



Maart 2018

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

De economische groei in het eurogebied blijft naar verwachting krachtig, in een tempo dat boven de potentiële groei blijft uitkomen. De projecties geven aan dat de reële bbp-groei zal afnemen, van 2,5% in 2017 naar 1,7% in 2020², in verband met het langzaam wegvallen van enkele groeiversterkende factoren. De HICP-inflatie stijgt naar verwachting tot 1,7% in 2020, gesteund door een geleidelijke stijging van de onderliggende inflatie als gevolg van knellender wordende capaciteitsbeperkingen.

1

De reële economie

Zeer gunstige indicatoren wijzen op verdere krachtige groei van het reële bbp op de korte termijn. Volgens de meest recente cijfers van Eurostat steeg het reële bbp in het vierde kwartaal van 2017 met 0,6%, dankzij een positieve bijdrage van zowel de binnenlandse vraag – in het bijzonder de investeringen in vaste activa – als de nettohandel. De omstandigheden op de arbeidsmarkt zijn verder verbeterd, met een werkloosheidspercentage dat in januari 2018 daalde naar 8,6%, het laagste niveau sinds eind 2008. De reële bbp-groei zal naar verwachting in de eerste helft van 2018 krachtig blijven, in lijn met het zeer hoge niveau van het bedrijven- en consumentenvertrouwen.

¹ De Raad van Bestuur gebruikt de door medewerkers van de ECB opgestelde macro-economische projecties bij de beoordeling van de economische ontwikkelingen en de risico's voor prijsstabiliteit. Deze projecties 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 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 13 februari 2018 (zie Kader 1). De afsluitdatum voor opname van de overige gegevens in deze projecties was 19 februari 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.

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

De verwachting is 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 de 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 verdere verbeteringen in de arbeidsmarktomstandigheden en een stijging van het nettovermogen van huishoudens. Tegelijkertijd zullen de bedrijfsinvesteringen zich blijven herstellen, onder meer als gevolg van hogere winstmarges in verband met de druk die van de toenemende vraag uitgaat. De uitvoer uit het eurogebied blijft naar verwachting robuust, dankzij de aanhoudende groei van de wereldwijde economische bedrijvigheid en de hiermee samenhangende groei van de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied.

Tabel 1
Macro-economische projecties voor het eurogebied¹⁾

(mutaties in % per jaar)

	maart 2018				december 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Reëel bbp	2,5	2,4	1,9	1,7	2,4	2,3	1,9	1,7
		[2,1 - 2,7] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[2,3 - 2,5] ²⁾	[1,7 - 2,9] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾
Particuliere consumptie	1,9	1,7	1,7	1,5	1,9	1,7	1,6	1,5
Overheidsconsumptie	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Bruto-investeringen in vaste activa	3,7	4,4	3,4	2,8	4,4	4,3	3,4	2,9
Uitvoer ³⁾	5,2	5,3	4,1	3,8	5,0	5,1	4,1	3,7
Invoer ³⁾	4,6	5,1	4,5	4,0	5,1	5,2	4,4	3,9
Werkgelegenheid	1,7	1,4	1,1	0,8	1,7	1,3	1,0	0,8
Werkloosheid (in % van de beroepsbevolking)	9,1	8,3	7,7	7,2	9,1	8,4	7,8	7,3
HICP	1,5	1,4	1,4	1,7	1,5	1,4	1,5	1,7
		[1,1 - 1,7] ²⁾	[0,6 - 2,2] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾	[1,5 - 1,5] ²⁾	[0,9 - 1,9] ²⁾	[0,7 - 2,3] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾
HICP excl. energie	1,2	1,2	1,6	1,9	1,2	1,3	1,6	1,9
HICP excl. energie en voedsel	1,0	1,1	1,5	1,8	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	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8
Arbeidskosten per eenheid product	0,8	1,1	1,2	1,8	0,9	1,2	1,1	1,8
Loonsom per werknemer	1,6	2,2	2,0	2,7	1,7	2,1	1,9	2,7
Arbeidsproductiviteit	0,8	1,0	0,8	0,9	0,8	1,0	0,9	0,9
Begrotingssaldo overheid (als percentage van het bbp)	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5
Structureel begrotingssaldo (als percentage van het bbp) ⁵⁾	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0
Bruto-overheidsschuld (als percentage van het bbp)	86,7	84,4	82,1	79,7	87,0	85,1	83,1	80,7
Saldo op de lopende rekening (als percentage van het bbp)	3,7	4,2	4,3	4,5	3,1	2,9	2,7	2,8

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 procedures 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 conjunctureffecten 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.

