



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM

MAART 2014, DOOR MEDEWERKERS VAN DE ECB SAMENGESTELDE MACRO-ECONOMISCHE PROJECTIES VOOR HET EUROGEBIED¹

De reële bbp-groei zal in 2014, zo is de projectie, gematigd blijven, en vanaf 2015 aan tempo winnen. Naar verwachting vormt een geleidelijk herstel van de binnen- en buitenlandse vraag de bepalende factor achter de voorspelde stijging van de bedrijvigheid. De externe vraag zal profiteren van het geleidelijk aan kracht winnende wereldwijde herstel. De binnenlandse vraag profiteert naar verwachting van toenemend vertrouwen in een klimaat van afnemende onzekerheid, de zeer accommoderende monetairbeleidskoers en dalende olieprijsen die het reëel besteedbaar inkomen ten goede zou moeten komen. De binnenlandse vraag zou ook moeten profiteren van een minder restrictief begrotingsbeleid in de komende jaren en van geleidelijk verbeterende kredietvoorwaarden. Tegelijkertijd zullen de negatieve gevolgen voor de groeivoorzichten die voortvloeien uit de noodzaak tot verder balansherstel in de particuliere sector en uit de hoge werkloosheid, gedurende de projectieperiode naar verwachting geleidelijk afnemen. De projectie is dat het reële bbp in 2014 met 1,2% toeneemt, in 2015 met 1,5%, en in 2016 met 1,8%.

De geleidelijke versterking van de vraag en een aanhoudende daling van de overcapaciteit in de context van stevig verankerde inflatieverwachtingen, zullen naar verwachting leiden tot een toename van de HICP-inflatie gedurende de projectieperiode. De projectie is dat de HICP-inflatie in 2014 op 1,0% uitkomt, in 2015 op 1,3% en in 2016 op 1,5%. Deze gematigde inflatievoorzichten zijn naar verwachting voornamelijk het gevolg van de neergaande trend van de oliefutures en de bestaande economische onderbenutting. Gezien de stijgende, maar nog steeds gematigde binnenlandse kostendruk en tegen de achtergrond van het verwachte geleidelijke herstel van de economische bedrijvigheid, zal de HICP-inflatie exclusief energie en voedsel volgens de projectie stijgen van 1,1% in 2014 tot 1,7% in 2016.

Vergeleken met de macro-economische projecties die in het Maandbericht van december 2013 zijn gepubliceerd, is de projectie voor de reële bbp-groei voor 2014 marginaal opwaarts bijgesteld. De projectie voor de totale HICP-inflatie is als gevolg van de meest recente gegevens voor 2014 met 0,1 procentpunt naar beneden bijgesteld, en blijft voor 2015 onveranderd.

Het artikel geeft niet alleen een overzicht van de macro-economische projecties voor het eurogebied voor de periode 2014 en 2015, maar ook, voor het eerst, voor het jaar 2016. Voorspellingen over een dermate lange projectieperiode zijn echter met heel veel onzekerheid omgeven.² Bij het duiden van de macro-economische projecties dient hiermee rekening te worden gehouden.

HET INTERNATIONALE KLIMAAT

Volgens de projecties zal de groei van het reële mondiale bbp (exclusief het eurogebied) gedurende de projectieperiode geleidelijk aantrekken en van 3,4% in 2013 stijgen naar 4,1% in 2016. Terwijl de groei in de tweede helft van 2013 enigszins aantrok in de ontwikkelde economieën, zwakte de groei in de opkomende markten af als gevolg van de zwakke binnenlandse vraag, de beperkte mogelijkheden tot verdere beleidssteun voor de eigen economie, en de spanningen op de financiële markten. De mondiale stemmingsindicatoren duiden voor de korte termijn op een gunstig ondernemingsklimaat, wat past bij de geleidelijke versterking van de mondiale bedrijvigheid. Terwijl er zich in enkele opkomende

¹ De Raad van Bestuur gebruikt de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties bij de beoordeling van de economische ontwikkelingen en de risico's voor prijsstabiliteit. Informatie over de procedures en technieken staat in "A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises", ECB, juni 2001. Deze is te vinden op de website van de ECB. De afsluitdatum voor opname van de laatste gegevens in deze projecties was 20 februari 2014.

