



Juni 2018

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

Na een zwakker dan verwachte start van het jaar zal de economische groei in het eurogebied niettemin naar verwachting stevig blijven en zich in een tempo blijven ontwikkelen dat boven dat van de potentiële groei ligt. Net zoals in eerdere projecties wordt verwacht dat de reële bbp-groei in de projectieperiode geleidelijk zal afnemen, van 2,1% in 2018 naar 1,7% in 2020², in verband met het langzaam wegvallen van enkele groeiversterkende factoren. Naar verwachting bedraagt de 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 verhuult een daling van het inflatiecijfer van de energiecomponent, die wordt gecompenseerd door een geleidelijk stijgende HICP-inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen als gevolg van steeds knellender wordende capaciteitsbeperkingen.

1

De reële economie

De vertraging van de reële bbp-groei in het eerste kwartaal van 2018 hangt gedeeltelijk samen met tijdelijke factoren, maar impliceert tevens dat de vertraging vroeger is opgetreden dan eerder werd verwacht. Na vier

opeenvolgende kwartalen in 2017 waarin de reële bbp-groei met 0,7% sterk groeide, is de groei in het eerste kwartaal van 2018 afgenomen naar 0,4%. De vertraging is gedeeltelijk toe te schrijven aan een aantal tijdelijke factoren, waaronder slechte weersomstandigheden, stakingen in enkele landen van het eurogebied en een ongewoon hoog ziekteverzuimniveau in verband met een seizoensgebonden griepuitbraak in Duitsland. Daarnaast kan de ongunstige invloed van de eerdere

¹ De Raad van Bestuur gebruikt de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties bij de beoordeling van de economische ontwikkelingen en de risico's voor prijsstabiliteit. Deze projecties worden samengesteld door medewerkers van de ECB of het Eurosysteem. Ze worden niet door de Raad van Bestuur onderschreven, noch geven ze per se de opvattingen van de Raad weer over de vooruitzichten voor het eurogebied. Informatie over de gebruikte procedures en technieken is opgenomen in *A guide to 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 22 mei 2018 (zie Kader 1). De afsluitdatum voor opname van de overige gegevens in deze projecties was 31 mei 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>.

² De cijfers hebben betrekking op voor werkdagen gecorrigeerde gegevens.

waardestijging van de euro groter zijn geweest dan verwacht, en de arbeidsaanbodbeperkingen zijn mogelijk eerder dan verwacht gaan knellen. Ten slotte kan de vertraging ook samenhangen met een teruggang ten opzichte van het zeer hoge groeitempo dat geheel 2017 werd waargenomen.

De reële bbp-groei zal echter naar verwachting de komende paar kwartalen stevig blijven, in lijn met het zeer hoge niveau van het bedrijven- en consumentenvertrouwen. Na een duidelijke daling in het eerste kwartaal van 2018 heeft het bedrijven- en consumentenvertrouwen zich in april en mei gestabiliseerd, op een historisch hoog niveau. Hoewel bepaalde indicatoren die na de afsluitdatum bekend zijn geworden, iets zwakker zijn uitgevallen dan verwacht werd, zijn ze globaal genomen nog steeds in lijn met de geprojecteerde groeiontwikkeling.

Tabel 1

Macro-economische projecties voor het eurogebied¹⁾

(mutaties in % per jaar)

	Juni 2018				Maart 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Reëel bbp	2,5	2,1	1,9	1,7	2,5	2,4	1,9	1,7
		[1,8 - 2,4] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾		[2,1 - 2,7] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾
Particuliere consumptie	1,7	1,6	1,7	1,5	1,9	1,7	1,7	1,5
Overheidsconsumptie	1,2	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
Bruto-investeringen in vaste activa	3,3	4,2	3,3	2,8	3,7	4,4	3,4	2,8
Uitvoer ³⁾	5,4	4,2	4,4	3,8	5,2	5,3	4,1	3,8
Invoer ³⁾	4,6	4,1	4,7	4,0	4,6	5,1	4,5	4,0
Werkgelegenheid	1,6	1,4	1,1	0,8	1,7	1,4	1,1	0,8
Werkloosheid (in % van de beroepsbevolking)	9,1	8,4	7,8	7,3	9,1	8,3	7,7	7,2
HICP	1,5	1,7	1,7	1,7	1,5	1,4	1,4	1,7
		[1,6 - 1,8] ²⁾	[1,0 - 2,4] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾		[1,1 - 1,7] ²⁾	[0,6 - 2,2] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾
HICP excl. Energie	1,2	1,3	1,7	1,9	1,2	1,2	1,6	1,9
HICP excl. energie en voedsel	1,0	1,1	1,6	1,9	1,0	1,1	1,5	1,8
HICP-inflatie exclusief energie, voedsel en wijzigingen in de indirecte belastingen ⁴⁾	1,0	1,1	1,5	1,9	1,0	1,1	1,5	1,8
Arbeidskosten per eenheid product	0,7	1,5	1,2	1,8	0,8	1,1	1,2	1,8
Loonsom per werknemer	1,6	2,3	2,1	2,7	1,6	2,2	2,0	2,7
Arbeidsproductiviteit	0,9	0,7	0,9	0,9	0,8	1,0	0,8	0,9
Begrotingssaldo overheid (als percentage van het bbp)	-0,9	-0,7	-0,8	-0,5	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3
Structureel begrotingssaldo (als percentage van het bbp) ⁵⁾	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9
Bruto-overheidsschuld (als percentage van het bbp)	86,7	84,8	82,7	80,4	86,7	84,4	82,1	79,7
Saldo op de lopende rekening (als percentage van het bbp)	3,5	2,9	2,5	2,5	3,7	4,2	4,3	4,5