Niettemin wordt verwacht dat de reële bbp-groei gedurende de projectieperiode enigszins zal afnemen, aangezien het effect van veel groeibevorderende factoren geleidelijk zal verdwijnen. Naar verwachting zal de invloed van eerdere monetairbeleidsmaatregelen tijdens de projectieperiode geleidelijk afnemen. Een toename van de besparingen uit voorzorg en een groeivertraging van de werkgelegenheid, onder meer als gevolg van steeds knellender tekorten aan arbeidskrachten in sommige landen, zouden de ontwikkelingen in de consumptieve bestedingen kunnen temperen. De sterke waardeinstijging van de euro sinds april 2017 en een groeivertraging wat betreft de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied zullen, zo wordt verwacht, de groei van de uitvoer matigen.

De groei van het reëel besteedbaar inkomen zal stevig blijven. De bijdrage van de brutolonen en -salarissen aan de groei van het nominaal besteedbaar inkomen blijft naar verwachting ruwweg onveranderd tijdens de projectieperiode, aangezien sterkere nominale loongroei het effect van de vertraging van de werkgelegenheidsgroei compenseert. De groei van het overige particuliere inkomen zal naar verwachting gunstig zijn, in verband met positieve ontwikkelingen op het gebied van winst- en vastgoedinkomsten. De groei van het reëel besteedbaar inkomen gaat naar verwachting in 2018 en 2019 aantrekken, maar zal in 2020 afzakken naarmate de consumptieprijsinflatie toeneemt.

De groei van de particuliere consumptie blijft gunstig. Het zeer hoge niveau van het 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. Op de middellange termijn is de verwachting dat de groei van de particuliere consumptie iets zal achterblijven bij die van het reëel besteedbaar inkomen, aangezien huishoudens waarschijnlijk in toenemende mate hun inkomsten voor spaardoelinden zullen aanwenden.

De groei van de particuliere consumptie zou ook 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, zorgen ze in het algemeen voor een herverdeling van middelen van nettospaarders naar nettoleners. Aangezien de marginale geneigdheid tot consumeren bij de tweede groep doorgaans groter is, zou deze herverdeling de totale particuliere consumptie moeten stimuleren. Daarnaast zou de consumptie ook gesteund moeten worden door het stijgende nettovermogen van huishoudens evenals de vooruitgang op het gebied van schuldenafbouw.

Gedurende de projectieperiode zal de spaarquote van huishoudens naar verwachting geleidelijk stijgen 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 en de invloed van de zeer lage rente op hun spaarzin. Volgens de projectie zal de spaarquote gedurende de projectieperiode toenemen, als gevolg van een verwacht herstel in de besparingen

uit voorzorg in de context van een zich matigende conjuncturele groei, evenals de toegenomen bijdrage afkomstig van de groei van de niet-arbeidsinkomsten. 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 december 2017 is er bij de technische aannames uitgegaan van een hogere wisselkoers van de euro, in het bijzonder ten opzichte van de Amerikaanse dollar, hogere olieprijs en een hogere rente. De technische aannames met betrekking tot de rente en de grondstoffenprijzen zijn gebaseerd op de marktverwachtingen, met als afsluitdatum 13 februari 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 gemiddelde stand op van -0,3% voor 2018, -0,1% voor 2019 en 0,4% voor 2020. De marktverwachtingen voor het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied duiden op een gemiddeld renteniveau van 1,3% in 2018, 1,6% in 2019 en 1,9% in 2020.³ Ten opzichte van de projecties van december 2017 zijn de marktverwachtingen voor de korte rente licht opwaarts bijgesteld met 10 en 30 basispunten voor respectievelijk 2019 en 2020, terwijl de lange rente voor de projectieperiode met circa 20 basispunten naar boven 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 13 februari aangenomen dat de prijs van een vat Brentolie stijgt van USD 54,4 in 2017 naar USD 65,0 in 2018, en vervolgens daalt naar USD 61,2 in 2019 en USD 58,3 in 2020. Dit impliceert dat de in Amerikaanse dollar luidende olieprijs in 2018 5,5%, in 2019 3,8% en in 2020 1,7% hoger zijn dan volgens de projecties van december 2017. 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 13 februari 2018. Dit impliceert een gemiddelde wisselkoers van USD 1,23 per euro in 2018, en van USD 1,24 per euro in de periode 2019-2020, vergeleken met USD 1,17 volgens de projectie van december 2017. De effectieve wisselkoers van de euro (t.o.v. 38 handelspartners) valt 1,6% hoger uit dan in de projecties van december 2017 werd aangenomen.

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 de grondstoffen anders dan energie wordt aangenomen dat de prijzen tot het eerste kwartaal van 2019 de futures volgen en dat deze zich daarna in lijn met de mondiale economische bedrijvigheid ontwikkelen.

