar verwachting gedurende de gehele projectieperiode in het huidige tempo groeien, aangezien de invoervraag in zowel geavanceerde economieën als opkomende markteconomieën (waaronder Rusland en Brazilië) toeneemt. Daar staat tegenover dat de gematigde groei van de invoer in het Verenigd Koninkrijk naar verwachting remmend zal werken op de groei van de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied. Over het geheel genomen zal het geprojecteerde groeitempo van de buitenlandse vraag ruim beneden het niveau van vóór de crisis blijven. De uitvoer vanuit het eurogebied zal volgens de projecties sterker groeien dan de buitenlandse vraag, met name in 2017. Dit is het gevolg van de lagere eurokoers. De invoer vanuit landen buiten het eurogebied groeit naar verwachting sneller dan de uitvoer naar landen buiten het eurogebied en overeenkomstig zijn historische elasticiteit ten opzichte van de totale vraag. Het overschot op de lopende rekening blijft met 3,1-3,3% bbp in de projectieperiode naar verwachting min of meer gelijk.

Naar verwachting wordt de negatieve output gap gedurende de projectieperiode gestaag kleiner, omdat de potentiële productiegroei bescheiden blijft.

De potentiële productiegroei voor de projectieperiode wordt geraamd op iets meer dan 1% en blijft daarmee duidelijk onder de geraamde reële bbp-groei van rond 1,7%. De gematigde groei van de potentiële productie weerspiegelt vooral een vrij geringe bijdrage van de factor kapitaal na een lange periode waarin het investeringsniveau historisch laag was. De bijdrage van arbeid zal naar verwachting omhoog gaan doordat de arbeidsgeschikte bevolking groeit als gevolg van de instroom van migranten en een dankzij structurele hervormingen stijgende arbeidsparticipatie. 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 voor de crisis uit.

De verbetering van de arbeidsmarktomstandigheden in het eurogebied zou gedurende de projectieperiode moeten doorzetten. De verwachting is dat de werkgelegenheid gedurende de projectieperiode blijft groeien, al zal het groeitempo geleidelijk iets afnemen. Op korte termijn komt dit vooral door het wegebben van enkele voor de groei van de werkgelegenheid gunstige tijdelijke factoren. In de rest van de projectieperiode wordt een tekort aan gekwalificeerde arbeidskrachten in sommige landen een steeds belangrijker beperkende factor, die de groei van de werkgelegenheid remt en het aantal gewerkte uren per werknemer doet stijgen. Deze ontwikkelingen in de werkgelegenheid betekenen een aantrekken van de arbeidsproductiviteitsgroei van 0,4% in 2016 naar 0,8% in 2019, in overeenstemming met een procyclische patroon van toenemende benutting van kapitaal en arbeid. Het werkloosheidspercentage zal naar verwachting dalen, zij het in een lager tempo dan in het recente verleden, aangezien de groei van de werkgelegenheid sterker daalt dan de groei van de arbeidsbevolking.

De reële bbp-groei is in 2017 en 2018 licht opwaarts bijgesteld ten opzichte van de projecties van december 2016. De licht stijgende buitenlandse vraag op korte termijn, de lagere koers van de euro en de positievere stemming over de economie zullen de negatieve effecten van de stijgende olieprijsen op de bedrijvigheid naar verwachting ruimschoots goedmaken.

2 Prijzen en kosten

De vooruitzichten voor de totale inflatie op korte termijn zijn fors naar boven bijgesteld als gevolg van de recente stijging van de olieprijsen. Voor 2017-2019 wordt nu een inflatie van gemiddeld 1,7% verwacht. De energie- en de niet-energie-inflatie geven echter een tegengesteld beeld te zien. De energieprijsen nemen in 2016-2017 naar verwachting 1,2 procentpunt van de toegenomen HICP-inflatie voor hun rekening. De abrupte omslag in de energieprijsinflatie, van sterk negatieve naar flink positieve cijfers, laat zich verklaren uit opwaartse basiseffecten en de aanzienlijke stijgingen van de olieprijsen van de laatste tijd. Dat de olieprijsfutures gedurende de projectieperiode een redelijk vlakke curve laten zien, duidt er echter op dat de energiecomponent in 2018 en 2019 een kleinere positieve bijdrage aan de totale inflatie zal leveren.