-
- 1) Het reële bbp en de componenten daarvan hebben betrekking op voor werkdagen gecorrigeerde gegevens. De Eurostat-cijfers van 7 juni 2018 (d.w.z. gepubliceerd na de afsluitdatum) met betrekking tot het bbp en de belangrijkste componenten daarvan wijzen op een voor werkdagen gecorrigeerde reële bbp-groei van 2,6% in 2017.
- 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 de 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. Aangespoord 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. Daarnaast zouden de particuliere consumptie en de investeringen in woningen moeten profiteren van de goede arbeidsmarktomstandigheden en stijgende nettovermogens. Tegelijkertijd zullen de bedrijfsinvesteringen blijven toenemen. Deze toename hangt onder meer samen met stijgende winsten in verband met de druk die van de groeiende vraag uitgaat en een hoge bezettingsgraad. De uitvoer uit het eurogebied blijft naar verwachting robuust, profiterend van de aanhoudende toename van de wereldwijde economische bedrijvigheid en de daarmee samenhangende groei van de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied.

Niettemin wordt verwacht dat de reële bbp-groei gedurende de projectieperiode geleidelijk zal afnemen, aangezien het effect van enkele groeibevorderende factoren geleidelijk zal afnemen.

Naar verwachting zal de invloed van eerdere monetairbeleidsmaatregelen tijdens de projectieperiode geleidelijk afnemen. Naar verwachting zal een vertraging van het groeitempo van de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied de groei van de uitvoer temperen. Verwacht wordt dat ook de groei van de werkgelegenheid aan kracht zal inboeten, onder meer als gevolg van steeds knellender tekorten aan arbeidskrachten in sommige landen van het eurogebied. Daarnaast zal de groei van de particuliere consumptie zich naar verwachting matigen, hetgeen een weerspiegeling is van een normalisering van de spaarquote ten opzichte van een historisch laag niveau, in het licht van de conjuncturele groei in een aantal landen van het eurogebied.

De groei van het reëel besteedbaar inkomen zal in 2018 en 2019 aantrekken in het licht van hogere lonen en verlagingen van directe belastingen, voordat deze in 2020 afzwakt.

De bijdrage van de brutolonen en -salarissen aan de groei van het besteedbaar inkomen zal naar verwachting duidelijk toenemen in 2018, gestimuleerd door een sterkere groei van de lonen. Gedurende de rest van de periode zal de bijdrage enigszins teruglopen, aangezien verdere stijgingen van de nominale loongroei geen volledige compensatie bieden voor de invloed van de vertraging in de werkgelegenheidsontwikkeling. De groei van het overige particuliere inkomen zal zich volgens de projecties marginaal herstellen, in lijn met de stijgende

winsten. De bijdrage van de nettobegrotingsoverdrachten valt naar verwachting in 2018 en 2019 minder negatief uit in het licht van verlagingen van de sociale-verzekeringspremies en directe belastingen, waarna deze in 2020 weer negatiever zal zijn. Over het geheel genomen wordt verwacht dat de samenstelling van de groei van het reëel besteedbaar inkomen minder gunstig zal uitvallen voor de bestedingen van de huishoudens, aangezien de consumptie doorgaans enigszins sterker reageert op een inkomensstijging door werkgelegenheidsgroei dan op veranderingen in de reële lonen.