Technische aannames

	maart 2018				december 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Driemaands EURIBOR (in % per jaar)	-0,3	-0,3	-0,1	0,4	-0,3	-0,3	-0,1	0,1
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (in % per jaar)	1,0	1,3	1,6	1,9	1,1	1,1	1,4	1,7
Olieprijs (in USD/vat)	54,4	65,0	61,2	58,3	54,3	61,6	58,9	57,3
Grondstoffenprijzen m.u.v. energie in USD (procentuele mutatie op jaarbasis)	7,9	7,4	3,2	4,5	7,9	3,3	3,4	4,3
Wisselkoers USD/EUR	1,13	1,23	1,24	1,24	1,13	1,17	1,17	1,17
Nominaal-effectieve eurowisselkoers (EER38) (procentuele mutatie op jaarbasis)	2,2	4,5	0,1	0,0	2,2	2,8	0,0	0,0

Het herstel van de woninginvesteringen zet naar verwachting door. De investeringen in woningen zijn de afgelopen kwartalen sterk aangetrokken, dankzij gunstige financieringscondities en een stijgende inkomensgroei in verband met de aanhoudende stijging van de werkgelegenheid. Daarnaast lijkt er een eind te zijn gekomen aan de neerwaartse aanpassingen op de woningmarkt in een aantal landen van het eurogebied. Enquêtes geven aan dat huishoudens in toenemende mate van plan zijn binnen de komende twee jaar een huis te kopen of te (laten) bouwen, of verbeteringen aan hun woning uit te (laten) voeren. De belangrijkste voorwaarden voor een verder herstel van de woninginvesteringen blijven gedurende de projectieperiode in stand. Niettemin wordt het herstel naar verwachting enigszins getemperd door de volwassen fase waarin de woningmarkt zich bevindt en de afnemende invloed van fiscale prikkels in sommige landen, evenals door 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 zeer gunstige productieverwachtingen en orderportefeuilles; de bezettingsgraad blijft sterk stijgen en benadert het piekniveau van vóór de crisis; de financieringscondities blijven naar verwachting tijdens de projectieperiode het herstel sterk ondersteunen; en de winstmarges 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 (ondanks de bescheiden correctie) 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 een historisch 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

Het groeitempo van de wereldeconomie liep in de tweede helft van 2017 op, waarbij de groei van de bedrijvigheid en handel meer breedgedragen werd. Gegevens en op enquêtes gebaseerde indicatoren wijzen op een aanhoudende mondiale groei op de korte termijn, waarbij het niveau van de wereldwijde samengestelde inkoopmanagersindex (Purchasing Managers' Index – PMI) (exclusief het eurogebied) dicht bij het langetermijngemiddelde van die index ligt. De mondiale financieringscondities blijven accommoderend, ondanks het aantrekken van de mondiale rentetarieven sinds het begin van 2018. De lange rente in de Verenigde Staten is gestegen en de mondiale aandelenmarkten zijn in februari scherp gedaald, waarbij de volatiliteit ook is toegenomen. Naar verwachting zal de groei van de mondiale economische bedrijvigheid grofweg stabiel blijven, maar onder het pre-crisisniveau van de potentiële groei liggen. De vooruitzichten voor de geavanceerde economieën gaan uit een stevige groei, waarbij de recente belastinghervorming in de Verenigde Staten een stimulans hebben gegeven aan de bedrijvigheid in de nabije toekomst. Verwacht wordt dat de productiegroei daarna iets zal vertragen, naarmate het herstel zich ontwikkelt en de output gaps geleidelijk positief worden. Voor de opkomende markteconomieën geldt dat de vooruitzichten worden ondersteund door het herstel in de grondstoffenexporterende economieën, in het bijzonder Brazilië en Rusland, en door veerkrachtige groei in India en China. De mondiale bedrijvigheid (exclusief het eurogebied) zal volgens de projecties in 2018 met 4,1% toenemen, en vervolgens langzaam teruglopen naar 3,7% in 2020. Vergeleken met de projecties van december 2017 wordt de mondiale bbp-groei naar boven bijgesteld voor de periode 2017-2019, voornamelijk als gevolg van de gunstige invloed van het begrotingspakket in de Verenigde Staten.

Het internationale klimaat

(mutaties in % per jaar)

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

1) Berekend als gewogen gemiddelde van de invoer.

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

Na de buitengewoon sterke groei in de eerste helft van 2017 zal de groei van de wereldhandel naar verwachting de komende kwartalen stevig blijven, in lijn met gunstige indicatoren van de wereldhandel. Voor de middellange termijn wordt verwacht dat de vooruitzichten voor de handel meer vergelijkbaar zullen zijn met die voor de mondiale bedrijvigheid (verankerd door middel van een elasticiteit van de handel ten opzichte van de mondiale bbp-groei van circa 1). De buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied zal naar verwachting toenemen, met 5,5% in 2017, met 4,7% in 2018, met 4,1% in 2019 en met 3,6% in 2020. Vergeleken met de projecties van december 2017 is de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied opwaarts bijgesteld, vooral als gevolg van de positieve invloed van de belastinghervorming in de Verenigde Staten, die naar verwachting de vraag naar invoerproducten in de Verenigde Staten zal stimuleren.