² Zie het artikel getiteld "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections" in het Maandbericht van mei 2013.

markteconomieën recentelijk financiële spanningen hebben voorgedaan na het besluit van het Amerikaanse Federal Open Market Committee om het aankoopprogramma van obligaties af te bouwen, zijn de algehele wereldwijde financiële-marktomstandigheden goeddeels stabiel gebleven. Dit in tegenstelling tot de onrust medio 2013, toen het Federal Reserve System voor het eerst de mogelijkheid van het terugschroeven van de obligatieaankopen aankondigde. Het wereldwijde herstel zal, zo is de projectie, geleidelijk aan kracht blijven winnen. In geavanceerde economieën zouden de afnemende schuldenafbouw in de particuliere sector en de afnemende begrotingsconsolidatie het vertrouwen moeten versterken en de binnenlandse vraag moeten ondersteunen, hoewel de arbeidsmarkten naar verwachting slechts langzaam zullen verbeteren. Een sterkere groei in de ontwikkelde economieën zou de opkomende markteconomieën tot steun moeten zijn.

De wereldhandel is sinds kort aangetrokken. Dit is in lijn met de lichte opleving van de economische bedrijvigheid. De laatste gegevens wijzen op een verbetering op de korte termijn. Wat de toekomst betreft, zal de wereldhandel naar verwachting geleidelijk aantrekken. De elasticiteit ervan ten opzichte van de bedrijvigheid blijft aan het eind van de projectieperiode onder die welke werd waargenomen vóór de wereldwijde crisis. Volgens de projecties trekt de groei van de wereldhandel (exclusief het eurogebied) aan van 3,8% in 2013 tot 6,2% in 2016. Doordat de vraag vanuit de belangrijkste handelspartners van het eurogebied langzamer groeit dan de vraag vanuit de rest van de wereld, is de projectie dat de groei van de buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied wat zwakker blijft.

Tabel 1 Het internationale klimaat

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	maart 2014				Bijstellingen sinds december 2013		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
Wereld (excl. het eurogebied) – reëel bbp	3,4	3,9	4,0	4,1	0,1	0,0	-0,1
Wereld (excl. het eurogebied) – handel ¹⁾	3,8	5,1	6,2	6,2	-0,2	-0,5	-0,2
Buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied ²⁾	3,0	4,5	5,6	5,8	0,0	-0,5	-0,1

1) Berekend als een gewogen gemiddelde van de invoer.

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

Ten opzichte van de macro-economische projecties uit het Maandbericht van december 2013 zijn de vooruitzichten voor de groei van de wereldeconomie nauwelijks bijgesteld. De vooruitzichten voor de buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied is voor 2014 neerwaarts bijgesteld, maar blijft voor 2015 globaal onveranderd. De bijstellingen voor 2014 zijn het gevolg van een negatief overloopeffect van lager dan eerder verwachte handelsontwikkelingen in de tweede helft van 2013, die naar verwachting op de korte termijn zullen voortduren.

Kader 1

TECHNISCHE AANNAMES BETREFFENDE DE RENTE, DE WISSELKOERSEN, DE GRONDSTOFFENPRIJZEN EN HET BEGROTINGSBELEID

De technische aannames met betrekking tot de rente en de prijzen van grondstoffen zijn gebaseerd op marktverwachtingen (waarvoor de afsluitdatum 12.02.14 was). De aanname voor de korte rente is van puur technische aard. De korte rente wordt afgemeten aan de driemaandse EURIBOR, waarbij de marktverwachtingen worden afgeleid van de termijntrentes. Deze methodologie levert voor de korte rente een gemiddeld niveau op van 0,3% voor 2014, 0,4% voor 2015 en 0,8% voor 2016. De marktverwachtingen betreffende het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied impliceren een gemiddeld niveau van 2,8% in 2014, 3,2% in 2015 en 3,6% in 2016¹. In lijn

met het beloop van de rentetarieven op de termijnmarkten en de geleidelijke doorwerking van wijzigingen in deze marktrentetarieven in de kredietrentetarieven, zullen de samengestelde bancaire debetrente voor leningen aan de non-financiële particuliere sector binnen het eurogebied naar verwachting rond het begin van 2014 hun laagste stand bereiken en daarna geleidelijk weer stijgen. Op grond van het prijsbeloop dat wordt geïmpliceerd door de termijnmarkten in de twee weken tot en met de afsluitdatum wordt voor grondstoffen verondersteld dat de prijs van ruwe Brent-olie zal dalen van USD 108,8 per vat in 2013 tot USD 96,9 per vat in 2016. De in Amerikaanse dollar luidende prijzen van grondstoffen anders dan energie zullen, zo is de aanname, in 2014 dalen, alvorens in 2015 en 2016 te stijgen².

