



September 2018

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

Na sterke groei in 2017 is de economische expansie in het eurogebied in de eerste helft van 2018 afgenomen, met name als gevolg van de zwakkere wereldhandel. Hoewel de mondiale onzekerheden de vooruitzichten voor de korte termijn enigszins temperen, wordt voor het eurogebied verdere expansie verwacht, in een tempo dat iets boven dat van de potentiële groei ligt. Dit hangt samen met de gunstige effecten van de zeer accommoderende monetairbeleidskoers, betere omstandigheden op de arbeidsmarkt en balansverbetering. De lichte matiging van de groei van het reële bbp, van 2,0% in 2018 naar 1,7% in 2020, laat zich met name verklaren uit een geleidelijk afzwakken van de stimulerende invloed van de wereldhandel en toenemende tekorten op de arbeidsmarkt. Naar verwachting bedraagt de gemiddelde HICP-inflatie in elk jaar van de projectieperiode 1,7%, zij het met enige volatiliteit in het inflatieprofiel van kwartaal tot kwartaal. Het stabiele beloop van het gemiddelde inflatiecijfer op jaarbasis verhuut dat het inflatiecijfer van de energiecomponent daalt doordat de effecten van eerdere olieprijsstijgingen wegebben, een daling die wordt geneutraliseerd door een geleidelijk stijgende onderliggende inflatie als gevolg van steeds knellender wordende aanbodbeperkingen.

1

De reële economie

Na zeer sterke groei in 2017 is de expansie in de eerste helft van 2018 aanzienlijk afgenomen.

De teruggang ten opzichte van de zeer hoge groeiniveaus houdt voornamelijk verband met een zwakkere stimulans vanuit de externe handel, waarbij de impact van de afzwakkende wereldhandel wordt versterkt door de effecten van de eerdere waardestijging van de euro. Hoewel de vertraging van de bedrijvigheid vooral door factoren aan de vraagzijde lijkt te zijn veroorzaakt, hebben

¹ De Raad van Bestuur gebruikt de door medewerkers van de ECB of het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties bij de beoordeling van de economische ontwikkelingen en de risico's voor prijsstabiliteit. Deze projecties worden niet door de Raad van Bestuur onderschreven, noch geven ze per se de opvattingen van de Raad over de vooruitzichten voor het eurogebied weer. Informatie over de gebruikte procedures en technieken is opgenomen in *A guide to the Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, ECB, juli 2016. Deze is te vinden op de website van de ECB. De afsluitdatum voor de technische aannames, zoals voor de olieprijs en de wisselkoersen, was 21 augustus 2018 (zie Kader 1). De afsluitdatum voor opname van de overige gegevens in deze projecties was 29 augustus 2018.

De onderhavige macro-economische projecties bestrijken de periode 2018-2020. Projecties voor zo'n lange periode kennen een zeer hoge mate van onzekerheid, en bij de interpretatie ervan dient daarmee rekening gehouden te worden. Zie het artikel "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections" in het ECB-Maandbericht van mei 2013.

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

enkele tijdelijke factoren en factoren aan de aanbodzijde in de eerste helft van 2018 waarschijnlijk ook enigszins temperend gewerkt.

De verwachting voor de aankomende kwartalen is dat de groei van het reële bbp stabiel blijft. Dit is in overeenstemming met de indicatoren voor het ondernemers- en consumentenvertrouwen, waarvan er sommige eerder dit jaar weliswaar zijn gedaald, maar die naar historische maatstaven nog altijd hoog zijn. De vooruitzichten worden ook bevestigd door leidende indicatoren, zoals EuroCOIN en de leidende economische index van de Conference Board.

Tabel 1

Macro-economische projecties voor het eurogebied¹⁾

(mutaties in % per jaar)

	september 2018				juni 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Reëel bbp	2,5	2,0	1,8	1,7	2,5	2,1	1,9	1,7
		[1,8 - 2,2] ²⁾	[1,0 - 2,6] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾		[1,8 - 2,4] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾
Particuliere consumptie	1,7	1,5	1,7	1,6	1,7	1,6	1,7	1,5
Overheidsconsumptie	1,2	1,4	1,4	1,3	1,2	1,3	1,3	1,2
Bruto-investeringen in vaste activa	2,8	4,0	3,2	2,9	3,3	4,2	3,3	2,8
Uitvoer ³⁾	5,6	3,1	3,8	3,6	5,4	4,2	4,4	3,8
Invoer ³⁾	4,2	3,5	4,5	3,9	4,6	4,1	4,7	4,0
Werkgelegenheid	1,6	1,4	0,9	0,8	1,6	1,4	1,1	0,8
Werkloosheid (in % van de beroepsbevolking)	9,1	8,3	7,8	7,4	9,1	8,4	7,8	7,3
HICP	1,5	1,7	1,7	1,7	1,5	1,7	1,7	1,7
		[1,6 - 1,8] ²⁾	[1,1 - 2,3] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾		[1,6 - 1,8] ²⁾	[1,0 - 2,4] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾
HICP excl. energie	1,2	1,3	1,6	1,8	1,2	1,3	1,7	1,9
HICP excl. energie en voedsel	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,6	1,9
HICP-inflatie exclusief energie, voedsel en wijzigingen in de indirecte belastingen ⁴⁾	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,9
Arbeidskosten per eenheid product	0,7	1,6	1,3	1,7	0,7	1,5	1,2	1,8
Loonsom per werknemer	1,5	2,2	2,2	2,7	1,6	2,3	2,1	2,7
Arbeidsproductiviteit	0,9	0,6	0,9	1,0	0,9	0,7	0,9	0,9
Begrotingssaldo overheid (als percentage van het bbp)	-1,0	-0,6	-0,8	-0,5	-0,9	-0,7	-0,8	-0,5
Structureel begrotingssaldo (als percentage van het bbp) ⁵⁾	-1,0	-0,8	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9
Bruto-overheidsschuld (als percentage van het bbp)	86,6	84,8	82,8	80,6	86,7	84,8	82,7	80,4
Saldo op de lopende rekening (als percentage van het bbp)	3,5	3,2	2,8	2,8	3,5	2,9	2,5	2,5