Gedurende de projectieperiode blijft de particuliere consumptie naar verwachting een belangrijke motor voor groei. Het positieve consumentenvertrouwen, verwachte verdere verbeteringen in de arbeidsmarktomstandigheden en het stijgende reële loon per werknemer wijzen op stevige groei van de consumptieve bestedingen in de komende paar kwartalen. Niettemin is de verwachting dat de groei van de particuliere consumptie in de projectieperiode iets zal achterblijven bij die van het reëel besteedbaar inkomen, aangezien huishoudens waarschijnlijk in toenemende mate hun inkomsten voor spaardoeleinden zullen aanwenden.

De groei van de particuliere consumptie zou steun moeten ondervinden van 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 het recente verleden 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 spaarquote zullen verhogen in verband met een verlaging van directe belastingen in sommige landen.

Kader 1

Technische aannames betreffende de rente, wisselkoersen en grondstoffenprijzen

Vergeleken met de projecties van maart 2018 is er bij de technische aannames uitgegaan van een zwakkere wisselkoers van de euro, in het bijzonder ten opzichte van de Amerikaanse dollar, hogere olieprijs 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 22 mei 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 0,2% voor 2020. De marktverwachtingen voor het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied duiden op een gemiddeld renteniveau van 1,2% in 2018, 1,5% in 2019 en 1,7% in 2020.³ Ten opzichte van de projecties van maart 2018 zijn de marktverwachtingen voor de korte rente licht neerwaarts bijgesteld met 10 basispunten voor 2019 en 20 basispunten voor 2020, terwijl de lange rente voor de projectieperiode met circa 15 basispunten naar beneden is bijgesteld.

Wat de grondstoffenprijzen betreft, wordt op grond van het gemiddelde van het prijsbeloop op de futuresmarkt in de twee weken tot en met de afsluitdatum van 22 mei 2018 aangenomen dat de prijs van een vat Brentolie stijgt van USD 54,4 in 2017 naar USD 74,5 in 2018, en vervolgens daalt naar USD 73,5 in 2019 en USD 68,7 in 2020. Dit impliceert dat de in Amerikaanse dollar luidende olieprijs in 2018 14,6%, in 2019 20,2% en in 2020 17,7% hoger zijn dan volgens de projecties van maart 2018. Aangenomen wordt dat de in Amerikaanse dollar luidende prijzen van grondstoffen exclusief energie in 2018 aanzienlijk en daarna iets gematigder zullen stijgen.⁴

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 22 mei 2018. Dit impliceert een gemiddelde wisselkoers van USD 1,20 per euro in 2018, en van USD 1,18 in de periode 2019-2020, vergeleken met USD 1,24 volgens de projectie van maart 2018. De effectieve wisselkoers van de euro (t.o.v. 38 handelspartners) valt 0,3% hoger uit dan in de projecties van maart 2018 werd aangenomen.

Technische aannames

	Juni 2018				Maart 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Driemaands EURIBOR (in % per jaar)	-0,3	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,4
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (in % per jaar)	1,0	1,2	1,5	1,7	1,0	1,3	1,6	1,9
Olieprijs (in USD/vat)	54,4	74,5	73,5	68,7	54,4	65,0	61,2	58,3
Grondstoffenprijzen m.u.v. energie in USD (procentuele mutatie op jaarbasis)	7,9	9,3	2,5	4,1	7,9	7,4	3,2	4,5
Wisselkoers USD/EUR	1,13	1,20	1,18	1,18	1,13	1,23	1,24	1,24
Nominaal-effectieve eurowisselkoers (EER38) (procentuele mutatie op jaarbasis)	2,2	4,4	-0,1	0,0	2,2	4,5	0,1	0,0

³ 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.

⁴ De aannames voor de grondstoffenprijzen van olie en voedsel zijn gebaseerd op de futuresprijzen tot en met het einde van de projectieperiode. Voor andere harde grondstoffen met uitzondering van energie wordt aangenomen dat de prijzen tot en met het tweede kwartaal van 2019 de futures volgen en zich daarna in lijn met de mondiale economische bedrijvigheid ontwikkelen.

De groei van de investeringen in woningen houdt naar verwachting aan, zij het in een lager tempo dan in de afgelopen twee jaar het geval was. De groei van de investeringen in woningen vertraagde in de tweede helft van 2017, als gevolg van het feit dat in enkele landen van het eurogebied de bouwnijverheid in toenemende mate last begon te ondervinden van aanbodbeperkingen, met name in de vorm van een tekort aan arbeidskrachten. De belangrijkste voorwaarden voor een verder herstel 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, of verbeteringen aan het huis uit te (laten) voeren. Ondanks de krachtige vraag naar woningen wordt niettemin de groei naar verwachting getemperd door steeds knellender capaciteitsbeperkingen in de bouwnijverheid, iets krappere financieringscondities en ongunstige demografische ontwikkelingen.