Kader 3

Factoren die de vooruitzichten voor de wereldhandel bepalen

Na een langere periode van geringe groei is de wereldhandel de afgelopen 18 maanden opgeleefd. De mondiale invoer is in 2017 5,5% gegroeid, ruim boven het gemiddelde van 2012-2016. De mondiale invoergroei overtrof tevens de groei in de mondiale bedrijvigheid, wat wijst op een toename van de elasticiteit van de wereldhandel. Hoewel de meest recente groei van de mondiale handel onder meer het gevolg lijkt van een aantal specifieke eenmalige factoren – in het bijzonder een sterke toename van de handel in sommige opkomende Aziatische landen evenals de inherente volatiliteit van gegevens over de wereldhandel – lijkt het herstel van de wereldhandel in het afgelopen jaar breedgedragen in verschillende regio's. Op vijf na zagen de 32 grootste mondiale economieën hun invoer in 2017 stijgen ten opzichte van het voorgaande vijfjaarsgemiddelde.

Het conjuncturele herstel van de mondiale bedrijvigheid, en in het bijzonder van de investeringen, heeft bijgedragen aan de opleving van de handel. Na de teleurstellende prestaties van de afgelopen jaren vertoont de mondiale bedrijvigheid tekenen van een conjunctureel herstel. Belangrijker voor de wereldhandel is het feit dat de investeringen, die een relatief invoerintensieve component van de vraag vormen, na een dieptepunt met zeer lage niveaus begin 2016 (toen de groei van de wereldhandel haar laagtepunt bereikte) in de afgelopen kwartalen opvallend zijn gegroeid en een niveau dicht bij het gemiddelde van vóór de crisis hebben bereikt. De opleving in de bedrijvigheid en de investeringen zijn het gevolg van een aantal factoren: het beleid in geavanceerde economieën geeft steeds meer steun, aangezien de druk van budgettaire beperkingen is afgenomen en het monetair beleid nog steeds zeer accommoderend is. Gunstige financieringscondities in combinatie met een hoog vertrouwensniveau hebben ook hieraan bijgedragen. Bovendien hebben stabiele of stijgende grondstoffenprijzen de investeringen in grondstoffenexporterende economieën gesteund, die waren ingezakt na de sterke verslechtering van hun ruilvoet na 2014.

Landspecifieke modellen voor de vraag naar invoerproducten schragen de rol van investeringen als een katalysator van de recente ontwikkelingen op het gebied van de handel. Schattingen op basis van standaardmodellen voor de vraag naar invoerproducten voor 19 landen, goed voor 75% van de mondiale invoer, bevestigen dat het herstel gedeeltelijk is gesteund door de stijgende mondiale investeringsvraag. Een andere verklaring voor de recente kracht van de handelsgroei, die ook uit de modellen naar voren komt, is dat de handelselecticiteit zeer procyclisch is: tijdens economische oplevingen waarin de bedrijvigheid sterker dan trendmatig toeneemt, stijgt de handelselecticiteit doorgaans ook. Deze interpretatie is in overeenstemming met ervaringen uit het verleden: toen de mondiale bedrijvigheid zich herstelde van de zwakte in 2015 en 2016 groeide de mondiale handel nog sneller – d.w.z. dat de handelselecticiteit opveerde.

De gunstige factoren die ten grondslag liggen aan het recente herstel in de handelselecticiteit van het bbp zullen naar verwachting wegebben tijdens de projectieperiode. De projecties voor de mondiale investeringen wijzen op een bescheiden verdere groei naarmate het herstel volwassen worden, de overcapaciteit afneemt en de mondiale bedrijvigheid vertraagt. Daarnaast zal de mondiale economische groei zich naar verwachting matigen. Daarom wordt verwacht dat de handelselecticiteit zal dalen naarmate de mondiale groei vertraagt, als gevolg van de bescheidener ontwikkeling van de investeringsgroei en tevens in verband met de procyclische aard. Bijgevolg zal de invoer naar verwachting tegen het einde van de projectieperiode meer in lijn groeien met de bedrijvigheid. Dit komt overeen met gegevens die er op

wijzen dat het effect van de structurele langeretermijnfactoren – met name de snelle groei van mondiale waardeketens – die eerder verantwoordelijk waren voor de snelle groei van de wereldhandel in een tempo dat de groei van de mondiale bedrijvigheid te boven ging sinds de financiële crisis, is afgenomen.⁵