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

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

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 de cijfers van Eurostat, dat ervan uitgaat dat belastingeffecten volledig en onmiddellijk in de HICP doorwerken.

5) Berekend als het overheidssaldo onder aftrek van 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.

Op middellange termijn blijven de fundamentele voorwaarden voor aanhoudende groei bestaan.

Verwacht wordt dat enkele gunstige factoren de binnenlandse vraag zullen blijven ondersteunen. De transmissie van het zeer accommoderende monetaire beleid van de ECB naar de economie duurt voort. Gestimuleerd door de lage rente en gunstige bancaire kredietvoorwaarden blijft de groei van de kredietverlening aan de private sector toenemen. Ook de geringere noodzaak tot schuldenafbouw zal bijdragen aan de dynamiek van de private bestedingen. Volgens de projecties wordt de begrotingskoers in 2019 licht expansief en in 2020 min of meer neutraal. De groei van de particuliere consumptie en van de investeringen in woningen zou eveneens moeten profiteren van de goede arbeidsmarktomstandigheden en stijgende nettovermogens. Tegelijkertijd zullen de bedrijfsinvesteringen blijven toenemen in verband met stijgende winsten en een hoge bezettingsgraad. De uitvoer uit het eurogebied profiteert naar verwachting van de aanhoudende groei van de mondiale economische bedrijvigheid en de daarmee samenhangende groei van de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied.

Niettemin wordt verwacht dat met het wegebben van enkele groeibevorderende factoren de reële bbp-groei gedurende de projectieperiode licht zal afnemen.

De groei van de uitvoer wordt in 2018 en 2019 waarschijnlijk getemperd door een daling van de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied. De groei van de werkgelegenheid zal in 2019 en 2020 naar verwachting fors dalen, vooral vanwege steeds knellender tekorten aan arbeidskrachten in sommige landen. In het licht van de conjuncturele groei in een aantal landen zal bovendien de groei van de particuliere consumptie naar verwachting worden getemperd doordat de spaarquote zich vanaf een laag peil normaliseert.

De groei van het reëel besteedbare inkomen zal in 2018 en 2019 aantrekken alvorens in 2020 weer af te zwakken.

De bijdrage van de brutolonen en -salarissen aan de groei van het besteedbaar inkomen zal volgens de projecties duidelijk toenemen in 2018, gestimuleerd door een sterkere groei van de lonen. Gedurende de rest van de projectieperiode zal de bijdrage enigszins teruglopen, aangezien verdere stijgingen van de nominale loongroei ruimschoots worden gecompenseerd door de invloed van de tragere werkgelegenheidsontwikkeling. De groei van het overige particuliere inkomen zal volgens de projecties gedurende de projectieperiode geleidelijk aantrekken, in lijn met de stijgende winsten. De bijdrage van de nettobegrotingsoverdrachten valt naar verwachting in 2018 opnieuw negatief uit. De verwachting is dat deze bijdrage in 2019 positief wordt, als gevolg van verlaging van de directe belastingen in combinatie met toenemende overdrachten aan huishoudens, en in 2020 neutraal. Naar verwachting valt de samenstelling van de groei van het nominale besteedbare inkomen over het algemeen minder gunstig uit voor de bestedingen van huishoudens, omdat de lonen een belangrijker factor in het besteedbaar inkomen zullen vormen dan de werkgelegenheid en de consumptie doorgaans iets sterker op veranderingen in de werkgelegenheid reageert.

De particuliere consumptie zal gedurende de projectieperiode naar verwachting veerkrachtige groei blijven vertonen, mede dankzij de gunstige

bankkredietvoorwaarden, versterkt door de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB en de voortgang die bij de schuldenafbouw is geboekt. Hoewel de lage rentetarieven van invloed zijn geweest op zowel de door huishoudens ontvangen als betaalde rente, zijn deze doorgaans gunstiger voor nettoleners dan voor nettospaarders. Aangezien de marginale geneigdheid tot consumeren bij de eerste groep doorgaans groter is, zou dit de totale particuliere consumptie moeten stimuleren. Daarnaast zou de consumptie ook gesteund moeten worden door het stijgende nettovermogen van huishoudens, evenals door de vooruitgang op het gebied van schuldenafbouw.

