



# December 2018

## Door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied<sup>1</sup>

*De groei van het reële bbp zwakte in het derde kwartaal onverwacht af, mede als gevolg van tijdelijke knelpunten in het productieproces van autofabrikanten. De recente gegevens zijn weliswaar minder goed dan verwacht, maar de autoproductie heeft zich de afgelopen maanden hersteld en de fundamentele factoren die de economische groei in het eurogebied ondersteunen, blijven in grote lijnen aanwezig. De projectie voorziet dan ook in herstel van de groei op korte termijn. De groeivoorzichten die uit de prognose naar voren komen, weerspiegelen de effecten van het zeer accommoderende monetaire beleid, betere omstandigheden op de arbeidsmarkt, balansverbetering en enige verruiming van het begrotingsbeleid. De matiging van de groei van het reële bbp, van 1,9% in 2018 naar 1,5% in 2021, kan vooral worden verklaard door het toenemende tekort op de arbeidsmarkt in sommige landen en het iets minder gunstige financieringsklimaat gedurende de projectieperiode. De verwachting is dat de HICP-inflatie in het derde kwartaal van 2018 haar hoogste stand heeft bereikt en eind 2019 zal dalen naar 1,4%, om dan geleidelijk weer te stijgen naar 1,8% in 2021. Dit patroon hangt samen met een sterke daling van de HICP-energie-inflatie in de loop van 2019 vanaf het huidige, hoge niveau, doordat de effecten van eerdere, sterke olieprijsstijgingen wegebben; de HICP-inflatie exclusief voedingsmiddelen en energie zal naar verwachting echter stijgen als gevolg van de aanhoudende economische groei en een krappere wordende arbeidsmarktsituatie.*

---

<sup>1</sup> 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 de 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 21 november 2018 (zie Kader 1). De afsluitdatum voor opname van de overige gegevens in deze projecties was 28 november 2018.

De onderhavige macro-economische projecties bestrijken de periode 2018-2021. Projecties voor zo'n lange periode kennen een zeer hoge mate van onzekerheid; bij de interpretatie ervan dient daarmee rekening gehouden te worden. Zie het artikel "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections" in de Engelstalige versie van het Maandbericht van de ECB van mei 2013.

De aan de 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>.

# 1 De reële economie

**In het derde kwartaal is de economische groei ten opzichte van de eerste helft van 2018 gedaald.** De groeivertraging van het reële bbp, van 0,4% in beide kwartalen van de eerste helft van 2018 naar 0,2% in het derde kwartaal, houdt mede verband met sterke productiebeperkingen bij autofabrikanten die vertraging opliepen bij het doorlopen van de wereldwijde geharmoniseerde testprocedure voor lichte voertuigen. Dit was met name het geval in Duitsland, waar de autoproductie aanzienlijk terugliep, hetgeen in hoge mate heeft bijgedragen aan de daling van het Duitse reële bbp in het derde kwartaal van 2018. Ook in sommige andere landen vertoonde de groei van het reële bbp in het derde kwartaal een opvallende daling, die werd veroorzaakt door een afvlakkende binnenlandse vraag.

**Tabel 1**  
Macro-economische projecties voor het eurogebied<sup>1)</sup>

(mutaties in % per jaar)

	december 2018				september 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
Reëel bbp	1,9	1,7	1,7	1,5	2,0	1,8	1,7
	[1,8 - 2,0] <sup>2)</sup>	[1,1 - 2,3] <sup>2)</sup>	[0,8 - 2,6] <sup>2)</sup>	[0,5 - 2,5] <sup>2)</sup>	[1,8 - 2,2] <sup>2)</sup>	[1,0 - 2,6] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,8] <sup>2)</sup>
Particuliere consumptie	1,4	1,7	1,6	1,4	1,5	1,7	1,6
Overheidsconsumptie	1,1	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3
Bruto-investeringen in vaste activa	3,5	3,3	2,6	2,1	4,0	3,2	2,9
Uitvoer <sup>3)</sup>	2,8	3,5	3,8	3,4	3,1	3,8	3,6
Invoer <sup>3)</sup>	2,7	4,2	4,2	3,6	3,5	4,5	3,9
Werkgelegenheid	1,4	0,9	0,8	0,6	1,4	0,9	0,8
Werkloosheid (in % van de beroepsbevolking)	8,2	7,8	7,5	7,1	8,3	7,8	7,4
HICP	1,8	1,6	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7
	[1,8 - 1,8] <sup>2)</sup>	[1,1 - 2,1] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,5] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,7] <sup>2)</sup>	[1,6 - 1,8] <sup>2)</sup>	[1,1 - 2,3] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,5] <sup>2)</sup>
HICP excl. energie	1,3	1,5	1,7	1,8	1,3	1,6	1,8
HICP excl. energie en voedsel	1,0	1,4	1,6	1,8	1,1	1,5	1,8
HICP-inflatie exclusief energie, voedsel en wijzigingen in de indirecte belastingen <sup>4)</sup>	1,0	1,4	1,6	1,8	1,1	1,5	1,8
Arbeidskosten per eenheid product	1,7	1,3	1,6	1,8	1,6	1,3	1,7
Loonsom per werknemer	2,2	2,1	2,5	2,7	2,2	2,2	2,7
Arbeidsproductiviteit	0,5	0,8	0,9	0,9	0,6	0,9	1,0
Begrotingssaldo overheid (als percentage van het bbp)	-0,5	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,8	-0,5
Structureel begrotingssaldo (als percentage van het bbp) <sup>5)</sup>	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0	-0,8	-1,0	-1,0
Bruto-overheidsschuld (als percentage van het bbp)	84,9	83,0	80,9	79,0	84,8	82,8	80,6
Saldo op de lopende rekening (als percentage van het bbp)	3,0	2,7	2,6	2,5	3,2	2,8	2,8