Voorzien wordt dat de groei van de uitvoer uit het eurogebied zal worden getemperd door de recente waardestijging van de euro. Na een stevige groei in de tweede helft van 2017, zal de uitvoer uit het eurogebied naar verwachting langzamer groeien dan de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied ten gevolge van de recente waardestijging van de euro, waardoor sprake zal zijn van enig verlies aan uitvoermarktaandeel. De invoer uit landen buiten het eurogebied zal, zo is de verwachting, profiteren van de positieve ontwikkelingen in de binnenlandse vraag en de sterkere euro. De invoergroei zal volgens de projectie in mindere mate vertragen dan de uitvoergroei, hetgeen resulteert in een licht negatieve bijdrage van de nettohandel aan de economische groei in de loop van 2018 en in een neutrale bijdrage daarna.

De werkgelegenheidsgroei zal, zo is de projectie, vertragen. In personen uitgedrukt nam de werkgelegenheid in het eurogebied in het derde kwartaal van 2017 met 0,4% toe; in het vierde kwartaal van 2017 is deze naar schatting verder gestegen. De recente kracht van de werkgelegenheidsgroei is in alle landen breedgedragen geweest en toekomstgerichte enquêtes duiden op verdere stevige werkgelegenheidsgroei op de korte termijn. Daarna zal volgens de projectie de werkgelegenheidsgroei enigszins aan kracht inboeten, naarmate de impact van enkele gunstige tijdelijke factoren (zoals begrotingsstimulansen in sommige landen) naar verwachting geleidelijk zal verdwijnen en de werkgelegenheid in de publieke sector, zo wordt voorzien, in sommige landen zal teruglopen.

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, zo is de projectie, gedurende de projectieperiode geleidelijk worden tenietgedaan door de invloed van toenemend negatieve demografische factoren. Dit draagt tevens bij tot de vertraging van de werkgelegenheidsgroei in 2019 en 2020.

Het werkloosheidspercentage zal naar verwachting dalen naar 7,2% in 2020. Het werkloosheidspercentage is in januari 2018 gedaald naar 8,6%, het laagste niveau sinds eind 2008. Wat de toekomst betreft: het aantal werklozen zal volgens de projectie aanzienlijk blijven dalen, en dicht bij het laagste niveau van vóór de crisis uitkomen.

⁵ Zie ook Europees Stelsel van Centrale Banken, Taskforce van het Comité voor internationale betrekkingen Trade Task Force, "Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?", *Occasional Paper Series*, Nr. 178, ECB, 2016.

De arbeidsproductiviteitsgroei zal, als weerspiegeling van zijn conjuncturele patroon, hoger zijn dan in de voorgaande jaren. De arbeidsproductiviteit won in 2017 aan kracht naarmate de hierboven genoemde tijdelijke impuls voor de werkgelegenheid begon weg te ebben. Wat de toekomst betreft lijken de toenemende aanwending van kapitaal in de context van een afnemend capaciteitsoverschot, een stijging van het aantal gewerkte uren per werknemer en enige winsten in de totale factorproductiviteit erop te wijzen dat de arbeidsproductiviteitsgroei zich gedurende de projectieperiode globaal genomen zal voortzetten. Gedurende 2019-2020 zal de arbeidsproductiviteitsgroei echter naar verwachting iets onder zijn gemiddelde van 1,0% van vóór de crisis liggen.

De reële bbp-groei zal naar verwachting tot 2020 boven de potentiële groei blijven liggen. De potentiële productiegroei heeft de afgelopen jaren naar schatting enigszins aan kracht gewonnen, ondersteund door gunstiger bijdragen vanuit de factoren kapitaal, arbeid 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 globaal genomen terugkeren naar de groeiniveaus die onmiddellijk vóór de crisis te zien waren. 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 daaromtrent zijn omgeven met aanzienlijke onzekerheid.

Vergeleken met de projecties van december 2017 is de reële bbp-groei voor 2018 opwaarts bijgesteld en voor 2019-2020 onveranderd gebleven. De opwaartse bijstelling voor 2018 houdt voornamelijk verband met het betere dan eerder verwachte sentiment onder bedrijven en consumenten, hetgeen een sterkere groeidynamiek impliceert, samen met opwaartse bijstellingen voor de buitenlandse vraag. Daarna zal de positieve invloed van de sterkere groeidynamiek naar verwachting globaal genomen worden tenietgedaan door de negatieve invloed van de recente waardeinstijging van de euro op de uitvoer uit het eurogebied en van een hogere lange rente.