Naar verwachting zal ook de HICP-inflatie exclusief voedingsmiddelen en energie gedurende de projectieperiode aantrekken, maar veel geleidelijker dan de energieprijsinflatie. Volgens de projectie zal de HICP-inflatie exclusief voedingsmiddelen en energie in 2017 op gemiddeld 1,1% uitkomen en in 2018 en 2019 oplopen naar respectievelijk 1,5% en 1,8%. Dat komt voor een belangrijk deel door de stijging van de arbeidskosten per eenheid product die wordt voorzien nu het herstel doorzet en sterker wordt. De overcapaciteit op de arbeidsmarkt neemt af en de crisis-gerelateerde factoren die de afgelopen jaren de stijging van de lonen drukten, verdwijnen geleidelijk. Daardoor zal de loonsom per werknemer opnieuw

toenemen en, omdat het herstel van de arbeidsproductiviteit daar naar verwachting bij achterblijft, ook de groei van de arbeidskosten per eenheid product. Bovendien zullen de inmiddels weer stijgende olieprijsen waarschijnlijk indirect kostenverhogend werken, doordat zij de productiekosten doen stijgen en repercussies hebben voor de nominale lonen. De winstmarges zullen naar verwachting gestaag groter worden, al zullen de stijgende kosten van arbeid en de recente verslechtering van de ruilvoet remmend werken.

De stijgende prijzen van olie en andere grondstoffen dan energie zijn de belangrijkste factoren achter de omslag in de externe prijsdruk. Nadat de invoerprijzen vier jaar lang waren teruggelopen, vooral vanwege de sterke daling van de grondstoffenprijzen in het verleden, wordt het jaarlijkse groeitempo van de invoerprijzen in 2017 naar verwachting weer positief. Deze omslag in de invoerprijzen wordt vooral veroorzaakt door de oplopende prijzen van olie en andere grondstoffen dan energie. Ook de geleidelijk toenemende wereldwijde inflatiedruk zal mettertijd aan deze ontwikkelingen bijdragen. De wereldwijd afnemende overcapaciteit heeft niet alleen effect op de grondstoffenprijzen, maar zorgt ook voor een geleidelijke stijging van de mondiale productiekosten. De mondiale prijsdruk blijft volgens de projecties desalniettemin gematigd, omdat de mondiale overcapaciteit nog altijd aanzienlijk is en de concurrentie met goedkoop producerende landen intens.

De betere omstandigheden op de arbeidsmarkt uiten zich in de loop van de projectieperiode naar verwachting steeds vaker in stijgende arbeidskosten. De loonsom per werknemer zal naar verwachting in 2016 stijgen naar 1,3% en in 2019 naar 2,4%. Een belangrijke factor achter deze opvallende stijging is de voorziene verbetering van de arbeidsmarktomstandigheden, en een toenemend tekort aan arbeidskrachten in sommige delen van het eurogebied. Bovendien vermindert de recente stijging van de inflatie, die een sterke daling van de groei van de reële lonen met zich meebrengt, op korte termijn het risico van negatieve tweede-ronde-effecten. In sommige landen, waar loononderhandelingen in belangrijke mate ook een terugkijkend element kennen, kan hogere inflatie mettertijd positief uitwerken op de ontwikkeling van de nominale lonen. Maar het mogelijke opwaartse effect van hogere inflatie op de contractlonen blijft in 2017 beperkt doordat in diverse landen de contractlonen voor 2017 al zijn vastgesteld. Daarbij moet worden opgemerkt dat in sommige landen de loonindexatie in het recente verleden sterk is beperkt. Bovendien zijn de resterende loonindexatieregelingen in sommige eurolanden gebaseerd op de inflatie exclusief de prijzen van ingevoerde energie, en die zijn tot nu toe nog niet erg gestegen. Behalve de effecten van inflatie zou in sommige landen de "opgestapelde loonmatiging", ofwel de voor het herstel van de concurrentiekracht noodzakelijke loonmatiging, gedurende de projectieperiode geleidelijk moeten afnemen, wat de loongroei zou ondersteunen. De temperende effecten van arbeidsmarkthervormingen die in enkele landen van het eurogebied gedurende de crisis zijn doorgevoerd, zouden aan kracht kunnen inboeten naarmate het conjuncturele herstel voortschrijdt en breder wordt. En met het herstel van de economie zou ook de temperende werking van samenstellingseffecten op de loongroei moeten verminderen, aangezien de stijging van de werkgelegenheid zich

naar verwachting naar meer sectoren zal uitbreiden en minder gericht zal zijn op sectoren met geringe productiviteit en dus lage lonen, zoals in de afgelopen jaren.