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 12 februari 2014. Dit impliceert een wisselkoers van USD 1,36 per euro tussen 2014 en 2016, wat 2,1% hoger is dan in 2013. Van de effectieve wisselkoers van de euro wordt aangenomen dat deze gemiddeld 1,6% sterker zal zijn dan in 2013.

Technische aannames

	maart 2014				Bijstellingen sinds december 2013 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
Driemaandse EURIBOR (in % per jaar)	0,2	0,3	0,4	0,8	0,0	0,0	-0,1
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (in % per jaar)	2,9	2,8	3,2	3,6	0,0	-0,3	-0,3
Olieprijs (USD/vat)	108,8	105,8	101,1	96,9	0,6	1,8	1,9
Grondstoffenprijzen m.u.v. energie in USD (percentuele mutaties op jaarbasis)	-5,2	-2,5	3,1	4,8	0,2	0,1	-0,7
Wisselkoers USD/EUR	1,33	1,36	1,36	1,36	0,2	0,9	0,8
Nominale effectieve wisselkoers euro (percentuele mutaties op jaarbasis)	3,8	1,6	0,0	0,0	0,1	0,8	0,0

1) Bijstellingen worden uitgedrukt in procenten als het niveau betreft, in verschillen als het groeicijfers betreft en in procentpunten als het rentetarieven en obligatierendementen betreft. Bijstellingen worden berekend op grond van niet afgeronde cijfers.

De aannames betreffende het begrotingsbeleid zijn gebaseerd op de nationale begrotingsplannen in de afzonderlijke landen van het eurogebied die beschikbaar waren vanaf 20 februari 2014. Zij omvatten alle beleidsmaatregelen die reeds door het betreffende nationale parlement zijn goedgekeurd of die reeds in detail door overheden zijn uitgewerkt en het wetgevingsproces waarschijnlijk zullen doorstaan.

In de technische aannames is relatief weinig veranderd ten opzichte van het Maandbericht van december 2013. De veranderingen betreffen onder andere een iets lagere lange rente in het eurogebied, hogere in US dollar luidende olieprijsen, en een lichte stijging van de eurokoers.

1 De aanname m.b.t. de rendementen op overheidsobligaties uit het eurogebied met een looptijd van tien jaar is gebaseerd op het gewogen gemiddelde van het rendement op tienjaars referentieobligaties van de eurolanden. Dit gemiddelde is gewogen voor de jaarlijkse bbp-cijfers en is geëxtrapoleerd met behulp van het termijnbeloop dat is afgeleid van de door de ECB samengestelde tienjaars parierendementscurve voor alle obligaties, waarbij het aanvankelijke verschil tussen de twee series voor de gehele projectieperiode gelijk gehouden is. Er wordt vanuit gegaan dat het ecart tussen het rendement op overheidsobligaties van bepaalde landen en het overeenkomstige gemiddelde van het eurogebied gedurende de projectieperiode gelijk blijft.

2 De aannames voor de grondstoffenprijzen van olie en voedsel zijn gebaseerd op de futureskoersen tot en met het einde van de projectieperiode. Voor andere grondstoffen wordt aangenomen dat de prijzen tot het eerste kwartaal van 2015 de futures volgen en zich daarna in lijn met de mondiale economische bedrijvigheid ontwikkelen. De projecties van EU-producentenprijzen (in euro) die gebruikt worden voor een prognose van de consumentenprijzen voor voedsel, zijn gebaseerd op een econometrisch model dat rekening houdt met ontwikkelingen in de internationale grondstoffenprijzen voor voedsel.