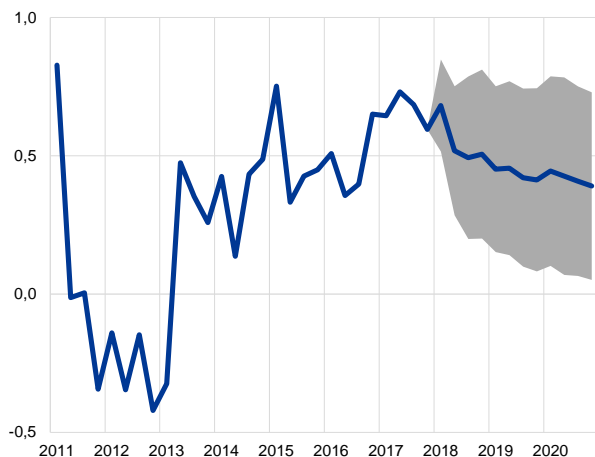
Grafiek 1

Macro-economische projecties¹⁾

(kwartaalgegevens)

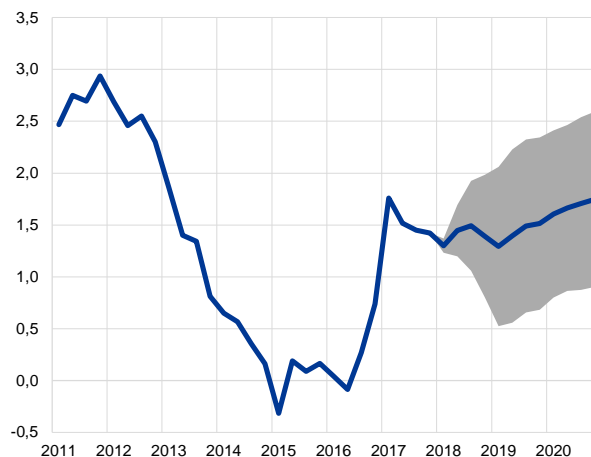
Reëel bbp van het eurogebied²⁾

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

2) Cijfers gecorrigeerd voor het aantal werkdagen.

2 Prijzen en kosten

De HICP-inflatie zal naar verwachting alleen tegen het einde van de projectieperiode stijgen, aangezien de dalingen in de HICP-energie-inflatie in 2018 en 2019, zo is de verwachting, een versterking van de onderliggende inflatie globaal genomen zullen tenietdoen. De HICP-inflatie zal, zo wordt

voorzien, in 2018 en 2019 gemiddeld 1,4% bedragen, en in 2020 oplopen naar 1,7%. Wanneer wordt gekeken naar de componenten, zou de HICP-energie-inflatie, hoewel deze naar verwachting de komende maanden zal aantrekken als gevolg van de recente stijgingen van de olieprijs en enige opwaartse basiseffecten, vanaf eind 2018 scherp moeten dalen, en wel naar een niveau rond nul medio 2019. Het vlakke beloop van de HICP-energieprijzen vanaf medio 2019 weerspiegelt de combinatie van een neerwaarts hellend patroon van de olieprijsfuturescurve en opwaartse effecten vanuit accijnzen op energie. De HICP-voedselinflatie zal, zo wordt voorzien, gedurende de projectieperiode licht aantrekken, ondersteund door de aangenomen stijgingen in de internationale voedingsgrondstoffenprijzen en opwaartse effecten vanuit stijgingen van tabaksaccijnzen. De onderliggende prijsdruk zal volgens de projectie toenemen, aangezien de economie groeit in een tempo dat hoger ligt dan haar potentiële groeipercentage en de positieve output gap groter wordt. Met name zal de toenemende krapte op de arbeidsmarkt (waarbij in sommige landen sprake is van aanzienlijke arbeidsaanbodbeperkingen), de loongroei doen stijgen en deze kostenstijgingen zouden in het huidige klimaat van krachtige groei doorgegeven moeten worden in de prijzen. Tijdelijke opwaartse indirecte effecten op de onderliggende inflatie zullen naar verwachting voortvloeien uit de recente stijgingen