Het ziet ernaar uit dat de winstmarges gedurende de projectieperiode blijven groeien, in hetzelfde of een iets trager tempo dan we de laatste tijd hebben gezien. Gedurende de projectieperiode zullen de winstmarges naar verwachting profiteren van het aanhoudende economisch herstel. Op korte termijn echter kunnen de recente stijgingen van de olieprijs de winstmarges drukken, omdat bedrijven de gestegen kosten mogelijk niet volledig doorberekenen. Daartoe zouden ze met name kunnen besluiten omdat de winstmarges eerder hebben geprofiteerd van de daling van de olieprijs. Verder zal de groei van de winstmarges gedurende de projectieperiode worden gedrukt door de verwachte stijging van de arbeidskosten per eenheid product.

Ten opzichte van de projecties van december 2016 zijn de vooruitzichten voor de HICP-inflatie voor 2017 fors en voor 2018 enigszins naar boven bijgesteld.

De vooruitzichten voor de HICP-inflatie voor 2017 zijn fors naar boven bijgesteld, omdat de olieprijs hoger waren dan in de projecties van december 2016 werd aangenomen. Wat de periode daarna betreft, de curve van de olieprijsfutures is veel vlakker dan in de projecties van december 2016, wat wijst op een geringe neerwaartse bijstelling van de energiecomponent vanaf 2018. De HICP-inflatie exclusief voedingsmiddelen en energie daarentegen is voor 2018 en 2019 licht naar boven bijgesteld vanwege enkele indirecte en tweede-ronde-effecten als gevolg van hogere olieprijs en opwaartse effecten van de lagere eurokoers. Deze opwaartse effecten zullen, zo wordt voorzien, iets groter zijn dan de effecten van de neerwaartse bijstelling van de HICP-energie-inflatie voor 2018 en zullen de neerwaartse bijstellingen vanwege de energiecomponent voor 2019 min of meer compenseren.

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. In 2016 werd de licht expansieve begrotingskoers vooral bepaald door discretionaire begrotingsmaatregelen, terwijl niet-discretionaire factoren een kleinere rol speelden en grotendeels verband hielden met een kleine daling van de niet uit belastingen voortkomende inkomsten.

Gedurende de projectieperiode zullen het tekort op de overheidsbegroting en de schuldquote volgens de projectie beide een dalende lijn vertonen. Een verdere daling van de rentebetalingen en een verbetering van de conjuncturele component zorgen in de periode 2017-2019 voor een verdere verlaging van het begrotingstekort. Het voor conjunctuurinvloeden gecorrigeerde primaire begrotingssaldo zal, zo is de projectie, globaal genomen ongewijzigd blijven. De geleidelijke afname van de overheidsschuld gedurende de projectieperiode wordt voornamelijk ondersteund door het gunstige groei/rente-verschil. Het geprojecteerde

primaire begrotingsoverschot heeft ook een gunstige invloed op de voorziene ontwikkeling van de schuld.

Ten opzichte van de in december 2016 gepubliceerde projecties zijn de vooruitzichten voor de tekortquote gunstiger en is de ontwikkeling van de schuldquote neerwaarts bijgesteld. Gedurende de periode 2017-2019 zijn de verbeterde vooruitzichten voor het tekort deels het gevolg van een positief doorwerkingseffect uit 2016 en deels van lagere verwachte primaire uitgaven. De neerwaartse herziening van de schuld/bbp-ratio weerspiegelt de hierboven genoemde verbeterde budgettaire vooruitzichten en, voornamelijk in 2017, een grotere bijdrage aan de schuldreductie van het groei-/renteverschil die voortvloeit uit verbeterde vooruitzichten voor het nominale bbp van het eurogebied.