PROJECTIES VAN DE REËLE BBP-GROEI

Het reële bbp bleef zich in het vierde kwartaal van 2013 gematigd herstellen, met een stijging met 0,3 % ten opzichte van het voorafgaande kwartaal, na een groei van 0,3% en 0,1 % in respectievelijk het tweede en derde kwartaal van 2013 (zie de grafiek). De recente onderzoeksgegevens lijken te zijn gestabiliseerd boven hun gemiddelde niveaus voor de lange termijn, wat wijst op een verdere toename van de bedrijvigheid in het eerste kwartaal van 2014. Het zeer zachte winterweer in sommige landen heeft waarschijnlijk de bedrijvigheid in het eerste kwartaal ondersteund. De onderliggende groeidynamiek zal volgens de projectie in de loop van 2014 gematigd blijven en daarna iets toenemen. De belangrijkste factoren die gedurende de projectieperiode voor het aantrekken van de bedrijvigheid zorgen, zijn naar verwachting het geleidelijk herstel van de binnenlandse vraag als gevolg van de toename van het vertrouwen in een omgeving van dalende onzekerheid, de zeer accommoderende monetairbeleidskoers, en de lagere olieprijs (die het reëel besteedbaar inkomen verhogen). De binnenlandse vraag zal naar verwachting ook profiteren van een minder restrictief begrotingsbeleid in de komende jaren en van geleidelijk verbeterende kredietvoorwaarden. Daarnaast zal de totale bedrijvigheid gedurende de projectieperiode in toenemende mate worden ondersteund door het gunstige effect op de uitvoer van een geleidelijke versterking van de externe vraag, zij het dat dit aanvankelijk deels wordt beperkt door de impact van de recente appreciatie van de effectieve wisselkoers van de euro. De negatieve gevolgen voor de groeivoorzichten die voortvloeien uit de noodzaak tot verdere aanpassing van de balansen van de particuliere en publieke sector, uit de hoge werkloosheid en uit de nog enigszins verhoogde onzekerheid, zullen gedurende de projectieperiode naar verwachting geleidelijk afnemen.

Over het algemeen blijft het herstel, aldus de projecties, naar historische maatstaven zwak en overstijgt het reële bbp van het eurogebied pas vanaf eind 2015 weer het niveau van vóór de crisis (dat van het eerste kwartaal van 2008). Het reële bbp zal, uitgedrukt in jaarlijkse gemiddelden, in 2014 naar verwachting met 1,2% stijgen, in 2015 met 1,5% en in 2016 met 1,8%. Dit groeipatroon is het gevolg van een gestaag stijgende bijdrage van de binnenlandse vraag in combinatie met een kleine positieve bijdrage van de netto-uitvoer. Aangezien de groei naar verwachting de potentiële groei zal overschrijden, zal de onderbenutting gedurende de projectieperiode geleidelijk afnemen.

Bij een nadere beschouwing van de vraagcomponenten blijkt uit de projecties dat de uitvoer uit het eurogebied in de loop van 2014 en 2015 aan vaart wint als gevolg van de toenemende buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied en het geleidelijk wegebben van de negatieve impact van de recente appreciatie van de euro. Het aandeel in de exportmarkten buiten het eurogebied zal naar verwachting gedurende de projectieperiode enigszins dalen als gevolg van de effecten van een recent verlies aan concurrentievermogen. Door de naar verhouding zwakke binnenlandse vraag in het eurogebied groeit de uitvoer binnen het eurogebied volgens de prognoses langzamer dan de uitvoer uit het eurogebied.

De projectie is dat de bedrijfsinvesteringen geleidelijk zullen aantrekken, zij het in een te laag tempo om terug te tekeren naar het niveau van vóór de crisis. De bedrijfsinvesteringen zullen naar verwachting worden ondersteund door een aantal factoren: de voorspelde, geleidelijke groei van de binnen- en buitenlandse vraag; de zeer lage rentetarieven; de afgenomen onzekerheid; de noodzaak tot modernisering van de voorraad kapitaalgoederen na enkele jaren van geringe investeringen; het verdwijnen van negatieve effecten van het kredietaanbod, alsmede licht hogere winststoplagen naarmate de bedrijvigheid zich herstelt. De gecombineerde negatieve uitwerking van de ruime hoeveelheid onbenutte capaciteit, de noodzaak van verdere herstructurering van de bedrijfsbalansen, ongunstige financieringsvoorwaarden in sommige gebieden, en een relatief grote mate van onzekerheid in sommige landen zal slechts geleidelijk afnemen gedurende de projectieperiode.

De investeringen in woningen zullen in de eerste helft van 2014 naar verwachting slechts gematigd stijgen, en maar marginaal aantrekken gedurende de rest van de projectieperiode. De noodzaak tot verdere correcties op de woningmarkt in sommige landen en de zwakke groei van het reëel besteedbaar inkomen blijven drukken op de vooruitzichten. Investeren in woningen is in andere landen relatief aantrekkelijk als gevolg van historisch lage hypotheekrentes, maar het effect daarvan kan zich slechts geleidelijk doen gevoelen, aangezien de bouw er zijn capaciteitsgrens al vrijwel bereikt heeft. Als gevolg van de begrotingsconsolidatiemaatregelen die in verschillende eurolanden zijn genomen, worden voor de gehele projectieperiode opnieuw betrekkelijk geringe overheidsinvesteringen voorzien.