De bedrijfsinvesteringen zullen zich naar verwachting in de projectieperiode blijven herstellen, zij het in een afnemend tempo. Naar 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 niveau en een gebrek aan uitrusting wordt in toenemende mate aangehaald als een factor die de productie in de verwerkende industrie beperkt; de financieringscondities blijven naar verwachting tijdens de projectieperiode het herstel sterk ondersteunen; en de winsten zullen naar verwachting stijgen bij een toch al goed bij kas zittende sector niet-financiële vennootschappen. Bovendien hebben het sterke herstel van de aandelenkoersen in de afgelopen jaren 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 bevindt zich nu op het niveau van vóór de crisis. Een geleidelijke groeivertraging bij de bedrijfsinvesteringen tijdens de projectieperiode is tevens een afspiegeling van de algehele vertraging bij zowel de binnenlandse als de buitenlandse vraag.

Kader 2

Het internationale klimaat

Hoewel de mondiale economische groei heeft aangehouden, wijzen recente gegevens op een lichte groeivertraging. Stijgende rentes, volatiliteit op de aandelenmarkten en de waardestijging van de Amerikaanse dollar hebben gezorgd voor enigszins krappere financiële condities – waarbij sommige opkomende markteconomieën in de afgelopen weken te maken hebben gehad met uitgesproken druk op de financiële markten. De stijging van de olieprijs heeft de vooruitzichten in de olie-importerende economieën getemperd. Niettemin blijven de mondiale vooruitzichten op de korte termijn in wezen goed. De geavanceerde economieën profiteren van het accommoderende monetaire beleid, terwijl in het bijzonder de Verenigde Staten heeft geprofiteerd van de omvangrijke Amerikaanse begrotingsimpuls. Op de uitvoer gerichte economieën hebben een impuls gekregen van de opleving van de wereldhandel, en grondstoffen exporterende economieën ondervinden steun van de stijgende grondstoffenprijzen. Hoewel de bezorgdheid over

protectionisme toegenomen is, zullen de tot dusver ingevoerde heffingen (op de Amerikaanse invoer van staal en aluminium) slechts geringe directe macro-economische effecten hebben. Dat neemt niet weg dat de algemene tendens in de richting van meer protectionisme het beleggersvertrouwen kan drukken. Op de middellange termijn wordt verwacht dat de bedrijvigheid zal vertragen naarmate de conjunctuercyclus in de geavanceerde economieën het stadium van volwassenheid bereikt en de beleidssteun geleidelijk afneemt. De overgang van China naar een lager groeipad, dat minder afhankelijk is van beleidsprikkels, zal waarschijnlijk ook de vooruitzichten drukken. Daarnaast laten de grondstoffen exporterende economieën weliswaar herstel zien, maar blijft de noodzaak tot begrotingsconsolidatie daar bestaan. Volgens de projecties zal de groei van de mondiale bedrijvigheid (exclusief het eurogebied) stijgen van 3,8% in 2017, naar 4,0% in 2018, en vervolgens vertragen naar 3,7% in 2020. De mondiale bbp-groei voor 2018 en 2019 is met 0,1 procentpunt naar beneden bijgesteld ten opzichte van de projecties van maart 2018. Wat 2018 betreft, hangt dit samen met zwakkere gegevens aan het begin van het jaar in geavanceerde economieën, en voor 2019 heeft dit te maken met zwakkere vooruitzichten in sommige opkomende markteconomieën.

Het internationale klimaat

(mutaties in % per jaar)

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

1) Berekend als gewogen gemiddelde van de invoer.

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

Na de sterke groei in 2017 geven de indicatoren van de wereldhandel een bescheiden

vertraging aan in de eerste maanden van dit jaar. Niettemin zou de aanhoudende conjuncturele groei op de korte termijn de wereldhandel moeten stimuleren en de negatieve effecten van de hogere heffingen in de Verenigde Staten en China moeten goedmaken. Naarmate de conjuncturele krachten afnemen, wordt echter verwacht dat de wereldhandel zal vertragen en op de middellange termijn ruwweg in lijn met de bedrijvigheid zal groeien. De groei van de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied zal naar verwachting 5,2% bedragen in 2018, met een vertraging naar 3,7% in 2020. Vergelijken met de projecties van maart 2018 is de groei van de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied in 2018 met 0,5 procentpunt naar boven bijgesteld. Dit had te maken met een overloopeffect in verband met een opwaartse herziening van gegevens over het vierde kwartaal van 2017, die de iets zwakkere groei van de mondiale invoer begin 2018 compenseert. De groei van de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied is voor 2019 en 2020 licht naar boven bijgesteld, vooral als gevolg van de verwachting dat enkele Midden- en Oost-Europese economieën meer handelsintensieve groei zullen doormaken.