Tabel 1

Macro-economische projecties voor het eurogebied¹⁾

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	maart 2017				december 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Reëel bbp ¹⁾	1,7	1,8	1,7	1,6	1,7	1,7	1,6	1,6
		[1,5 - 2,1] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,5 - 2,7] ²⁾	[1,6 - 1,8] ²⁾	[1,1 - 2,3] ²⁾	[0,6 - 2,6] ²⁾	[0,4 - 2,8] ²⁾
Particuliere consumptie	1,9	1,4	1,4	1,4	1,7	1,5	1,5	1,4
Overheidsconsumptie	2,0	1,1	1,0	1,1	2,0	1,3	1,1	1,1
Bruto-investeringen in vaste activa	2,5	2,8	3,2	2,8	3,0	3,1	3,1	2,7
Uitvoer ³⁾	2,9	4,3	4,1	4,0	2,7	3,7	3,9	4,0
Invoer ³⁾	3,5	4,6	4,4	4,2	3,3	4,1	4,3	4,1
Werkgelegenheid	1,3	1,0	1,0	0,8	1,4	1,1	0,8	0,8
Werkloosheid (in % van de beroepsbevolking)	10,0	9,4	8,9	8,4	10,0	9,5	9,1	8,7
HICP	0,2	1,7	1,6	1,7	0,2	1,3	1,5	1,7
		[1,4 - 2,0] ²⁾	[0,9 - 2,3] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾	[0,2 - 0,2] ²⁾	[0,8 - 1,8] ²⁾	[0,7 - 2,3] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾
HICP excl. energie	0,9	1,2	1,6	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
HICP excl. energie en voedsel	0,9	1,1	1,5	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
HICP-inflatie exclusief energie, voedsel en wijzigingen van de indirecte belastingen ⁴⁾	0,8	1,1	1,5	1,8	0,8	1,1	1,4	1,7
Arbeidskosten per eenheid product	0,9	1,1	1,4	1,6	0,8	1,0	1,3	1,5
Loonsom per werknemer	1,3	1,8	2,1	2,4	1,2	1,7	2,1	2,4
Arbeidsproductiviteit	0,4	0,7	0,7	0,8	0,3	0,6	0,8	0,9
Begrotingssaldo overheid (als percentage van het bbp)	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2
Structureel begrotingssaldo (als percentage van het bbp) ⁵⁾	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4
Bruto-overheidsschuld (als percentage van het bbp)	89,3	88,0	86,4	84,5	89,4	88,5	87,3	85,7
Saldo op de lopende rekening (als percentage van het bbp)	3,4	3,1	3,2	3,3	3,2	3,1	3,0	3,1

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*; 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

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 wordt in dit kader ingegaan op de implicaties van 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 nogal vlak profiel voor de olieprijs, waarbij de prijs van een vat ruwe Brent-olie tegen het einde van 2019 rond USD 56 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. Toch is het zo dat een langdurig opwaarts effect van het OPEC-akkoord niet in de oliefutures lijkt te zijn ingeprijsd, waarschijnlijk ten gevolge van het peil van de voorraden, dat dicht bij een hoogterecord ligt, en de mogelijke stijging van de productie van schalieolie. Een combinatie van alternatieve modellen die door medewerkers van de ECB⁹ 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 wordt verondersteld. De realisatie van een alternatief beloop, waarbij de olieprijs in 2019 12,4% hoger zou zijn 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 en 0,2 procentpunt in 2018 en 2019).

⁹ Zie de uit vier modellen bestaande combinatie die wordt beschreven in het artikel "Forecasting the price of oil", *Economic Bulletin*, Nr. 4, ECB, 2015.

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 een sterker dan op dit moment verwacht uiteenlopen van de monetairbeleidskoers aan beide zijden van de Atlantische Oceaan. In het bijzonder zou een minder geleidelijk 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 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 14 februari 2017. Dit beloop impliceert een geleidelijke waardedaling van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar tot een wisselkoers van 0,98 USD/EUR in 2019, hetgeen 7,6% 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 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 4% 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 0,1-0,3 procentpunt per jaar), en een hogere HICP-inflatie (met 0,1 procentpunt in 2017 en met 0,3-0,4 procentpunt in 2018 en 2019).