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

2) De bij de projecties getoonde bandbreedtes zijn gebaseerd op de verschillen tussen de werkelijke uitkomsten en eerdere projecties die gedurende een aantal jaren zijn uitgevoerd. De bandbreedtes bedragen tweemaal de gemiddelde absolute waarde van deze verschillen. Voor de berekening van de bandbreedtes, 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 (zie voor de werkwijze van het ESCB *Working Paper Series*, nr. 77, ECB, september 2001 en *Working Paper Series*, nr. 579, ECB, januari 2007). De projectie van 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 Maandbericht van de ECB van maart 2012 en het kader getiteld "Het structurele saldo als indicator van de onderliggende begrotingspositie" in het Maandbericht van de ECB van september 2014.

**De projecties zijn gebaseerd op de aanname dat de daling in het derde kwartaal vooral tijdelijk is en dat de groei zich vervolgens weer herstelt.** De samengestelde inkoopmanagersindex (Purchase Managers' Index – PMI) is in oktober en november opnieuw gedaald. De vertrouwensindicatoren van de Europese Commissie geven de laatste maanden eveneens een neerwaartse tendens te zien, al staan ze nog altijd boven hun langjarig gemiddelde, wijzend op niet meer dan gematigde groei in het vierde kwartaal. Tegelijkertijd blijkt uit de meest recente cijfers over de autoproductie in Duitsland dat de groeivertraging inderdaad tijdelijk van aard is, en voor de komende maanden wordt een terugkeer naar normale productieniveaus verwacht. Voor de projecties wordt er per saldo van uitgegaan dat de daling in het derde kwartaal vooral tijdelijk is en dat de groei zich hierna weer herstelt. NB: dit profiel komt in grote lijnen overeen met de informatie van voorlopende indicatoren, zoals EuroCOIN en de voorlopende economische index van de Conference Board.

**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. De kredietverlening aan de private sector blijft in alle landen van het eurogebied toenemen en wordt gestimuleerd door weliswaar iets gestegen maar nog altijd lage rentetarieven en gunstige voorwaarden voor bankkredieten, voor zowel huishoudens als niet-financiële ondernemingen. Ook de geringere noodzaak tot schuldenafbouw in alle sectoren zal bijdragen aan de dynamiek van de private bestedingen. De verwachting is dat een ruimer begrotingsbeleid in het eurogebied een licht expansief effect zal hebben. De groei van de particuliere consumptie en van de investeringen in woningen zou eveneens moeten profiteren van de goede arbeidsmarktomstandigheden en stijgende reële nettovermogens. Tegelijkertijd zullen de bedrijfsinvesteringen blijven toenemen, tegen een achtergrond van hogere winsten, een hoge bezettingsgraad en toenemende personeelstekorten, die arbeidsbesparende investeringen waarschijnlijk maken. 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.** Ten opzichte van de robuuste groei van de wereldhandel in 2017 en begin 2018 worden voor de projectieperiode een zwakkere buitenlandse vraag en een minder gunstig financieringsklimaat verwacht. De groei van de werkgelegenheid zal gedurende de projectieperiode naar verwachting fors dalen, vooral vanwege steeds knellender tekorten aan arbeidskrachten in sommige landen. De groei van de bedrijfsinvesteringen zal naar verwachting afnemen als gevolg van een geringere groei van de totale vraag, een krappere financieringsklimaat, het aflopen van budgettaire stimuleringsmaatregelen alsmede structurele veranderingen, zoals ongunstige demografische factoren. De demografische factoren zullen eveneens een negatief effect hebben op de groei van de investeringen in woningen.

**Onder invloed van hogere inkomensoverdrachten aan huishoudens zal de groei van de reële besteedbare inkomens in 2019 aantrekken, om in 2020 en daarna weer af te zwakken.** Onder invloed van de afnemende groei van de werkgelegenheid zal de bijdrage van de brutolonen en -salarissen aan de groei van het besteedbaar inkomen volgens de projecties in 2019 licht dalen, en daarna min of meer onveranderd blijven, waarbij de verwachte stijging van de nominale lonen de verdere daling van de banengroei compenseert. Inkomen anders dan uit arbeid zal in 2019 een gematigder groei vertonen en zal gedurende de rest van de projectieperiode een hoger groeitempo kennen, in lijn met de winsten. Door verlaging van de directe belastingen en toenemende overdrachten aan huishoudens zal de bijdrage van de netto-inkomensoverdrachten in de grote landen van het eurogebied in 2019 voor het eerst sinds 2010 naar verwachting positief uitvallen; deze bijdrage zal in 2020 naar verwachting neutraal zijn en in 2021 licht negatief, tegen een achtergrond van lagere overdrachten aan huishoudens en geleidelijk stijgende directe belastingen. De groei van het reëel besteedbaar inkomen zal per saldo in 2019 hoger uitvallen en in 2020-2021 juist lager, mede dankzij een verwachte stijging van de consumptieprijsinflatie. Daarbij valt de samenstelling van het reëel besteedbaar inkomen 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.