van de olieprijs en de aangenomen stijgingen van de prijzen van grondstoffen met uitzondering van energie. Hoewel de recente versterking van de wisselkoers van de euro naar verwachting van neerwaartse invloed zal zijn op de inflatie, zou dit in enige mate moeten worden gecompenseerd door de huidige krachtige groeidynamiek in het eurogebied, gezien het daarmee verband houdende grotere prijszettingsvermogen van bedrijven in het eurogebied. Over het geheel genomen zal volgens de projectie de HICP-inflatie exclusief energie en voedingsmiddelen geleidelijk aantrekken naar 1,8% 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. 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.⁶ De groei van de arbeidskosten per eenheid product zal naar verwachting in gelijke mate aantrekken als de groei van de loonsom per werknemer (en wel van 0,8% in 2017 naar 1,8% in 2020) 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, met toenemende krapte op de arbeidsmarkt en aanzienlijke tekorten aan aanbod van arbeidskrachten in sommige delen van het eurogebied. 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 de stijging van de loongroei in de landen van het eurogebied waar in het loonvormingsproces wordt gewerkt met indexering op grond van het verleden of met verwachtingen over de toekomst. Daarnaast zouden factoren die verband houden met de crisis en die de lonen drukten (zoals de noodzaak van loonmatiging om in sommige landen na de crisis prijsconcurrentievermogen terug te winnen en de opgestapelde loonmatiging in verband met de bindende neerwaartse rigiditeiten in de nominale lonen tijdens de crisis) geleidelijk moeten afnemen naarmate het economisch herstel voortzet en breder gedragen wordt in alle landen van het eurogebied. In enkele landen, ten slotte, zal het drukkende effect op de lonen van maatregelen die de socialezekerheidsbijdragen verminderen wegebben aangezien deze maatregelen de komende paar jaar geleidelijk zullen aflopen, en de verwachting is dat de loonstop in de publieke sector zal eindigen.

Voorzien wordt dat in de eerste helft van de projectieperiode de winstmarges in een iets sneller tempo groter zullen worden dan gedurende het afgelopen jaar. De winstmarges zijn recentelijk sterker begonnen te groeien, als gevolg van minder negatieve ruilvoetontwikkelingen en conjuncturele verbeteringen in de

⁶ 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.

economie. Deze verbeteringen zullen naar verwachting in de context van de voortgaande economische expansie aanhouden. De geprojecteerde stijgingen van de arbeidskosten per eenheid product en van de per eenheid netto indirecte belastingen zullen echter naar verwachting het groeitempo van de winstmarges beperkt houden, met name tegen het einde van de projectieperiode.

De invoerprijsinflatie is in 2017 weer opgeleefd en zal naar verwachting gedurende de projectieperiode positief blijven, hoewel gematigder dan recentelijk waargenomen. De behoorlijk stevige stijging van de invoerprijzen in 2017 weerspiegelt met name de omslag in de olieprijs en ontwikkelingen in de prijzen van grondstoffen exclusief energie. De vertraging van de groei van de invoerprijzen na 2017 houdt eveneens verband met de aangenomen bescheiden vooruitzichten voor de olieprijs, maar ook met nogal gematigde ontwikkelingen in de prijzen van andere grondstoffen. Daarnaast zal de waarde­stijging van de euro de impact van de ontwikkelingen in de grondstoffenprijzen en van de geleidelijk stijgende mondiale prijsdruk op de invoerprijzen van het eurogebied beperkt houden. Meer in het algemeen zal de onderliggende mondiale inflatiedruk naar verwachting gedurende de projectieperiode geleidelijk sterker worden naarmate de mondiale productiekosten stijgen in lijn met het afnemende mondiale capaciteitsoverschot.

Vergeleken met de projecties van december 2017 zijn de vooruitzichten voor de HICP-inflatie in 2019 enigszins naar beneden bijgesteld. Hoewel voor 2018 de aannames van een hogere olieprijs in Amerikaanse dollar een tegenwicht vormen voor de dempende effecten op de inflatie van de hogere wisselkoers van de euro, voeren voor 2019 de effecten van de waarde­stijging van de euro de boventoon en resulteren deze in licht lagere vooruitzichten voor de HICP-inflatie.

3 Vooruitzichten voor de overheidsfinanciën

De begrotingskoers in het eurogebied blijft gemiddeld genomen gedurende de projectieperiode naar verwachting min of meer neutraal. De begrotingsbeleidskoers wordt afgemeten aan de mutatie in het voor conjunctuurinvloeden gecorrigeerde primaire saldo na aftrek van overheidssteun aan de financiële sector. In 2017 werden verlagingen van directe belastingen en hogere overdrachten aan huishoudens volledig gecompenseerd door verhogingen van indirecte belastingen en gematigder groei van de overheidsconsumptie. Voor 2018 wordt de begrotingskoers voornamelijk bepaald door verlagingen van directe belastingen en socialezekerheidsbijdragen en door de aanname van een dynamischer groei van de overheidsinvesteringen, die slechts gedeeltelijk worden gecompenseerd door verhogingen van indirecte belastingen en gematigde groei van de huidige overheidsuitgaven. De begrotingskoers zal, zo is de projectie, gedurende 2019-2020 gemiddeld neutraal zijn, aangezien verdere verlagingen van de directe belastingen en socialezekerheidsbijdragen naar verwachting zullen worden gecompenseerd door verdere inperking 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. Het voor conjunctuurinvloeden gecorrigeerde primaire saldo zal gedurende de projectieperiode stabiel blijven. De overheidsschuld/bbp-quote zal naar verwachting gedurende de projectieperiode blijven dalen, ondersteund door een gunstig rente/groei-ecart⁷ en het primaire overschot. Vergeleken met de projecties van december 2017 wijzen de begrotingsvooruitzichten op licht lagere tekort- en schuld/bbp-quotes, voornamelijk ondersteund door gunstiger macro-economische ontwikkelingen.