Voorzien wordt dat de groei van de uitvoer uit het eurogebied zal worden getemperd door de eerdere waardestijging van de euro en een vertraging van de buitenlandse vraag. Ten gevolge van de eerdere waardestijging van de euro zal de uitvoer uit het eurogebied in de komende kwartalen naar verwachting langzamer

groeien dan de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied, hetgeen een beperkt verlies aan uitvoermarktaandeel impliceert. 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 invoergroei naar verwachting minder zal vertragen dan de uitvoergroei zal de bijdrage van de nettohandel aan de economische groei in de projectieperiode naar verwachting slechts marginaal positief zijn, na de zeer positieve bijdrage in 2017.

De werkgelegenheidsgroei zal, zo is de projectie, vertragen aangezien tekorten aan arbeidskrachten naar verwachting in sommige landen in toenemende mate hun invloed zullen doen gevoelen.

In personen uitgedrukt nam de werkgelegenheid in het eurogebied in het vierde kwartaal van 2017 met 0,3% toe; in het eerste kwartaal van dit jaar is deze naar schatting verder gestegen. De recente sterkte van de werkgelegenheidsgroei is in alle landen breedgedragen geweest en toekomstgerichte enquêtes duiden op verdere solide werkgelegenheidsgroei op de korte termijn. Desalniettemin zal volgens de projectie de werkgelegenheidsgroei 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 verdwijnen en de werkgelegenheid in de publieke sector zal, zo wordt voorzien, in sommige landen teruglopen. Arbeidsaanbodtekorten zullen, zo wordt aangenomen, daarna in sommige landen erger worden.

De groei van de beroepsbevolking zal, zo wordt geprojecteerd, in toenemende mate worden getemperd door aanbodstekorten.

De beroepsbevolking zal naar verwachting gedurende de projectieperiode blijven groeien, ten gevolge van de netto-immigratie van arbeidskrachten, de verwachte integratie van vluchtelingen en een verdere stijging van de arbeidsmarktparticipatie. 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 er meer oudere werknemers uit de beroepsbevolking uittreden dan dat er jongere werknemers toetreden en omdat er bij oudere werknemers sprake is van lagere participatiepercentages (ondanks een verwachte lichte stijging daarvan).

Het werkloosheidspercentage zal naar verwachting dalen naar 7,3% in 2020.

Het werkloosheidspercentage is in het eerste kwartaal van 2018 gedaald naar 8,6%, hetgeen neerkomt op het laagste niveau sinds eind 2008. Wat de toekomst betreft: het aantal werklozen zal volgens de projectie aanzienlijk blijven dalen, en dicht bij zijn laagste niveau van vóór de crisis uitkomen.

De arbeidsproductiviteitsgroei zal, als weerspiegeling van zijn conjuncturele patroon, gestaag blijven.

De arbeidsproductiviteit is in 2017 met 0,9% gestegen. Wat de toekomst betreft lijken de hierboven genoemde vertraging van de werkgelegenheidsgroei, de toenemende aanwending van kapitaal in de context van een afnemend capaciteitsoverschot, het hogere aantal gewerkte uren per persoon en enige winsten in de totale factorproductiviteit erop te wijzen dat de arbeidsproductiviteitsgroei per werkzaam persoon zich gedurende de projectieperiode globaal genomen zal voortzetten. De arbeidsproductiviteitsgroei zal

echter naar verwachting iets onder zijn gemiddelde van 1,0% van vóór de crisis blijven.

De reële bbp-groei zal naar verwachting gedurende de projectieperiode 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 kapitaal en de totale factorproductiviteit. Hoewel de potentiële groei nog steeds achterloopt bij de werkelijke groei van het reële bbp, zal deze aan het einde van de projectieperiode naar verwachting stijgen in een iets lager tempo dan waarvan vóór de crisis sprake was. 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.

Vergeleken met de projecties van maart 2018 is de reële bbp-groei voor 2018 neerwaarts bijgesteld en voor 2019-2020 globaal genomen onveranderd gebleven. De neerwaartse bijstelling voor 2018 houdt voornamelijk verband met zwakker dan eerder verwachte reële bbp-groei in het eerste kwartaal.