**Volgens de prognose zal de particuliere consumptie op korte termijn iets aan kracht winnen.** Volgens de prognose heeft de vertraagde levering van auto's als gevolg van aanzienlijke knelpunten bij de autoproductie de particuliere consumptie in het derde kwartaal van 2018 getemperd. Het nog altijd positieve consumentenvertrouwen, de 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. Dit alles wordt nog versterkt door de positieve effecten van een ruimer begrotingsbeleid in sommige landen.

**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.** De rente op bankleningen zal naar verwachting gedurende de projectieperiode gematigd stijgen. De stijgende rente op bankleningen zal naar verwachting echter slechts een beperkt effect hebben op de bruto rentebetalingen, niet alleen omdat de schulden van huishoudens een lange looptijd kennen, maar ook omdat schuld met een variabele rente een naar verhouding klein deel van de balans van huishoudens uitmaakt. De bruto rentebetalingen blijven naar verwachting laag, ondanks de rentestijging, en zullen daarom opnieuw de particuliere consumptie ondersteunen. Bovendien zullen de reële nettovermogens verder stijgen, zij het in een enigszins trager tempo dan in voorgaande jaren. In combinatie met de voortgang die bij de schuldenafbouw is geboekt, zouden de stijgende reële nettovermogens de consumptie moeten ondersteunen, ook al staat de bruto schuldenlast van de huishoudens nog altijd op het niveau van vóór de mondiale financiële crisis.

**Gedurende de projectieperiode zal de spaarquote van huishoudens naar verwachting geleidelijk stijgen naar een historisch gebruikelijker niveau.** Deze normalisatie vloeit voort uit de aanhoudende conjuncturele groei en de veranderende samenstelling van de inkomensgroei. Daarnaast wordt verwacht dat huishoudens hun spaartegoeden zullen verhogen in verband met een verlaging van de directe belastingen en een tijdelijke stijging van de inkomensoverdrachten aan huishoudens.

## Kader 1

Technische aannames betreffende de rente, wisselkoersen en grondstoffenprijzen

---

**Vergeleken met de projecties van september 2018 is er bij de technische aannames uitgegaan van een lagere effectieve wisselkoers van de euro, lagere olieprijsen in Amerikaanse dollars en een iets hogere lange rente.** De technische aannames met betrekking tot de rente en de grondstoffenprijzen zijn gebaseerd op de marktverwachtingen, met als afsluitdatum 21 november 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 2019, 0,0% voor 2020 en 0,3% voor 2021. De marktverwachtingen betreffende het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied duiden op een gemiddeld renteniveau van 1,4% in 2019, 1,7% in 2020 en 1,9% in 2021.<sup>2</sup> Ten opzichte van de projecties van september 2018 zijn de marktverwachtingen voor de korte rente neerwaarts bijgesteld met 4 basispunten voor 2019 en 2020, terwijl de lange rente voor de projectieperiode naar boven is bijgesteld met 13 basispunten voor 2019 en 15 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 november 2018 aangenomen dat de prijs van een vat Brentolie daalt van USD 71,8 in 2018 naar USD 67,5 in 2019, om in 2021 verder te dalen naar USD 65,9. Dit impliceert dat de in Amerikaanse dollar luidende olieprijsen in 2018 0,4% hoger zijn en in 2019 en 2020 respectievelijk 5,8% en 3,2% lager zijn dan volgens de projecties van september 2018. De in Amerikaanse dollars luidende prijzen van grondstoffen exclusief energie zullen in 2019 iets lager zijn dan in 2018 en in de rest van de projectieperiode weer aantrekken.<sup>3</sup>

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 november 2018. Dit impliceert een gemiddelde wisselkoers van USD 1,18 per euro in 2018, en van USD 1,14 per euro in de periode 2019-2021, wat ongeveer gelijk is aan de projectie van september

---

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> De aannames voor de grondstoffenprijzen van olie en voedsel zijn gebaseerd op de futuresprijzen tot en met het einde van de projectieperiode. Voor de overige harde grondstoffen exclusief energie wordt aangenomen dat de prijzen tot het vierde kwartaal van 2019 de futures zullen volgen en zich daarna in lijn met de mondiale economische bedrijvigheid zullen ontwikkelen.

2018. De effectieve wisselkoers van de euro (t.o.v. 38 handelspartners) valt 0,5% lager uit dan uit de projecties van september 2018 naar voren komt.

#### Technische aannames

	december 2018				september 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
Driemaands EURIBOR (in % per jaar)	-0,3	-0,3	0,0	0,3	-0,3	-0,2	0,0
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (in % per jaar)	1,1	1,4	1,7	1,9	1,1	1,3	1,6
Olieprijs (in USD/vat)	71,8	67,5	66,8	65,9	71,5	71,7	69,0
Grondstoffenprijzen m.u.v. energie in USD (procentuele mutatie op jaarbasis)	3,0	-1,4	4,4	4,3	1,9	-2,6	4,2
Wisselkoers USD/EUR	1,18	1,14	1,14	1,14	1,18	1,14	1,14
Nominaal-effectieve eurowisselkoers (EER38) (procentuele mutatie op jaarbasis)	5,2	0,0	0,0	0,0	5,1	0,6	0,0

**De groei van de investeringen in woningen houdt naar verwachting aan, zij het in een gematigder tempo.** Het ziet er naar uit dat de groei van de investeringen in woningen begin 2018 zijn hoogste peil heeft bereikt en in de kwartalen daarna aan kracht heeft verloren. Deze verzwakking ten opzichte van de hausse op de woningmarkt in 2016 en 2017 komt vooral doordat er in sommige landen aan de aanbodzijde toenemende beperkingen gelden, met name in de vorm van een tekort aan arbeidskrachten. De belangrijkste voorwaarden voor verdere groei van de investeringen in woningen blijven in de projectieperiode in stand, waarbij enquêtes aangeven dat steeds meer huishoudens van plan zijn binnen de komende twee jaar een woning te kopen of te (laten) bouwen of om verbeteringen aan hun huis uit te (laten) voeren. Omdat de groei van het reëel besteedbaar inkomen geleidelijk afneemt en de financieringscondities iets worden verscherpt, zal de groei van de investeringen in woningen naar verwachting echter afvlakken. De groeivertraging kan ook voortkomen uit steeds knellender capaciteitsbelemmeringen in de bouwsector en ongunstige demografische ontwikkelingen in sommige landen.