De spaarquote van de huishoudens neemt naar verwachting in de projectieperiode geleidelijk toe, vanaf een historisch laag niveau. De spaarquote is in 2017 gedaald, vooral als gevolg van de verbetering in de economische en financiële situatie van huishoudens, enige mate van realisatie van eerder opgebouwde vraag (tegen de achtergrond van eerder uitstel van grote aankopen) en de invloed van de zeer lage rente op de spaarzin van huishoudens. Naar verwachting zal de spaarquote gedurende de projectieperiode stijgen, vooral als gevolg van een normalisering in het licht van de conjuncturele groei. Daarnaast wordt verwacht dat huishoudens hun spaartegoeden zullen verhogen in verband met een verlaging van de directe belastingen in sommige landen.

Kader 1

Technische aannames betreffende de rente, wisselkoersen en grondstoffenprijzen

Vergeleken met de projecties van juni 2018 is er bij de technische aannames uitgegaan van een sterkere effectieve wisselkoers van de euro, lagere olieprijsen in Amerikaanse dollars en een lagere rente. De technische aannames met betrekking tot de rente en de grondstoffenprijzen zijn gebaseerd op de marktverwachtingen, met als afsluitdatum 21 augustus 2018. 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 gemiddeld niveau op van -0,3% voor 2018, -0,2% voor 2019 en 0,0% voor 2020. De marktverwachtingen voor het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied duiden op een gemiddeld renteniveau van 1,1% in 2018, 1,3% in 2019 en 1,6% in 2020.² Ten opzichte van de projecties van juni 2018 zijn de marktverwachtingen voor de korte rente neerwaarts bijgesteld met 6 basispunten voor 2019 en 19 basispunten voor 2020, terwijl de lange rente voor de projectieperiode naar beneden is bijgesteld met 8 basispunten voor 2018, 15 basispunten voor 2019 en 17 basispunten voor 2020.

Wat de grondstoffenprijzen betreft wordt op grond van het gemiddelde van het prijsbeloop op de futuresmarkt in de twee weken tot en met de afsluitdatum van 21 augustus 2018 aangenomen dat de prijs van een vat Brentolie stijgt van USD 54,4 in 2017 naar USD 71,5 in 2018 en USD 71,7 in

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

2019 om dan te dalen naar USD 69,0 in 2020. Dit impliceert dat de in Amerikaanse dollar luidende olieprijsen in 2018 4,0% lager, in 2019 2,5% lager en in 2020 0,4% hoger uitkomen dan volgens de projecties van juni 2018. Aangenomen wordt dat de in Amerikaanse dollar luidende prijzen van grondstoffen exclusief energie in 2018 licht zullen stijgen, in 2019 zullen dalen en in 2020 weer 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 21 augustus 2018. Dit impliceert een gemiddelde wisselkoers van USD 1,18 per euro in 2018, en van USD 1,14 in de periode 2019-2020, vergeleken met USD 1,18 volgens de projecties van juni 2018. De effectieve wisselkoers van de euro (t.o.v. 38 handelspartners) valt 1,5% hoger uit dan in de projecties van juni 2018 werd aangenomen.

Technische aannames

	september 2018				juni 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Driemaands EURIBOR (in % per jaar)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,2
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (in % per jaar)	1,0	1,1	1,3	1,6	1,0	1,2	1,5	1,7
Olieprijs (in USD/vat)	54,4	71,5	71,7	69,0	54,4	74,5	73,5	68,7
Grondstoffenprijzen m.u.v. energie in USD (procentuele mutatie op jaarbasis)	8,0	1,9	-2,6	4,2	7,9	9,3	2,5	4,1
Wisselkoers USD/EUR	1,13	1,18	1,14	1,14	1,13	1,20	1,18	1,18
Nominaal-effectieve eurowisselkoers (EER38) (procentuele mutatie op jaarbasis)	2,2	5,1	0,6	0,0	2,2	4,4	-0,1	0,0

De groei van de investeringen in woningen houdt naar verwachting aan, zij het in een lager tempo. De investeringen in woningen zijn in 2016 en 2017 sterk aangetrokken, dankzij uiterst gunstige financieringscondities en een stijgende inkomensgroei in verband met de aanhoudende stijging van de werkgelegenheid. Het herstel van de investeringen in woningen lijkt echter begin 2018 zijn hoogtepunt te hebben bereikt. De belangrijkste voorwaarden voor verdere groei van de investeringen in woningen blijven in de projectieperiode in stand, waarbij enquêtes aangeven dat huishoudens in toenemende mate van plan zijn binnen de komende twee jaar een woning te kopen of te (laten) bouwen, en met name om verbeteringen aan het huis uit te (laten) voeren. Ondanks de krachtige vraag naar woningen is de verwachting niettemin dat het groeitempo zal worden getemperd door steeds knellender capaciteitsbeperkingen in de bouwnijverheid en ongunstige demografische ontwikkelingen in sommige landen. Bovendien wordt een lichte verscherping van de financieringscondities verwacht en zullen zich bij stijgende rendementen geleidelijk andere langdurige beleggingsmogelijkheden voordoen.