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

Het door de Amerikaanse Republikeinse Partij gedane beleidsvoorstel voor een “destination-based border-adjusted cash flow tax” (DBCFT) zou een belangrijke herziening van het Amerikaanse stelsel voor vennootschapsbelasting betekenen, die aanzienlijke implicaties voor de Amerikaanse vooruitzichten zou kunnen hebben, met eventuele doorwerkingseffecten wereldwijd en in het eurogebied.¹⁰ In dit scenario wordt ingegaan op de mogelijke impact van de voorgestelde belastinghervorming op de economie in de Verenigde Staten, de wereld en het eurogebied.

Het beleidsvoorstel bevat de volgende vier hoofdelementen: (1) een aanpassing aan de grens, namelijk de aftrek van de ontvangsten uit uitvoer van belastbare inkomsten maar niet langer van de kosten van invoer; (2) een overgang van een op land van oorsprong gebaseerd systeem (waarbij ondernemingen, indien zij hun activa aanhouden in de Verenigde Staten, worden belast op grond van het land van oorsprong) op een op land van bestemming gebaseerd systeem (waarbij voor ondernemingen alleen de winst op verkopen in de Verenigde Staten wordt belast). Dit betekent dat op buiten de Verenigde Staten gemaakte winst niet langer belasting zal worden geheven, ongeacht waar de activa van de onderneming zich bevinden. Deze verandering zou de prikkels om winsten over te hevelen naar "belastingparadijs"-bestemmingen verminderen, en de prikkels voor bedrijven om buitenlandse belastbare inkomsten naar de Verenigde Staten over te brengen, vergroten; (3) een verlaging van de vennootschapsbelasting, van 35% naar 20%, en (4) fiscale

¹⁰ Zie "A better way – our vision for a confident America", 24 juni 2016, op https://abetterway.speaker.gov/_assets/pdf/ABetterWay-Tax-PolicyPaper.pdf

stimuleringsmaatregelen voor nieuwe investeringen in de Verenigde Staten. Dit betekent de volledige aftrek van investeringsuitgaven van de inkomstenbelastingbasis, en afschaffing van de aftrek van rentebetalingen.

De subsidie voor exporteurs en belastingen op importeurs zouden een aanzienlijke verbetering van de Amerikaanse concurrentiekracht betekenen en een daling van de Amerikaanse invoervraag, en dit zou het Amerikaanse bbp kunnen doen groeien. Het is echter waarschijnlijk dat dit deels zou worden gecompenseerd door een waardeverhoging van de Amerikaanse dollar. Tegelijkertijd zou de Amerikaanse inflatie toenemen naarmate importeurs een deel van de extra kosten van hogere belastingen in de binnenlandse prijzen zouden doorberekenen en naarmate sterkere economische bedrijvigheid en toegenomen werkgelegenheid zouden leiden tot een stijging van de binnenlandse lonen. Hogere inflatie zou echter kunnen leiden tot een daling van de reële particuliere consumptie. Over het geheel genomen zou de belastinghervorming kunnen leiden tot een herbalansering van de Amerikaanse economie door een daling van het Amerikaanse handelstekort, terwijl het welzijn van de Amerikaanse consument zou kunnen dalen doordat huishoudens minder consumeerden.

Doorwerkingseffecten op de rest van de wereld zouden negatief zijn ten gevolge van de aanpassing aan de grens. Er zou sprake zijn van twee tegengestelde effecten, hetgeen van invloed zou zijn op de invoervraag in de Verenigde Staten. Enerzijds zou de fiscale stimulans dankzij de lagere belasting de Amerikaanse vraag en dus ook de invoer verhogen. Anderzijds zouden ten gevolge van de op Amerikaanse invoer geheven belasting in het buitenland geproduceerde goederen en diensten in de Verenigde Staten minder concurrerend zijn. Over het geheel genomen zouden de door de aanpassing aan de grens veroorzaakte handelsverstoringen, tenzij deze volledig worden gecompenseerd door wisselkoersbewegingen, de positieve invloed van de fiscale stimulans op de Amerikaanse invoer waarschijnlijk meer dan compenseren.