**Het herstel van de bedrijfsinvesteringen zal naar verwachting in de projectieperiode doorzetten, al zal het tempo vanaf 2019 geleidelijk afnemen.**

Volgens de ramingen zijn de bedrijfsinvesteringen in de loop van 2018 snel gestegen en is hun aandeel in het reële bbp van het eurogebied terug op het piekniveau van vóór de crisis. Naast de in het algemeen gunstige vooruitzichten voor de vraag blijft een aantal factoren de bedrijfsinvesteringen in de kaart spelen: om te beginnen het ondernemersvertrouwen: dat is weliswaar iets lager dan begin 2018, maar nog altijd bovengemiddeld hoog dankzij gunstige productieverwachtingen en orderportefeuilles; dan de bezettingsgraad: die blijft ruim boven het langetermijngemiddelde en een groot deel van de productiebedrijven rapporteert gebrek aan machines en installaties als een productie beperkende factor; verder het financieringsklimaat: dat blijft naar verwachting het herstel ondersteunen, al treedt in de loop van de projectieperiode wel verkrapping op; dan zijn er nog de winsten: die zullen naar verwachting stijgen bij de toch al goed bij kas zittende sector niet-financiële vennootschappen; ook zullen bedrijven mogelijk meer gaan investeren om

het krappe aanbod van arbeidskrachten te compenseren. Bovendien is de leverage-ratio (de verhouding tussen de schulden en het balanstotaal) in de sector niet-financiële vennootschappen de laatste jaren gedaald onder invloed van het herstel van de aandelenkoersen, de aanhoudende accumulatie van activa en de gematigde groei van de schuldfinanciering. De geconsolideerde brutoschuldquote (verhouding tussen schuld en bedrijfsinkomsten) is echter veel minder gedaald en bevindt zich nog altijd op het niveau van vóór de crisis. Dat de groei van de bedrijfsinvesteringen tijdens de projectieperiode geleidelijk afvlakt, hangt samen met de algehele vertraging van de groei van zowel de binnenlandse als de buitenlandse vraag en met de stijgende rentetarieven op leningen aan niet-financiële vennootschappen. Bovendien zullen de investeringen door bedrijven op middellange termijn naar verwachting worden geremd door de verwachte beëindiging van speciale stimulerende overheidsmaatregelen en de ongunstige gevolgen van bepaalde structurele veranderingen (zoals ongunstige demografische factoren).

## Kader 2

### Het internationale klimaat

---

**De mondiale bedrijvigheid heeft zich tot nu toe veerkrachtig betoond, maar begint tekenen van vertraging te vertonen.** In het tweede kwartaal van 2018 heeft de wereldeconomie het gestage groeitempo vastgehouden en voor het derde kwartaal wijzen de groeicijfers van de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk opnieuw op veerkrachtige bedrijvigheid, ondanks de daling van de productie in Japan, die vooral het gevolg is van tijdelijke factoren in verband met natuurrampen. In de opkomende markteconomieën bleef in China de bedrijvigheid op peil, terwijl in Turkije een stabilisering van de marktstemming en een daarmee samenhangende koersstijging van de lira erop wijzen dat de krimp van de Turkse economie minder uitgesproken is dan eerder werd voorzien.

**De verwachting voor de korte termijn is dat de mondiale conjunctuurontwikkeling de mondiale bedrijvigheid zal ondersteunen.** De geavanceerde economieën blijven profiteren van accommoderend monetair beleid en van de omvangrijke stimulerende overheidsmaatregelen in de Verenigde Staten. De eerdere stijging van de olieprijs heeft bovendien bijgedragen tot stabilisering van de investeringen in vele olie-exporterende landen. Dat neemt niet weg dat de handelsspanningen tussen de Verenigde Staten en China geëscaleerd zijn en dat de onzekerheid over de toekomstige handelsbetrekkingen groot blijft en de mondiale bedrijvigheid drukt. Deze bezorgdheid over de wereldhandel, de geleidelijke normalisering van het monetair beleid in de geavanceerde economieën en onzekerheid omtrent het beleid hebben in de zomermaanden geleid tot aanscherping van de financieringsvoorwaarden, met name in enkele opkomende markteconomieën. Hoewel de mondiale risico's zich de laatste tijd gestabiliseerd lijken te hebben, blijven financiële beleggers gekant tegen opkomende markteconomieën met grote onevenwichtigheden, een grote externe financieringsbehoefte en weinig beleidsruimte.