Het herstel van de bedrijfsinvesteringen zal naar verwachting in de projectieperiode doorzetten, zij het in een geleidelijk afnemend tempo. Naar

³ De aannames voor de grondstoffenprijzen van olie en voedsel zijn gebaseerd op de futuresprijzen tot en met het einde van de projectieperiode. Voor andere harde grondstoffen met uitzondering van energie wordt aangenomen dat de prijzen tot en met het derde kwartaal van 2019 de futures volgen en zich daarna in lijn met de mondiale economische bedrijvigheid ontwikkelen.

verwachting blijven de bedrijfsinvesteringen steun ondervinden van een aantal factoren: het ondernemersvertrouwen blijft zeer hoog dankzij gunstige productieverwachtingen en goed gevulde orderportefeuilles; de bezettingsgraad blijft ruim boven het langetermijngemiddelde en een gebrek aan machines en installaties wordt in toenemende mate genoemd als een factor die de productie in de verwerkende industrie beperkt; de financieringscondities blijven naar verwachting tijdens de projectieperiode het herstel sterk ondersteunen; de winsten zullen naar verwachting stijgen bij de toch al goed bij kas zittende sector niet-financiële vennootschappen; en bedrijven zullen mogelijk meer gaan investeren om het krappe aanbod van arbeidskrachten te compenseren. Bovendien hebben het sterke herstel van de aandelenkoersen in de afgelopen jaren, de aanhoudende accumulatie van activa en de gematigde groei van de schuldfinanciering ervoor gezorgd dat de verhouding tussen de schulden en het balanstotaal ('leverage') in de sector van de niet-financiële vennootschappen zich dicht bij het historische dieptepunt bevindt. De geconsolideerde brutoschuldquote (verhouding tussen schuld en bedrijfsinkomsten) is echter veel minder gedaald en is nog altijd iets hoger dan vóór de crisis. Een geleidelijke groeivertraging bij de bedrijfsinvesteringen tijdens de projectieperiode is een afspiegeling van de algehele vertraging bij zowel de binnenlandse als de buitenlandse vraag.

Kader 2

Het internationale klimaat

De groei van de wereldeconomie zal gedurende de projectieperiode naar verwachting geleidelijk afvlakken onder invloed van toenemende risico's en onzekerheden.

De wereldeconomie is in de eerste helft van 2018 opnieuw in gestaag tempo gegroeid. Hoewel de groei van de mondiale verwerkende industrie de afgelopen maanden is afgevlakt, blijkt uit enquêtes dat de algehele mondiale bedrijvigheid op peil blijft. Voor de korte termijn wordt echter een afvlakking van de wereldwijde economische groei verwacht. Aan de ene kant blijven de geavanceerde economieën profiteren van accommoderend monetair beleid en van de omvangrijke stimulerende overheidsmaatregelen in de Verenigde Staten. Het eerdere herstel van de olieprijs heeft er bovendien toe bijgedragen dat de investeringen in vele olie-exporterende landen zich gestabiliseerd hebben. Aan de andere kant is onzekerheid ontstaan over de toekomstige handelsrelaties en die onzekerheid zal naar verwachting het vertrouwen en de investeringen op korte termijn schaden. Deze bezorgdheid over de handel, de geleidelijke normalisering van het monetair beleid in geavanceerde economieën en onzekerheid omtrent het beleid hebben de laatste maanden geleid tot scherpere financieringsvoorwaarden, met name in enkele opkomende markteconomieën. Voor de middellange termijn wordt tragere groei van de economische bedrijvigheid verwacht doordat de conjuncturele krachten afzwakken. In de meeste geavanceerde economieën zullen de negatieve output gaps verdwijnen of zijn ze al verdwenen en zal de beleidssteun geleidelijk minder worden. De overgang van China naar een traject van lagere groei (minder afhankelijk van beleidsprykkels), zal ook de vooruitzichten drukken. Daarnaast laten de grondstoffen exporterende economieën weliswaar herstel zien, maar blijft de noodzaak tot begrotingsconsolidatie daar bestaan. Per saldo zal de mondiale groei (exclusief het eurogebied) volgens de projecties in 2018 op 3,9% uitkomen en vervolgens dalen naar 3,7% in 2020. De mondiale bbp-groei is voor 2018 met 0,1 procentpunt en voor 2019 met 0,2 procentpunt naar beneden bijgesteld ten opzichte van de projecties van juni 2018. Deze neerwaartse bijstellingen

hangen samen met de ongunstiger vooruitzichten voor sommige opkomende markteconomieën, met name Turkije. Bovendien wordt gedacht dat de oplopende spanningen op handelsgebied en de toegenomen onzekerheid over de mondiale vooruitzichten de wereldwijde investeringen de komende kwartalen zullen drukken.

Het internationale klimaat

(mutaties in % per jaar)

	september 2018				juni 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Mondiaal reëel bbp (excl. het eurogebied)	3,8	3,9	3,7	3,7	3,8	4,0	3,9	3,7
Wereldhandel (excl. het eurogebied) ¹⁾	5,4	4,6	3,9	3,8	5,2	5,1	4,6	4,0
Buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied ²⁾	5,3	4,1	3,6	3,6	5,2	5,2	4,3	3,7

1) Berekend als gewogen gemiddelde van de invoer.