De projectie is dat het aantal werkenden gedurende 2014 licht zal stijgen. Het geringe herstel van de werkgelegenheid komt doordat de bedrijvigheid weinig aantrekt, de werkgelegenheid, zoals gebruikelijk, traag op veranderingen in de productie reageert, een toename van het aantal gewerkte uren per persoon, verdere bezuinigingen op personeel in de publieke sector en de toegenomen onzekerheid in sommige landen, wat een drukkend effect heeft op het aantal vacatures in de particuliere sector. Deze factoren wegen waarschijnlijk zwaarder dan de positieve impact van arbeidsmarkthervormingen, die in sommige onder druk staande landen voor meer flexibiliteit heeft gezorgd en de drempel waarbij productiegroei tot banengroei leidt, heeft verlaagd. De verwachting is dat de beroepsbevolking tijdens de projectieperiode gematigd zal stijgen, doordat bepaalde segmenten van de bevolking geleidelijk naar de arbeidsmarkt terugkeren. De werkloosheid zal gedurende de projectieperiode naar verwachting een bescheiden daling te zien geven, maar in 2016 boven 11% blijven. De arbeidsproductiviteit (gemeten als productie per werknemer) zal volgens de projectie iets oplopen gedurende de projectieperiode, als gevolg van de verwachte versnelling van de economische bedrijvigheid en de vertraagde reactie van de werkgelegenheid.

Tabel 2 Macro-economische projecties voor het eurogebied¹

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	maart 2014				Bijstellingen sinds December 2013 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
Reëel bbp ³⁾	-0,4	1,2	1,5	1,8	0,0	0,1	-0,1
		[0,8 – 1,6] ⁴⁾	[0,4 – 2,6] ⁴⁾	[0,7 – 2,9] ⁴⁾			
Particuliere consumptie	-0,6	0,7	1,2	1,4	0,0	0,0	0,0
Overheidsconsumptie	0,2	0,4	0,4	0,7	0,1	0,1	0,0
Bruto-investeringen in vaste activa	-2,9	2,1	2,7	3,7	0,1	0,5	-0,1
Uitvoer ⁵⁾	1,1	3,6	4,7	5,1	0,1	-0,1	-0,2
Invoer ⁵⁾	0,0	3,5	4,7	5,2	0,1	0,0	0,0
Werkgelegenheid	-0,8	0,2	0,5	0,7	0,0	0,0	0,1
Werkloosheid (in procenten van de beroepsbevolking)	12,1	11,9	11,7	11,4	0,0	-0,1	-0,1
HICP	1,4	1,0	1,3	1,5	0,0	-0,1	0,0
		[0,7 – 1,3] ⁴⁾	[0,6 – 2,0] ⁴⁾	[0,7 – 2,3] ⁴⁾			
HICP excl. energie	1,4	1,2	1,5	1,7	0,0	-0,1	0,0
HICP excl. energie en voedsel	1,1	1,1	1,4	1,7	0,0	-0,2	0,0
HICP-inflatie exclusief energie, voedsel en wijzigingen van de indirecte belastingen ⁶⁾	1,0	1,0	1,4	1,7	0,0	-0,1	0,0
Arbeidskosten per eenheid product	1,2	0,8	1,0	1,2	-0,2	-0,2	0,0
Loonsom per werknemer	1,7	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1	-0,1
Arbeidsproductiviteit	0,4	0,9	1,0	1,1	0,1	0,1	-0,1
Algeheel begrotingssaldo overheid (als percentage van het bbp)	-3,2	-2,7	-2,5	-2,1	0,0	-0,1	-0,1
Structureel begrotingssaldo (als percentage van het bbp) ⁷⁾	-2,5	-2,2	-2,2	-2,0	0,0	0,0	-0,1
Bruto overheidsschuld (als percentage van het bbp)	92,9	93,5	93,2	92,2	-0,3	-0,1	0,2
Saldo op de lopende rekening (als percentage van het bbp)	2,2	2,4	2,6	2,7	0,2	0,2	0,0