**Voor de wat langere termijn wordt gestage groei van de wereldeconomie voorzien.** Die komt enerzijds voort uit de verwachte conjunctuurvertraging in de geavanceerde economieën en de overgang van China naar een structureel lagere groei. In de meeste geavanceerde economieën zijn de negatieve output gaps verdwenen of bezig te verdwijnen en zal de beleidssteun geleidelijk minder worden. Verder wordt er weliswaar van uitgegaan dat de huidige handelsrelatie tussen de EU27 en het Verenigd Koninkrijk tot eind 2020 gehandhaafd blijft, maar de verwachte overgang

naar een nieuwe handelsrelatie vanaf 2021 zal enige schade tot gevolg hebben voor de groei van het VK. Daar staat het verwachte herstel van de bedrijvigheid gedurende de projectieperiode in diverse opkomende markteconomieën tegenover, met name in landen die te lijden hebben gehad van de recente onrust op de financiële markten. Per saldo zal de mondiale groei (exclusief het eurogebied) volgens de projecties in 2018 op 3,8% uitkomen en vervolgens dalen naar 3,6% in 2021.

**De groei van het mondiale bbp is ten opzichte van de projecties van september 2018 naar beneden bijgesteld.** Deze neerwaartse bijstellingen vloeien voort uit de verslechterde vooruitzichten voor de opkomende markteconomieën, terwijl de vooruitzichten voor de bedrijvigheid in de geavanceerde economieën in grote lijnen gelijk blijven.

### Het internationale klimaat

(mutaties in % per jaar)

	december 2018				september 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
Mondiaal reëel bbp (excl. het eurogebied)	3,8	3,5	3,6	3,6	3,9	3,7	3,7
Wereldhandel (excl. het eurogebied) <sup>1)</sup>	5,1	3,5	3,6	3,6	4,6	3,9	3,8
Buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied <sup>2)</sup>	4,3	3,1	3,5	3,4	4,1	3,6	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 conjunctuercyclus nadert zijn hoogtepunt en nieuwe handelstarieven drukken de handel, vooral in de Verenigde Staten en China, waardoor de groei van de wereldhandel in 2019 naar verwachting zal afvlakken.** De handelsprojecties voor de middellange termijn zijn verankerd in de aanname dat de groei van de mondiale invoer min of meer gelijke tred zal houden met de mondiale bedrijvigheid. De buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied zal in 2018 naar verwachting groeien met 4,3%, een groei die in 2021 zal zijn afgezwakt tot 3,4%. De buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied gaf in de eerste helft van dit jaar een sterkere groei te zien en de verwachting voor 2018 is dan ook naar boven bijgesteld ten opzichte van de projecties van september 2018. De neerwaartse bijstellingen voor 2019 en 2020 vloeien onder meer voort uit de automatische effecten van hogere bilaterale tarieven in de Verenigde Staten en China en in mindere mate uit de iets zwakkere mondiale bedrijvigheid.

**De uitvoer uit het eurogebied zal op korte termijn naar verwachting sneller groeien dan de buitenlandse vraag en daarna gelijke tred houden.** De uitvoer uit het eurogebied zal in 2019 naar verwachting iets sneller groeien dan de buitenlandse vraag, wat een lichte vergroting van het marktaandeel op korte termijn impliceert. Dit als gevolg van een verbeterd prijsconcurrentievermogen in de landen van het eurogebied (in de zin dat stijgingen van de exportprijzen achterblijven bij die van de concurrentie). Op middellange termijn zal de groei van de uitvoer vanuit het eurogebied naar verwachting gelijke tred houden met de buitenlandse vraag. De invoer uit landen buiten het eurogebied zal, zo is de verwachting, profiteren van de positieve ontwikkelingen in de vraag en in de komende kwartalen van de sterkere euro. De bijdrage van het handelssaldo aan de economische groei zal voor de



gehele projectieperiode naar verwachting min of meer neutraal uitvallen; in 2018 was die bijdrage licht positief.

**Volgens de projectie zal de groei van de werkgelegenheid afnemen nu de bedrijvigheid afvlakt en er in sommige landen een steeds knellender tekort aan arbeidskrachten wordt verwacht.** Na groeicijfers van 0,4% per kwartaal in de eerste helft van 2018 is de groei van het aantal werkenden in het derde kwartaal afgenomen als gevolg van teruglopende groei van de bedrijvigheid sinds begin 2018. Uit toekomstgerichte enquêtes komt voor de korte termijn aanhoudende groei van de werkgelegenheid naar voren, al wordt die in 2019 enigszins getemperd door het schrappen van banen in de publieke sector, de invoering van een vervroegde uittredingsregeling en verwachte ontslagen als gevolg van verhoging van de minimumlonen in sommige landen. Fundamenteel zal de groei van de werkgelegenheid gedurende de projectieperiode iets aan kracht inboeten, min of meer in lijn met de vertraging van de economische bedrijvigheid.

**De beroepsbevolking groeit, maar het groeitempo matigt in de loop van de projectieperiode.** Dit vloeit voort uit een batig immigratiesaldo van arbeidskrachten, de verwachte integratie van vluchtelingen en de aanhoudende stijging van de arbeidsparticipatie. Volgens de projectie zullen de effecten van deze factoren gedurende de projectieperiode desalniettemin geleidelijk wegebben en neemt de negatieve invloed van de vergrijzing van de bevolking toe, omdat de oudere leeftijdsgroepen in grotere aantallen uittreden dan dat er jongere leeftijdsgroepen toetreden.

**Het werkloosheidspercentage daalt naar verwachting naar 7,1% in 2021.** Het werkloosheidspercentage is in het derde kwartaal van 2018 gedaald naar 8,1%, het laagste niveau sinds eind 2008. Het aantal werklozen zal volgens de projectie in de toekomst aanzienlijk blijven dalen, en dicht bij het lage niveau van vóór de crisis uitkomen.