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

Na een scherpe groeivertraging in het tweede kwartaal van dit jaar wordt voor de wereldhandel een lichte opleving verwacht, die echter relatief gematigd blijft als gevolg van de toenemende onzekerheid over het handelsprotectionisme. Na in 2017 sterk te zijn gegroeid, vertoont de wereldhandel in de eerste maanden van dit jaar afnemende groei. De tot nu opgelegde handelstarieven raken slechts een relatief klein percentage van de wereldhandel. Ze hebben echter wel de ongerustheid over de vooruitzichten voor het handelsbeleid en de wereldeconomie gevoed, en die ongerustheid zal de mondiale bedrijvigheid en de vooruitzichten voor de handel waarschijnlijk drukken. De verwachting voor de middellange termijn is dat de wereldhandel in ongeveer hetzelfde tempo groeit als de mondiale bedrijvigheid. De buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied zal naar verwachting in 2018 groeien met 4,1%, een groei die in 2020 zal zijn afgezwakt tot 3,6%. Er is dus sprake van een neerwaartse bijstelling van 1,1 procentpunt voor 2018, 0,7 procentpunt voor 2019 en 0,1 procentpunt voor 2020 ten opzichte van de projecties van juni 2018, vooral als gevolg van het afnemende groeitempo dat voor de korte termijn in de gegevens wordt waargenomen. Op de wat langere termijn weerspiegelen ze de effecten van hogere handelstarieven en van zwakkere groeiprojecties voor de bedrijvigheid.

In overeenstemming met een vertraging van de buitenlandse vraag zal de groei van de uitvoer uit het eurogebied naar verwachting afzakken. De groei van de uitvoer uit het eurogebied zal naar verwachting gelijke tred houden met de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied, hetgeen impliceert dat het aandeel in de exportmarkten gedurende de projectieperiode min of meer stabiel blijft. De invoer uit landen buiten het eurogebied zal, zo is de verwachting, profiteren van de positieve ontwikkelingen in de binnenlandse vraag en in de komende kwartalen van de sterkere euro. Aangezien de invoer naar verwachting iets sneller zal groeien dan de uitvoer zal de bijdrage van de nettohandel aan de economische groei in de projectieperiode naar verwachting min of meer neutraal uitvallen, na de zeer positieve bijdrage in 2017.

Volgens de projectie zal de groei van de werkgelegenheid afnemen nu in sommige landen een steeds knellender tekort aan arbeidskrachten wordt verwacht. In personen uitgedrukt nam de werkgelegenheid in het eurogebied in het

eerste en tweede kwartaal van 2018 met 0,4% toe. De sterke groei van de werkgelegenheid van de laatste tijd werd in alle landen breedgedragen en toekomstgerichte enquêtes duiden op verdere solide werkgelegenheids groei op de korte termijn. Desalniettemin zal volgens de projectie de werkgelegenheids groei enigszins aan kracht inboeten. In 2018 zal de impact van enkele gunstige tijdelijke factoren (zoals begrotingsstimulansen in sommige landen van het eurogebied) naar verwachting geleidelijk wegebben. Er wordt aangenomen dat het tekort aan arbeidskrachten tegen het einde van de projectieperiode in sommige landen zal toenemen.

De groei van de beroepsbevolking zal gedurende de projectieperiode naar verwachting afvlakken. De beroepsbevolking zal gedurende de projectieperiode naar verwachting blijven groeien als gevolg van de netto-immigratie van arbeidskrachten, de verwachte integratie van vluchtelingen en een verdere stijging van de arbeidsmarktparticipatie (inclusief een terugkeer naar de arbeidsmarkt van uittreeders die het zoeken naar werk hadden opgegeven). Desalniettemin zullen deze positieve effecten volgens de projectie gedurende de projectieperiode geleidelijk worden tenietgedaan door de negatieve invloed van de vergrijzing van de bevolking, omdat de oudere leeftijdsgroepen in grotere aantallen uittrieden dan dat er jongere leeftijdsgroepen toetreden.

Het werkloosheidspercentage zal naar verwachting dalen naar 7,4% in 2020.

Het werkloosheidspercentage is in het tweede kwartaal van 2018 gedaald naar 8,3%, het laagste niveau sinds eind 2008. Het aantal werklozen zal volgens de projectie in de toekomst aanzienlijk blijven dalen, en dicht bij zijn laagste niveau van vóór de crisis uitkomen.

Gezien het cyclische patroon van de arbeidsproductiviteit wordt verwacht dat deze in 2019 en 2020 weer opleeft.

Na een sterke groei in 2017 gaf de arbeidsproductiviteit in het eerste halfjaar van 2018 een groeivertraging te zien, doordat de bedrijvigheid onverwacht afzwakte. Voor de tweede helft van 2018 wordt een gematigde productiviteitsstijging verwacht, als gevolg van de vertraagde reactie van de werkgelegenheid op de afzwakking van de bedrijvigheid aan het begin van het jaar. Wat verder weg in de toekomst lijken de hierboven genoemde vertraging van de werkgelegenheids groei, de toenemende aanwending van kapitaal in de context van afnemende onderbenutting, het grotere aantal gewerkte uren per persoon en enige winst in de totale factorproductiviteit erop te wijzen dat de arbeidsproductiviteits groei per werkende later in de projectieperiode zal stijgen en geleidelijk zal uitkomen op 1,0%, het gemiddelde van voor de crisis.

De groei van het reële bbp zal gedurende de projectieperiode naar verwachting boven de potentiële groei blijven liggen.