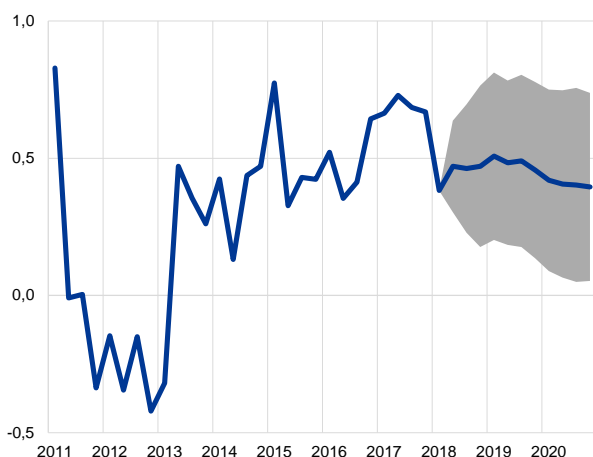
Grafiek 1

Macro-economische projecties¹⁾

(kwartaalgegevens)

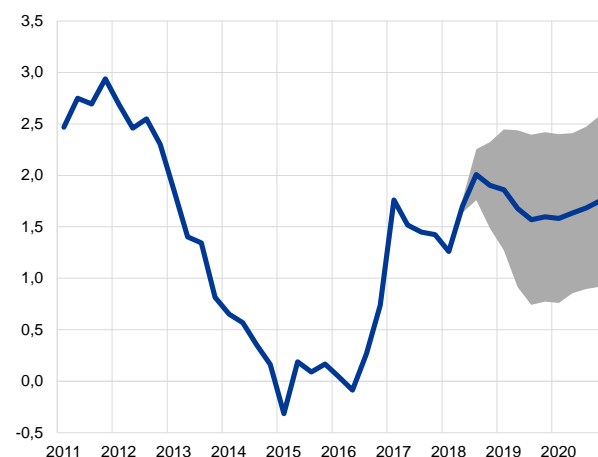
Reëel bbp van het eurogebied²⁾

(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

De HICP-inflatie zal, zo is de projectie, gedurende de projectieperiode elk jaar vlak blijven op 1,7%, aangezien een dalend profiel van de HICP-energie-inflatie een geleidelijke versterking van de HICP-inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen tenietdoet. Hoewel de HICP-energie-inflatie naar verwachting

de komende maanden zal aantrekken als gevolg van de recente stijgingen van de olieprijs en enige opwaartse basiseffecten, zou deze vanaf eind 2018 tot medio 2019 scherp moeten dalen door sterke neerwaartse basiseffecten. Daarna wordt deze verwacht negatief bij te dragen aan de algehele HICP-inflatie ten gevolge van het neerwaarts hellende patroon van de olieprijsfuturescurve, ondanks enige opwaartse effecten vanuit accijnzen op energie. De HICP-voedselinflatie zal, zo wordt voorzien, gedurende de projectieperiode globaal genomen vlak blijven op rond 2,0%. De HICP-inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen zal, zo is de projectie, stijgen naarmate de invloed van aanbodbeperkingen zich sterker doet gevoelen. Met name zal de toenemende krapte op de arbeidsmarkt (waarbij in sommige landen sprake is van sterker wordende arbeidsaanbodbeperkingen) naar verwachting de loongroei doen stijgen en de daaruit voortvloeiende grotere stijgingen van de arbeidskosten per eenheid zouden, gezien de nogal vlakke vooruitzichten voor de arbeidsproductiviteit, ten minste deels moeten worden doorgegeven in de prijzen. Externe prijsontwikkelingen zullen, zo is de verwachting, enkele verdere opwaartse effecten op de HICP-inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen hebben, aangezien eerdere stijgingen van de olieprijs en de aangenomen stijgingen van de grondstoffenprijzen exclusief energie indirect invloed uitoefenen op deze inflatiecomponent. De HICP-inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen zal volgens de projectie geleidelijk oplopen naar 1,9% in 2020.

De loongroei zal naar verwachting gedurende de projectieperiode aanzienlijk aantrekken naarmate de arbeidsmarkten krapper worden en maatregelen die de afgelopen paar jaar de loongroei in enkele landen hebben gedrukt, aflopen.

De groei van de loonsom per werknemer zal, zo is de projectie, stijgen van 1,6% in 2017 naar 2,7% in 2020.⁵ De groei van de arbeidskosten per eenheid product zal naar verwachting in gelijke mate aantrekken als de groei van de loonsom per werknemer gezien het globaal genomen onveranderde tempo van de productiviteitsgroei gedurende de projectieperiode. De belangrijkste bepalende factor achter het aantrekken van de loongroei is de voorziene verdere verbetering van de arbeidsmarktomstandigheden in het eurogebied, met toenemende krapte op de arbeidsmarkt en duidelijke tekorten aan aanbod van arbeidskrachten in sommige delen van het eurogebied. De uitkomsten van recente loononderhandelingen in diverse landen van het eurogebied wijzen over het algemeen op een gunstige groeidynamiek voor de lonen, overeenkomstig de afnemende overcapaciteit. Naast de conjuncturele dynamiek kan ook verwacht worden dat de aanzienlijke opleving van de totale inflatie in 2017 vergeleken met de voorgaande drie jaar zal bijdragen aan een stijging van de loongroei in de landen van het eurogebied waar in het loonvormingsproces wordt gewerkt met indexering op grond van het verleden. 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 opgestapelde loonmatiging in