**Gezien het cyclische patroon van de arbeidsproductiviteit wordt verwacht dat deze zich in de loop van de projectieperiode herstelt.** Na sterke groei in 2017 stagneerde de arbeidsproductiviteit (kwartaal-op-kwartaal) in de eerste drie kwartalen van 2018, doordat de bedrijvigheid onverwacht afzwakte. In de toekomst lijken de hierboven genoemde vertraging van de werkgelegenheidsgroei, de toenemende aanwending van kapitaal in de context van afnemende onderbenutting, het grotere aantal gewerkte uren per persoon en enige verbetering in de totale factorproductiviteit erop te wijzen dat de groei van de arbeidsproductiviteit gedurende de projectieperiode zal stijgen, maar wel iets onder 1,0%, het gemiddelde van voor de crisis, zal blijven.

**De reële bbp-groei voor 2018 en 2019 is licht naar beneden bijgesteld ten opzichte van de projecties van september 2018.** Dit komt door de zwakkere cijfers in het derde kwartaal van 2018, die negatief zullen doorwerken in 2019. Maar terwijl een iets hogere lange rente, lagere aandelenkoersen en een geringere groei van de buitenlandse vraag de bedrijvigheid zullen afremmen, wordt voor zowel 2019 als 2020 verwacht dat deze effecten grotendeels tenietgedaan zullen worden door

de gunstige effecten van de lagere olieprijsen, de zwakkere effectieve wisselkoers van de euro en enige verdere verruiming van het begrotingsbeleid.

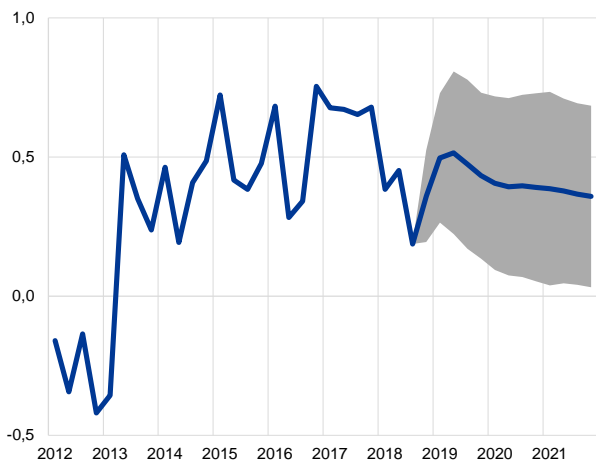
## Grafiek 1

### Macro-economische projecties<sup>1)</sup>

(kwartaalgegevens)

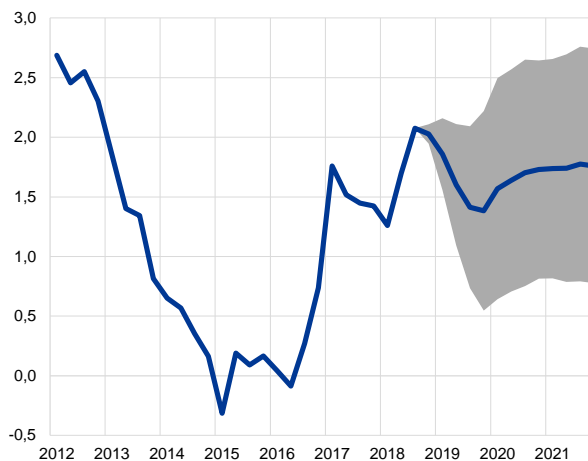
#### Reëel bbp van het eurogebied<sup>2)</sup>

(procentuele mutaties van kwartaal op kwartaal)



#### HICP van het eurogebied

(procentuele mutaties van jaar op jaar)



1) De rond het projectiepad getoonde bandbreedten zijn gebaseerd op de verschillen tussen de werkelijke uitkomsten en eerdere, gedurende een aantal jaren uitgevoerde projecties. De bandbreedten bedragen tweemaal de gemiddelde absolute waarde van deze verschillen. Voor de berekening van de bandbreedten, 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 heeft naar verwachting in het derde kwartaal van 2018 haar hoogtepunt bereikt en zal tot eind 2019 dalen om in de rest van de projectieperiode geleidelijk weer te stijgen.**

Gezien de licht dalende curve van de olieprijsfutures is de verwachting is dat het huidige hoge inflatiecijfer van de HICP-energiecomponent, die verband houdt met de sterk gestegen olieprijsen in het verleden, in de projectieperiode aanzienlijk zal dalen. De HICP-voedselinflatie blijft, zo wordt voorzien, met gemiddeld 1,9% min of meer gelijk gedurende de projectieperiode. De onderliggende prijsdruk zal naar verwachting geleidelijk stijgen onder invloed van de conjunctuurverbetering in de economie en de daarmee verband houdende loonstijgingen. Met name de steeds knellender arbeidsmarkt zal in sommige landen tot sterkere loonstijgingen leiden. Onder andere externe prijsontwikkelingen zullen naar verwachting eveneens een zekere opwaartse druk op de onderliggende inflatie uitoefenen, aangezien eerdere stijgingen van de olieprijsen indirect doorwerken in de HICP-inflatie exclusief voedingsmiddelen en energie. Over het geheel genomen stijgt volgens de projectie de HICP-inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen geleidelijk naar 1,8% in 2021.