De potentiële productie heeft de afgelopen jaren naar schatting enigszins aan kracht gewonnen, ondersteund door toenemende bijdragen vanuit de factor arbeid en de totale factorproductiviteit. Aan het einde van de projectieperiode zal de potentiële productie weliswaar nog steeds achterlopen bij de werkelijke groei van het reële bbp, maar wel stijgen in een tempo dat naar verwachting iets lager ligt dan vóór de crisis. Hierbij dient echter te worden opgemerkt dat zowel de potentiële groei als de bepalende factoren ervan niet zijn

waar te nemen en dat dergelijke schattingen met aanzienlijke onzekerheid zijn omgeven.

De reële bbp-groei voor 2018 en 2019 is licht naar beneden bijgesteld ten opzichte van de projecties van juni 2018. Deze neerwaartse bijstellingen hebben vooral betrekking op een geringer dan voordien verwachte bijdrage van de nettohandel als gevolg van neerwaartse bijstellingen van de buitenlandse vraag en een sterkere effectieve wisselkoers van de euro. Deze effecten doen het positieve effect van lagere krediettarieven en enige begrotingsstimulering op de binnenlandse vraag ruimschoots teniet.

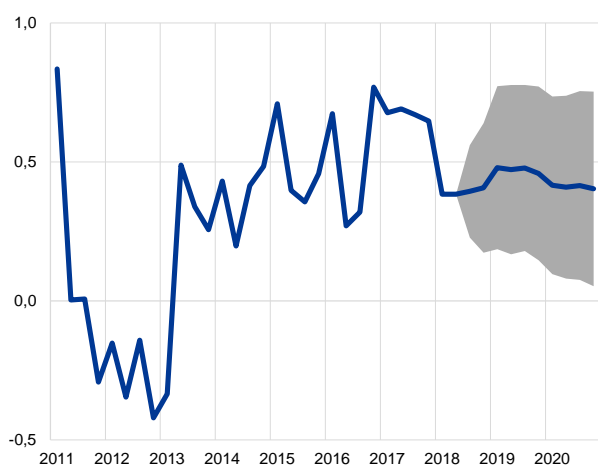
Grafiek 1

Macro-economische projecties¹⁾

(kwartaalgegevens)

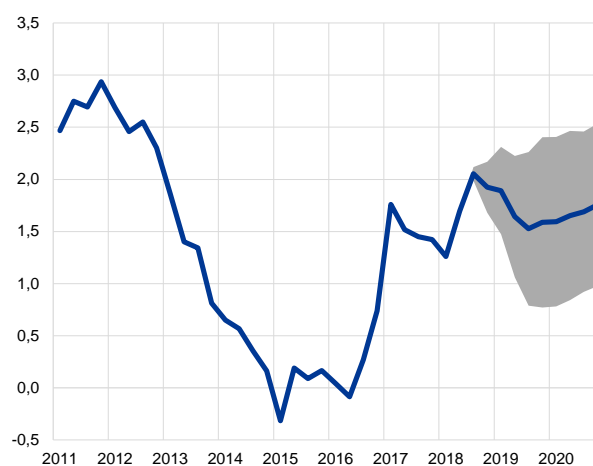
Reëel bbp van het eurogebied²⁾

(procentuele mutaties van kwartaal op kwartaal)



HICP van het eurogebied

(procentuele mutaties 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 procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*; deze publicatie is te vinden op de website van de ECB.

<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>

2) Cijfers gecorrigeerd voor het aantal werkdagen.

2 Prijzen en kosten

Volgens de projectie komt de HICP-inflatie in elk jaar van de projectieperiode uit op gemiddeld 1,7%, aangezien een dalend profiel van de HICP-energie-inflatie een geleidelijke versterking van de HICP-inflatie exclusief voedingsmiddelen en energie tenietdoet.

Volgens de projectie zal de energie-inflatie gedurende de gehele projectieperiode dalen als gevolg van neerwaartse basiseffecten en een lichte daling van de olieprijsfutures. De onderliggende inflatie zal naar verwachting stijgen onder invloed van de conjunctuurverbetering in de economie en de daarmee verband houdende loonstijgingen. Externe prijsontwikkelingen zullen naar verwachting ook een zeker opwaarts effect op de onderliggende inflatie uitoefenen, aangezien eerdere stijgingen van de olieprijs indirect doorwerken in de HICP-inflatie exclusief voedingsmiddelen en energie. Over

het geheel genomen zal volgens de projectie de HICP-inflatie exclusief voedingsmiddelen en energie geleidelijk stijgen van 1,1% in 2018 naar 1,8% in 2020.