⁵ Een tijdelijke vertraging die in 2019 wordt verwacht weerspiegelt de implementatie van een begrotingsmaatregel in Frankrijk, namelijk de omzetting van een belastingvermindering (de zogeheten 'CICE') in een permanente verlaging van de socialezekerheidsbijdragen van werkgevers. Aangezien de daling van de groei van de loonsom per werknemer en de arbeidskosten per eenheid product grotendeels wordt gecompenseerd door een overeenkomstige stijging van de winstmarges, is de invloed op de prijsvorming naar verwachting beperkt.

verband met bindende neerwaartse rigiditeiten in de nominale lonen tijdens de crisis) geleidelijk moeten afnemen naarmate de economische groei voortzet en breder gedragen wordt in alle landen van het eurogebied. 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 geprojecteerde stijgingen van de arbeidskosten per eenheid product en van de per eenheid netto indirecte belastingen zullen naar verwachting, gezien het beperkte prijszettingsvermogen van bedrijven, het groeitempo van de winstmarges beperkt houden, met name tegen het einde van de projectieperiode.

De externe prijsdruk zal naar verwachting positief blijven maar zou gedurende de projectieperiode moeten matigen. De invoerdeflator steeg in 2017 sterk ten gevolge van de ommekeer in de olieprijs en de prijzen van andere grondstoffen. Gedurende de projectieperiode zouden de invoerprijsontwikkelingen moeten matigen. Dit weerspiegelt een dalend beloop van de olieprijs en de waardeinstijging van de euro die zich in het verleden heeft voorgedaan, welke twee factoren de invloed van de stijgende grondstoffenprijzen exclusief olie en van de geleidelijk toenemende onderliggende mondiale prijsdruk in verband met de afnemende mondiale overcapaciteit beperkt zullen houden.

Vergeleken met de projecties van maart 2018 zijn de vooruitzichten voor de HICP-inflatie voor 2018 en 2019 aanzienlijk naar boven bijgesteld. De aanzienlijk opwaartse bijstelling van de aannames voor de olieprijs in Amerikaanse dollar samen met de waardevermindering van de euro ten opzichte van de dollar impliceren een sterke opwaartse bijstelling van de kortetermijnvooruitzichten voor de energiecomponent van de HICP-inflatie. De HICP/inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen is voor 2019 en 2020 licht opwaarts bijgesteld dankzij de vertraagde indirecte opwaartse effecten van de olieprijsstijgingen en kleine opwaartse herzieningen van de groei van de loonsom per werknemer.

3 Vooruitzichten voor de overheidsfinanciën

De begrotingskoers in het eurogebied zal volgens de projectie in 2018 gematigd expansief zijn en in de periode 2019-2020 globaal genomen gemiddeld neutraal. De begrotingsbeleidskoers wordt afgemeten aan de mutatie in het voor conjunctuurinvloeden gecorrigeerde primaire saldo na aftrek van overheidssteun aan de financiële sector. In 2018 wordt de expansieve koers voornamelijk bepaald door verlagingen van directe belastingen en socialezekerheidsbijdragen en de aanname van een krachtiger groei van de overheidsuitgaven. In de periode 2019-2020 zal de begrotingskoers volgens de projectie gemiddeld neutraal zijn, aangezien verdere verlagingen van directe belastingen en socialezekerheidsbijdragen, zo is de projectie, zullen worden gecompenseerd door een gematigder groei van de overheidsuitgaven.

Gedurende de projectieperiode zal zowel de overheidstekort- als overheidsschuldquote volgens de projectie een dalende lijn vertonen. De begrotingsprojectie impliceert een geleidelijke daling van het overheidstekort gedurende de projectieperiode, voornamelijk dankzij een verbetering van de conjuncturele component en een daling van de rentebetalingen, die deels wordt gecompenseerd door een lichte verslechtering van het voor conjunctuurinvloeden gecorrigeerde primaire saldo. De overheidsschuld/bbp-ratio zal naar verwachting gedurende de projectieperiode blijven dalen, ondersteund door een gunstig rente/groei-ecart⁶ en de verbetering van het primaire saldo. Vergeleken met de projecties van maart 2018 zijn de vooruitzichten voor het tekort nauwelijks veranderd, terwijl de schuld/bbp-ratio 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 een aantal belangrijke onderliggende aannames besproken, evenals de gevoeligheid van de projecties voor deze variabelen.