**Door de verdere verkrapping van de arbeidsmarkten en het wegebben van de effecten van de maatregelen die de afgelopen paar jaar de loongroei in enkele**

**landen hebben gedrukt, neemt de loongroei naar verwachting gedurende de projectieperiode merkbaar toe.**

De groei van de loonsom per werknemer zal volgens de projectie flink stijgen, van 2,2% in 2018 tot 2,7% in 2021.<sup>4</sup> De belangrijkste bepalende factor achter het aantrekken van de loongroei is de verwachte verdere verbetering van de arbeidsmarktomsomstandigheden in het eurogebied, met toenemende krapte op de arbeidsmarkt en duidelijke tekorten aan arbeidskrachten in sommige delen van het eurogebied. In lijn met de huidige conjunctuurfase van de economie zal de sterkere groei van de loonsom per werknemer naar verwachting worden ondersteund door steviger groei van de cao-lonen. Behalve de conjunctuurontwikkeling zal ook de aanzienlijke stijging van de totale inflatie van de laatste tijd waarschijnlijk bijdragen aan sterkere groei van de lonen in landen van het eurogebied waar bij de loonvorming rekening wordt gehouden met retrospectieve elementen. Daarnaast zouden met de crisis verband houdende factoren die een dempend effect hadden op de lonen (zoals de noodzaak tot loonmatiging om in sommige landen prijsconcurrentievermogen terug te winnen en de opgestapelde loonmatiging in verband met de bindende 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 en hebben enkele landen verhogingen van het minimumloon doorgevoerd, die mogelijk in de loonspreiding doorwerken.

**De winstmarges zullen zich in de projectieperiode naar verwachting gunstiger ontwikkelen dan in 2018.**

De zwakkere ontwikkeling van de winstmarges in 2018 vloeit vooral voort uit de recente verslechtering van de ruilvoet, maar ook uit een iets afzwakkende conjunctuur. De gunstiger vooruitzichten voor de winstmarges na 2018 houden verband met de verwachte positieve ontwikkeling van de prijszettingmacht van bedrijven.

**Er wordt gedurende de projectieperiode een matiging van de externe prijsdruk verwacht, maar deze zal wel positief blijven.**

Er wordt voor de periode na 2018 een matiging van de groei op jaarbasis van de invoerdeflator verwacht. Deze wordt namelijk enigszins getemperd door de licht dalende ontwikkeling van de olieprijsen die uit de aannames voortvloeit, waarbij ook wordt aangenomen dat de grondstoffenprijzen exclusief olie en de wereldwijd onderliggende prijsdruk in de projectieperiode zullen toenemen.

**Ten opzichte van de projecties van september 2018 zijn de vooruitzichten voor de HICP-inflatie in 2019 naar beneden bijgesteld.**

Het beloop van de HICP-inflatie exclusief voedingsmiddelen en energie komt iets lager uit vanwege de iets minder gunstige vooruitzichten voor de groei en de lonen. Wat de totale HICP-inflatie betreft, wordt de neerwaartse bijstelling van de HICP-inflatie exclusief voedingsmiddelen en

<sup>4</sup> Voor 2019 wordt een tijdelijke daling van de groei van de loonsom per werknemer wordt verwacht. Die vloeit voort uit de implementatie van een begrotingsmaatregel in Frankrijk, namelijk de omzetting van een belastingvermindering (de zogeheten 'CICE') in een permanente verlaging van de sociale premies voor 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.

energie versterkt door de neerwaartse bijstelling van de energiecomponent in 2019, maar gecompenseerd door de opwaartse bijstelling van de energiecomponent in 2010. Deze bijstellingen van de energiecomponent zijn min of meer in lijn met de veranderingen in de aannames voor de olieprijs, die voor de korte termijn naar beneden zijn bijgesteld maar nu een minder scherp neerwaartse ontwikkeling vertonen dan in de vorige projectie.

### 3 Vooruitzichten voor de overheidsfinanciën

**De begrotingskoers in het eurogebied zal in 2018 naar verwachting min of meer neutraal zijn, in 2019 en 2020 iets ruimer en in 2021 opnieuw 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. De belangrijkste bijdrage aan het ruimere begrotingsbeleid in 2019 en 2020 wordt geleverd door verlaging van de directe belastingen en de sociale premies en hogere overdrachten in sommige landen. Verdere verlaging van de directe belastingen en de sociale premies en de in sommige landen nog altijd sterke groei van de overheidsbestedingen dragen in 2020 bij aan deze verruiming, zij het in mindere mate dan in 2019.

**Na een verbetering in 2018 zal het begrotingssaldo in het eurogebied in de periode 2019-2021 licht verslechteren, terwijl de schuldquote een dalende lijn blijft vertonen.** De stijging van het begrotingstekort is het gevolg van een verslechtering van het voor de conjunctuur gecorrigeerd primair saldo. Deze wordt deels gecompenseerd door een lichte daling van de rentelasten (die samenhangt met de vervanging van oude overheidsleningen tegen een hoge rente door nieuwe overheidsleningen tegen een lagere rente), terwijl de conjuncturele component min of meer gelijk blijft. De dalende lijn van de overheidsschuldquote wordt ondersteund door positieve primaire saldi en een gunstig rente/groei-ecart. De vooruitzichten voor de begrotingstekorten van overheden zijn verslechterd ten opzichte van de projecties van september 2018, doordat het primair saldo ongunstiger is. Verder is de overheidsschuldquote licht naar boven bijgesteld onder invloed van lagere primaire saldi en de opwaartse bijstelling van historische cijfers.