Kader 4

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 olieprijsfuturesmarkten, een dalend profiel voor de olieprijs, waarbij de prijs van een vat ruwe Brent-olie tegen het einde van 2020 uitkomt op rond USD 58. 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 wereldeconomie. Wat betreft de aanbodfactoren zullen naar verwachting geopolitieke factoren en het akkoord tussen OPEC en enkele niet tot OPEC behorende olieproducenten om de productie te verlagen gedeeltelijk worden gecompenseerd door de uitbreiding van de productie van schalie-olie in de Verenigde Staten. Een combinatie van alternatieve modellen die door medewerkers van de ECB⁸ 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, waarbij de olieprijs in 2020 13,5% hoger is dan in de aanname in de basisprojectie, zou de reële bbp-groei licht drukken, en zorgen voor een snellere stijging van de HICP-inflatie (met 0,2 procentpunt in 2019 en met 0,3 procentpunt in 2020).

⁷ Het ecart wordt berekend als het verschil tussen de nominaal-effectieve rente op schuld en de nominale bbp-groei.

⁸ Zie de uit vier modellen bestaande combinatie die wordt beschreven in het artikel "Forecasting the price of oil", *Economic Bulletin*, Nr. 4, ECB, 2015.

2) Een alternatief beloop van de wisselkoers

Deze gevoeligheidsanalyse betreft de effecten van een verdere stijging van de wisselkoers van de euro, gestuwd door aanhoudend verbeterend sentiment onder beleggers ten gunste van de euro. Dit scenario is gebaseerd op het 75ste percentiel van de verdeling die voortkomt uit de door opties geïmpliceerde risiconeutrale densiteiten voor de USD/EUR-wisselkoers op 13 februari 2018. Het beloop impliceert een geleidelijke waardestijging van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar tot een wisselkoers van 1,42 USD/EUR in 2020, hetgeen 14,6% 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 50%. In dit scenario van een exogene wisselkoersschok wijst het gemiddelde van de uitkomsten van een aantal door medewerkers ontwikkelde macro-economische modellen op een reële bbp-groei die in 2018 0,1 procentpunt lager is, 0,5 procentpunt lager in 2019 en 0,2 procentpunt lager in 2020. De HICP-inflatie zou in 2018, 2019 en 2020 respectievelijk 0,1, 0,5 en 0,4 procentpunt lager zijn. Hierbij dient wel te worden opgemerkt dat deze geraamde invloeden op de groei en de inflatie alleen van toepassing zijn in het geval van een zuiver exogene wisselkoersschok.

Kader 5

Prognoses door andere instellingen

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

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

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

(mutaties in % per jaar)

	Publicatiedatum	Bbp-groei			HICP-inflatie		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Projecties ECB-medewerkers	maart 2018	2,4	1,9	1,7	1,4	1,4	1,7
		[2.1 - 2.7]	[0.9 - 2.9]	[0.7 - 2.7]	[1.1 - 1.7]	[0.6 - 2.2]	[0.8 - 2.6]
Europese Commissie	februari 2018	2,3	2,0	-	1,5	1,6	-
OESO	november 2017	2,1	1,9	-	1,5	1,7	-
Euro Zone Barometer	februari 2018	2,3	1,9	1,6	1,6	1,6	1,7
Consensus Economics Forecast	februari 2018	2,3	1,9	1,3	1,5	1,5	1,7
Survey of Professional Forecasters	januari 2018	2,3	1,9	1,7	1,5	1,7	1,8
IMF	oktober 2017/ januari 2018	2,2	2,0	-	1,4	1,7	1,8

Bronnen: Interim European Economic Forecast van de Europese Commissie, winter 2018; IMF World Economic Outlook, update van januari 2018 (reëel bbp), IMF World Economic Outlook, oktober 2017 (HICP); OESO Economic Outlook, november 2017; Consensus Economics Forecasts, februari 2018; het cijfer voor 2020 voor de Consensus Economics is gehaald uit het langetermijnprognose-overzicht van oktober 2017; MJEconomics voor de Euro Zone Barometer, februari 2018; en de "Survey of Professional Forecasters" van de ECB, januari 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 mits de bron wordt vermeld.

ISSN 2529-4555 (pdf)
EU-catalogusnummer QB-CE-18-001-NL-N (pdf)