Met het krapper worden van de arbeidsmarkten en het wegebben van de effecten van de maatregelen die de afgelopen paar jaar de loongroei in enkele landen hebben gedrukt, zal de loongroei naar verwachting gedurende de projectieperiode merkbaar toenemen. De groei van de loonsom per werknemer zal gedurende de projectieperiode stijgen naar 2,7% in 2020. De groei van de arbeidskosten per eenheid product zal naar verwachting gelijk opgaan met de groei van de loonsom per werknemer, als gevolg van de relatief bescheiden productiviteitsgroei gedurende de projectieperiode. De belangrijkste bepalende factor achter het aantrekken van de loongroei is de verwachte verdere verbetering van de arbeidsmarktomstandigheden in het eurogebied, met toenemende krapte op de arbeidsmarkt en duidelijke tekorten aan arbeidskrachten in sommige delen van het eurogebied. De gunstige arbeidsmarktomstandigheden zijn al zichtbaar in de aantrekkende cao-lonen. In landen van het eurogebied waar bij de loonvorming wordt gewerkt met indexering op grond van het verleden, valt bovendien te verwachten dat het aantrekken van de loongroei steun ondervindt van de aanzienlijke stijging van de totale inflatie die zich recentelijk heeft voorgedaan. Daarnaast zouden met de crisis verband houdende factoren die een dempend effect hadden op de lonen (zoals de noodzaak van loonmatiging om in sommige landen prijsconcurrentievermogen terug te winnen en de na-ijlende loonmatiging in verband met de knellende neerwaartse starheid van de nominale lonen tijdens de crisis) geleidelijk moeten afnemen naarmate de economische groei in alle landen van het eurogebied doorzet en breder gedragen wordt. Daarnaast zullen, zo is de verwachting, enkele door overheden genomen maatregelen die in het verleden de loongroei hebben beperkt, minder relevant worden.

De verwachting is dat de winstmarges de inflatiedruk gedurende de projectieperiode niet zullen doen toenemen. De toenemende groei van de arbeidskosten per eenheid product en de stijgingen van de netto indirecte belastingen per eenheid product vormen naar verwachting de belangrijkste bron van toenemende inflatiedruk, zoals gemeten door de bbp-deflator. Gezien de licht dalende groei van de bedrijvigheid is de verwachting dat het groeitempo van de winstmarges beperkt blijft, met name tegen het einde van de projectieperiode.

De externe prijsdruk zal naar verwachting positief blijven maar zou gedurende de projectieperiode gematigder moeten worden. De dalende lijn van de invoerdeflator, vanaf volgend jaar, houdt verband met enigszins lagere aannames ten aanzien van de olieprijsen. Deze lagere aannames beperken de effecten van de stijgende grondstoffenprijzen exclusief olie en van de wereldwijd geleidelijk toenemende onderliggende prijsdruk in verband met de afnemende mondiale onderbenutting.

De HICP-inflatie is onveranderd ten opzichte van de projecties van juni 2018. De HICP-inflatie exclusief voedingsmiddelen en energie is voor 2019 en 2020 enigszins naar beneden bijgesteld, in lijn met de lichte verzwakking van de groeivoorzichten. Deze bijstellingen worden tenietgedaan door een opwaartse bijstelling van de HICP-energie-inflatie als gevolg van hogere elektriciteits- en

gasprijzen in 2018 in sommige landen en de aannames voor de olieprijs in euro, die een minder steil dalende curve vertonen dan in de vorige projectie.

3 Vooruitzichten voor de overheidsfinanciën

De begrotingskoers van het eurogebied zal in 2018 naar verwachting min of meer neutraal zijn, in 2019 licht expansief en in 2020 opnieuw min of meer neutraal. De koers van het begrotingsbeleid wordt afgemeten aan de mutatie in het voor conjunctuurinvloeden gecorrigeerde primaire saldo na aftrek van overheidssteun aan de financiële sector. In 2018 is er sprake van expansieve discretionaire maatregelen, deels als gevolg van verlaging van sociale premies en vennootschapsbelasting en deels vanwege dynamischer groei van de overheidsbestedingen. De stimulans die uitgaat van deze discretionaire maatregelen wordt echter grotendeels geneutraliseerd door stijgende directe belastinginkomsten. In 2019 leveren verlaging van directe belastingen en toename van de overheidsbestedingen in één land binnen het eurogebied de belangrijkste bijdrage aan het expansieve begrotingsbeleid, die deels wordt tenietgedaan door consolidatie in een ander land binnen het eurogebied. In 2020 worden verdere verlagingen van de directe belastingen en de sociale premies deels tenietgedaan door gematigder groei van de overdrachten en subsidies en ook van de overheidsconsumptie.

Gedurende de projectieperiode zal zowel de overheidstekort- als overheidsschuldquote volgens de projectie een dalende lijn vertonen. De begrotingsprojectie impliceert een daling van het overheidstekort gedurende de projectieperiode, voornamelijk dankzij een verbetering van de conjuncturele component en een daling van de rentebetalingen als gevolg van herfinanciering van oudere, duurdere leningen door nieuwe leningen tegen lagere rentetarieven. Dit wordt deels geneutraliseerd door een verslechtering van het voor conjunctuurinvloeden gecorrigeerde primaire saldo. De dalende lijn van de overheidsschuldquote wordt ondersteund door aanhoudend positieve primaire saldi en een gunstig rente/groei-ecart⁴. Vergeleken met de projecties van juni 2018 zijn de vooruitzichten voor het tekort min of meer gelijkgebleven, terwijl de overheidsschuldquote voor 2020 licht naar boven is bijgesteld, voornamelijk ten gevolge van een minder gunstig rente/groei-ecart.

Kader 3

Gevoeligheidsanalyses

De projecties zijn sterk afhankelijk van technische aannames betreffende de ontwikkeling van bepaalde kernvariabelen. Gezien het feit dat enkele van deze variabelen een grote invloed op de projecties voor het eurogebied kunnen hebben, kan het onderzoeken van de gevoeligheid van deze projecties voor een alternatieve ontwikkeling van deze onderliggende aannames van pas komen bij het analyseren van de risico's rond de projecties. In dit kader wordt de onzekerheid rond

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

een aantal belangrijke onderliggende aannames besproken, evenals de gevoeligheid van de projecties voor deze variabelen.