#### Kader 3

##### Gevoeligheidsanalyses

---

**De projecties zijn sterk afhankelijk van technische aannames betreffende de ontwikkeling van bepaalde kernvariabelen.** Omdat 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) Alternatieven voor het beloop van de olieprijs

**Het doel van deze gevoeligheidsanalyse is de implicaties van alternatieve olieprijsontwikkelingen te beoordelen.** De aan de basisprojecties ten grondslag liggende technische aannames voor het beloop van de olieprijs voorspellen op basis van de oliefuturesmarkten een licht dalende ontwikkeling voor de olieprijs, waarbij de prijs van een vat ruwe Brent-olie eind 2021 uitkomt op USD 66. Er zijn twee alternatieve prijsontwikkelingen geanalyseerd. De eerste is gebaseerd op de laagste 25% van de verdeling van de uit opties afgeleide waarschijnlijkheden voor de olieprijs op 21 november 2018. Dit beloop impliceert een geleidelijke daling van de olieprijs naar USD 48,8 per vat in 2021, hetgeen 25,9% lager is dan de basisaanname voor dat jaar. Uit het gehanteerde gemiddelde van de uitkomsten van een aantal door medewerkers ontwikkelde macro-economische modellen blijkt dat dit prijsbeloop een gering opwaarts effect op de reële bbp-groei zou hebben, terwijl de HICP-inflatie in 2019 0,5 procentpunt, in 2020 0,4 procentpunt en in 2021 0,2 procentpunt lager zou zijn. Het tweede alternatief is gebaseerd op de hoogste 25% van dezelfde verdeling en impliceert een stijging van de olieprijs tot ongeveer USD 83 per vat in 2021, hetgeen 25,9% hoger is dan de basisaanname voor dat jaar. Bij dit prijsbeloop zou de HICP-inflatie sneller stijgen en in 2019 0,5 procentpunt, in 2020 0,4 procentpunt en in 2021 0,2 procentpunt hoger zijn, terwijl de reële bbp-groei in de periode 2019-2021 iets lager zou uitkomen.

## 2) Een alternatief beloop van de wisselkoers

**Deze gevoeligheidsanalyse onderzoekt de effecten van een stijging van de wisselkoers van de euro.** Dit scenario is in overeenstemming met de verdeling die voortkomt uit de van opties afgeleide risiconeutrale waarschijnlijkheden voor de USD/EUR-wisselkoers op 21 november 2018, die zwaar overheelt naar een waardeverhoging van de euro. Het 75ste percentiel van die verdeling impliceert een waardeverhoging van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar tot een wisselkoers van 1,34 USD/EUR in 2021, hetgeen 18,5% 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 0,3 procentpunt, in 2020 0,6 procentpunt en in 2021 0,2 procentpunt lager is. De HICP-inflatie zou in 2019 0,3 procentpunt lager zijn en in 2020 en 2021 0,6-0,7 procentpunt.

---

## Kader 4

### Prognoses van andere instellingen

---

**Diverse instellingen, zowel internationale organisaties als organisaties in de private 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. Ten slotte verschillen de prognoses in de gehanteerde methodes voor de correctie van de invloed van het aantal werkdagen (zie de tabel).

Zoals de tabel laat zien, laten de momenteel beschikbare prognoses van andere instellingen een reële bbp-groei en een HICP-inflatie zien die grotendeels binnen de bandbreedten rond de door de medewerkers van het Eurosysteem opgestelde projecties liggen (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	2021	2018	2019	2020	2021
Projecties Eurosysteem	december 2018	1,9	1,7	1,7	1,5	1,8	1,6	1,7	1,8
		[1,8 - 2,0]	[1,1 - 2,3]	[0,8 - 2,6]	[0,5 - 2,5]	[1,8 - 1,8]	[1,1 - 2,1]	[0,9 - 2,5]	[0,9 - 2,7]
Europese Commissie	november 2018	2,1	1,9	1,7	-	1,8	1,8	1,6	-
OESO	november 2018	1,9	1,8	1,6	-	1,8	1,9	1,9	-
Euro Zone Barometer	november 2018	2,0	1,7	1,6	1,4	1,8	1,7	1,7	1,7
Consensus Economics Forecast	november 2018	2,0	1,7	1,4	1,4	1,8	1,7	1,7	1,8
Survey of Professional Forecasters	oktober 2018	2,0	1,8	1,6	-	1,7	1,7	1,7	-
IMF	oktober 2018	2,0	1,9	1,7	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9

Bronnen: Economische najaarsprognose van de Europese Commissie, 2018; IMF World Economic Outlook, oktober 2018; OESO Economic Outlook, november 2018; Consensus Economics Forecasts, november 2018; de cijfers voor 2020 en 2021 voor de Consensus Economics zijn gehaald uit het langetermijnprognose-overzicht van oktober 2018; MJEconomics voor de Euro Zone Barometer, november 2018; de cijfers voor 2020 en 2021 voor de Euro Zone barometer zijn gehaald uit het langetermijnprognose-overzicht van oktober 2018; en de *Survey of Professional Forecasters* van de ECB, oktober 2018. Toelichting: In de door medewerkers van het Eurosysteem en de ECB samengestelde macro-economische projecties en de OESO-prognoses worden voor het aantal werkdagen gecorrigeerde groeicijfers op jaarbasis gehanteerd, terwijl bij de Europese Commissie en het IMF de groeicijfers op jaarbasis niet worden gecorrigeerd voor het aantal werkdagen per jaar. Bij de andere prognoses wordt niet aangegeven of de gegevens al dan niet worden 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](http://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-18-002-NL-N (pdf)