In een scenario van gecoördineerde represaillemaatregelen tegen de Amerikaanse aanpassing aan de grens zou de mondiale handel aanzienlijk sterker dalen, terwijl de gunstige invloed van deze aanpassing op de Amerikaanse economie zou afnemen. Gezien de aanzienlijk negatieve invloed op de wereldeconomie ten gevolge van de invoering van de aanpassing aan de grens zouden represaillemaatregelen tegen de Verenigde Staten een mogelijkheid zijn. Mochten zich represaillemaatregelen voordoen, bijvoorbeeld door middel van heffingen op Amerikaanse goederen in de rest van de wereld, dan zou de groei van het Amerikaanse bbp negatief worden beïnvloed door een verlies aan concurrentiekracht. De positieve invloed van de verlaging van de binnenlandse belasting op Amerikaanse bedrijvigheid zou echter het negatieve effect van handelsrepresailles kunnen compenseren. Desalniettemin zou in dit scenario de mondiale handel aanzienlijk sterker dalen.

Wat betreft doorwerkingseffecten op het eurogebied, zouden de netto economische effecten afhangen van de sterkte van de transmissiekanalen van de Amerikaanse beleidsschok, de wereldwijde doorwerking daarvan en de beleidsreacties buiten de Verenigde Staten. Mocht er geen sprake zijn van represaillemaatregelen, dan zou het effect op het bbp van het eurogebied duidelijk negatief zijn. De handelsvoorwaarden voor alle handelspartners van de Verenigde Staten, met inbegrip van het eurogebied, zouden verslechteren. Over het geheel genomen zou er sprake zijn van een lagere vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied en lagere prijzen bij concurrenten, die de vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied zouden verslechteren.

In het geval van represaillemaatregelen tegen de Verenigde Staten zou de negatieve invloed op het bbp van het eurogebied kleiner zijn. Het concurrentiekrachteffect van de uitvoersubsidie op de Amerikaanse economie zou in zekere mate kunnen worden gecompenseerd door door andere landen opgelegde bilaterale invoerheffingen. Toch is het zo dat het directe negatieve effect als gevolg van de afgenomen Amerikaanse vraag naar invoer, samen met de negatieve groeieffecten in de rest van de wereld, waarschijnlijk zou resulteren in een daling van de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied en van het bbp van het eurogebied.

Mondiale doorwerkingseffecten zouden kunnen worden versterkt als sterke bewegingen in de Amerikaanse dollar en krappere financiële voorwaarden zouden leiden tot ernstige financiële stress in de opkomende markteconomieën. De hierboven beschreven scenario's gaan uit van een beperkte versterking van de Amerikaanse dollar en van geen verdere financiële doorwerkingseffecten op de opkomende markten. Mocht de versterking van de Amerikaanse dollar leiden tot ernstige financiële stress in deze economieën, dan zouden de mondiale doorwerkingseffecten aanzienlijk negatiever kunnen zijn.

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 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	maart 2017	1,8 [1,5-2,1]	1,7 [0,7-2,7]	1,6 [0,5-2,7]	1,7 [1,4-2,0]	1,6 [0,9-2,3]	1,7 [0,8-2,6]
Europese Commissie	februari 2017	1,6	1,8	-	1,7	1,4	-
OESO	maart 2017/ november 2016	1,6	1,6	-	1,2	1,4	-
Euro Zone Barometer	februari 2017	1,5	1,6	1,4	1,5	1,5	1,6
Consensus Economics Forecast	februari 2017	1,6	1,5	1,3	1,6	1,4	1,6
Survey of Professional Forecasters	januari 2017	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5	1,6
IMF	januari 2017/ oktober 2016	1,6	1,6	-	1,1	1,3	1,5

Bronnen: European Economic Forecast van de Europese Commissie, winter 2017; IMF World Economic Outlook, update van januari 2017 (reëel bbp), IMF World Economic Outlook, oktober 2016 (HICP); OESO Interim Economic Outlook, maart 2017 (reëel bbp), OESO Economic Outlook, november 2016 (HICP); Consensus Economics Forecasts, februari 2017; MJEconomic voor de Euro Zone Barometer, februari 2017; en de "Survey of Professional Forecasters" van de ECB, januari 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-catalogusnr. QB-CE-17-001-NL-N (pdf)