1) Een alternatief beloop van de olieprijs

Alternatieve olieprijsmodellen wijzen op een risico van hogere olieprijsen gedurende de projectieperiode dan uit de olieprijsfutures naar voren komt. De technische aannames voor de olieprijsontwikkelingen die ten grondslag liggen aan de basisprojecties voorspellen op basis van de oliefuturesmarkten een licht dalend profiel voor de olieprijs, waarbij de prijs van een vat ruwe Brentolie in 2020 uitkomt op USD 69. Dit prijsbeloop strookt met de aanhoudende stijging van de mondiale vraag naar olie. Wat de aanbodfactoren betreft, in de olieprijsfutures komt waarschijnlijk ook het neerwaartse effect tot uiting dat de versoepeling van het door de OPEC gevoerde beleid van aanbodbeperking uitoefent op de olieprijsen en dat mogelijk opweegt tegen de iets lagere verwachtingen ten aanzien van de Amerikaanse olieproductie op korte termijn (als gevolg van knelpunten in het transport) en tegen de onzekerheid over een daling van het aanbod van Iraanse olie als gevolg van Amerikaanse sancties. Een combinatie van alternatieve modellen die door medewerkers van de ECB⁵ worden gebruikt om voor de gehele projectieperiode de olieprijs te voorspellen, wijst momenteel op hogere olieprijsen dan in de technische aannames is verondersteld. De realisatie van een alternatief beloop van de olieprijs dat uit deze modellen wordt afgeleid, waarbij de olieprijs in 2020 4,7% hoger is dan in de aanname in de basisprojectie, zou de reële bbp-groei heel licht drukken (met minder dan 0,1 procentpunt in 2019 en 2020), en zorgen voor een iets snellere stijging van de HICP-inflatie (met 0,1 procentpunt in 2020).

2) Een alternatief beloop van de wisselkoers

Met deze gevoeligheidsanalyse worden de effecten van een koersstijging van de euro onderzocht. Een sterker dan verwacht economisch herstel in het eurogebied dat leidt tot opwaartse inflatiedruk vormt één mogelijk risico voor een waardeinstijging van de euro. Dit scenario is in overeenstemming met de verdeling die voortkomt uit de door opties geïmpliceerde risiconeutrale densiteiten voor de USD/EUR-wisselkoers op 21 augustus 2018, die zwaar overheelt naar een waardeinstijging van de euro. Het 75ste percentiel van die verdeling impliceert een waardeinstijging van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar tot een wisselkoers van 1,33 USD/EUR in 2020, hetgeen ongeveer 16,5% hoger is dan de aanname in het basisscenario voor dat jaar. De overeenkomstige aanname voor de nominaal-effectieve wisselkoers van de euro weerspiegelt historische regelmatigheden, waarbij veranderingen in de USD/EUR-wisselkoers overeenkomen met veranderingen in de effectieve wisselkoers met een elasticiteit van net boven de 0,5. In dit scenario wijst het gemiddelde van de uitkomsten van een aantal door medewerkers ontwikkelde macro-economische modellen op een reële bbp-groei die in 2019 0,4 procentpunt lager is en in 2020 0,5 procentpunt lager. De HICP-inflatie zou in 2019 0,5 procentpunt lager zijn en in 2020 0,6 procentpunt.

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.

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 de ECB/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 binnen de marges liggen die de huidige 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		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Projecties ECB-medewerkers	september 2018	2,0	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7
		[1,8 - 2,2]	[1,0 - 2,6]	[0,6 - 2,8]	[1,6 - 1,8]	[1,1 - 2,3]	[0,9 - 2,5]
Europese Commissie	juli 2018	2,1	2,0	-	1,7	1,7	-
OESO	mei 2018	2,2	2,1	-	1,6	1,8	-
Euro Zone Barometer	augustus 2018	2,1	1,8	1,6	1,7	1,6	1,7
Consensus Economics Forecast	augustus 2018	2,1	1,8	1,3	1,7	1,6	1,6
Survey of Professional Forecasters	juli 2018	2,2	1,9	1,6	1,7	1,7	1,7
IMF	juli/april 2018	2,2	1,9	1,7	1,5	1,6	1,8

Bronnen: Interim European Economic Forecast van de Europese Commissie, zomer 2018; IMF World Economic Outlook, update van juli 2018 (bbp), IMF World Economic Outlook, april 2018 (HICP); OESO Economic Outlook, mei 2018; Consensus Economics Forecasts, augustus 2018; het cijfer voor 2020 voor de Consensus Economics is gehaald uit de in augustus 2018 gehouden enquête over "Trends in Productivity and Wages" en het HICP-inflatiecijfer voor 2020 uit het langetermijnprognose-overzicht van juli 2018; MJEconomics voor de Euro Zone Barometer, augustus 2018; en de "Survey of Professional Forecasters" van de ECB, juli 2018.

Noot: 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, 2018

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

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

ISSN 2529-4555 (pdf)
EU-catalogusnummer QB-CE-18-002-EN-N (pdf)