1) Een alternatief beloop van de olieprijs

Alternatieve olieprijsmodellen wijzen op een risico van hogere olieprijsen gedurende de projectieperiode dan uit de olieprijsfutures naar voren komt. De technische aannames voor de olieprijsontwikkelingen die ten grondslag liggen aan de basisprojecties voorzien, op basis van de oliefuturesmarkten, een dalend profiel voor de olieprijs, waarbij de prijs van een vat ruwe Brent-olie eind 2020 uitkomt op rond USD 67. Deze uit de olieprijsfutures voortvloeiende ontwikkeling is in lijn met een robuuste groei van de mondiale olievraag, een scenario dat verband houdt met het aantrekken van de mondiale economische groei. Wat betreft de aanbodfactoren weerspiegelen de olieprijsfutures waarschijnlijk het feit dat de neerwaartse invloed op de olieprijsen ten gevolge van de uitbreiding van de productie van schalie-olie in de Verenigde Staten deels wordt gecompenseerd door geopolitieke spanningen en het akkoord tussen OPEC en enkele niet tot OPEC behorende olieproducenten om de productie te verlagen. Een combinatie van alternatieve modellen die door medewerkers van de ECB⁷ worden gebruikt om voor de gehele projectieperiode de olieprijs te voorspellen wijst momenteel op olieprijsen die hoger zijn 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 8,8% 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

⁶ Het ecart wordt berekend als het verschil tussen de nominaal-effectieve rente op schuld en de nominale bbp-groei.

⁷ Zie de uit vier modellen bestaande combinatie die wordt beschreven in het artikel "Forecasting the price of oil", *Economic Bulletin*, Nr. 4, ECB, 2015.

voor een snellere stijging van de HICP-inflatie (met 0,1 procentpunt in 2019 en met 0,2 procentpunt in 2020).

2) Een alternatief beloop van de wisselkoers

Deze gevoeligheidsanalyse onderzoekt de effecten van een stijging van de wisselkoers van de euro. Een bron van waardeinstijgingsrisico vloeit voort uit een sterker dan verwacht economisch herstel in het eurogebied dat leidt tot opwaartse inflatiedruk. Dit scenario is in overeenstemming met de verdeling die voortkomt uit de door opties geïmpliceerde risiconeutrale densiteiten voor de USD/EUR-wisselkoers op 22 mei 2018, die zwaar overhelst 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 1,36 USD/EUR in 2020, hetgeen 14,8% 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 0,5 procentpunt lager is en in 2020 0,3 procentpunt lager. De HICP-inflatie zou in zowel 2019 als 2020 0,5 procentpunt lager zijn.

Kader 4

Prognoses door andere instellingen

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

Zoals in de tabel aangegeven wordt, laten de momenteel beschikbare prognoses door andere instellingen een reële bbp-groei en een HICP-inflatie zien die binnen de marges liggen die de door de medewerkers van het Eurosysteem opgestelde projecties omringen (in de tabel tussen haken weergegeven).

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

(mutaties in % per jaar)

	Publicatiedatum	Bbp-groei			HICP-inflatie		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Projecties Eurosysteem-medewerkers	juni 2018	2,1	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7
		[1,8 - 2,4]	[0,9 - 2,9]	[0,6 - 2,8]	[1,6 - 1,8]	[1,0 - 2,4]	[0,9 - 2,5]
Europese Commissie	mei 2018	2,3	2,0	-	1,5	1,6	-
OESO	mei 2018	2,2	2,1	-	1,6	1,8	-
Euro Zone Barometer	mei 2018	2,3	1,9	1,6	1,5	1,5	1,8
Consensus Economics Forecast	mei 2018	2,3	1,9	1,4	1,5	1,5	1,7
Survey of Professional Forecasters	april 2018	2,4	2,0	1,6	1,5	1,6	1,7
IMF	april 2018	2,4	2,0	1,7	1,5	1,6	1,8

Bronnen: Economic Forecast van de Europese Commissie, voorjaar 2018; IMF World Economic Outlook, april 2018; OESO Economic Outlook, mei 2018; Consensus Economics Forecasts, mei 2018; het cijfer voor 2020 voor Consensus Economics is overgenomen uit het langetermijnprognose-overzicht van april 2018; MJEconomics voor de Euro Zone Barometer, mei 2018; en de "Survey of Professional Forecasters" van de ECB, april 2018.

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, 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 2529-4776 (pdf)
 EU-catalogusnummer QB-CF-18-001-NL-N (pdf)