- 1) De cijfers hebben betrekking op het eurogebied inclusief Letland, met uitzondering van de HICP-cijfers voor 2013. De gemiddelde procentuele verandering in de HICP op jaarbasis voor 2014 is gebaseerd op een eurozone anno 2013 waarvan Letland reeds deel uitmaakt.
- 2) Bijstellingen worden berekend op grond van niet afgeronde cijfers.
- 3) Cijfers gecorrigeerd voor het aantal werkdagen.
- 4) 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 "New procedures for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges", in december 2009 door de ECB gepubliceerd en te vinden op de ECB-website.
- 5) Inclusief de handel binnen het eurogebied.
- 6) De subindex is gebaseerd op ramingen van de werkelijke effecten van indirecte belastingen en kan afwijken van cijfers van Eurostat, dat ervan uitgaat dat belastingeffecten volledig en onmiddellijk in de HICP doorwerken.
- 7) Berekend als het overheidssaldo na voorbijgaande conjunctuureffecten en tijdelijke overheidsmaatregelen. Bij de berekening is de ESCB-methode van voor de conjunctuurfase gecorrigeerde begrotingssaldi gevolgd (zie Bouthevillain, C. et al., "Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach", *Working Paper*-reeks nr. 77, ECB, september 2001) en de ESCB-definitie van tijdelijke maatregelen (zie Kremer, J. et al., "A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances", *Working Paper*-reeks nr. 579, ECB, januari 2006). 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. Dit wordt besproken in het kader getiteld "Cyclical adjustment of the government budget balance" in het Maandbericht van maart 2012, ook met verwijzing naar de methodologie van de Commissie.

De particuliere consumptie zal naar verwachting in de loop van 2014 en daarna wat aan vaart winnen, naarmate de groei van het reëel besteedbaar inkomen aantrekt als gevolg van een hoger arbeidsinkomen, een geleidelijke verbetering van de arbeidsmarktomstandigheden, een langzamer tempo van begrotingsconsolidatie en een lage inflatie, slechts gedeeltelijk getemperd door een lichte stijging van de spaarquote. De overheidsconsumptie zal naar verwachting gedurende de projectieperiode gematigd toenemen.

Het groeitempo van de invoer van buiten het eurogebied zal, zo is de projectie, gematigd versnellen gedurende de projectieperiode, mede als gevolg van de impact van de recente appreciatie van de euro. De versnelling zal echter beperkt blijven door de gematigde groei van de totale vraag. Het uitvoersaldo draagt gedurende de projectieperiode naar verwachting positief bij aan de groei van het reële bbp, en het overschot op de lopende rekening neemt, zo wordt voorzien, toe tot 2,7% bbp in 2016.

Vergeleken met macro-economische projecties die in het Maandbericht van december 2013 zijn gepubliceerd, is de projectie voor de reële bbp-groei in 2014 licht opwaarts bijgesteld.

PROJECTIES BETREFFENDE PRIJZEN EN KOSTEN

Volgens de voorlopige raming van Eurostat kwam de totale HICP-inflatie in februari 2014 uit op 0,8%, onveranderd ten opzichte van het laatste kwartaal van 2013. De huidige gematigde inflatie is het gevolg van een combinatie van dalende energieprijzen en gematigde stijgingen van de voedselprijzen, en van een gematigde trend in de dienstprijzen en de prijzen voor industriële goederen ongerekend energie (zie Paragraaf 3 en het kader getiteld "Het effect van de prijzen van diensten en industriële goederen ongerekend energie op de recente daling in de HICP-inflatie" in dit Maandbericht).

Vooruitblikkend, is de verwachting dat de HICP-inflatie in de nabije toekomst op een laag peil zal blijven, alvorens vanaf eind 2014 te gaan stijgen naarmate de bedrijvigheid geleidelijk herstelt. Voorzien wordt dat de inflatie op jaarbasis in 2014 1,0% zal bedragen, in 2015 1,3% en in 2016 1,5%. Eind 2016 komt de inflatie naar verwachting uit op 1,7%.

Deze gematigde inflatievooruitzichten zijn naar verwachting voornamelijk het gevolg van het neergaande trend van de oliefutures en de bestaande economische onderbenutting. De geleidelijke versterking van de vraag en een aanhoudende daling van de overcapaciteit in de context van stevig verankerde inflatieverwachtingen, zullen naar verwachting resulteren in enige stijging van de winstmarges en een toename in de arbeidskosten per eenheid product in grote delen van het eurogebied. Verder zou de geleidelijk afnemende noodzaak van aanpassingen van de kosten en prijzen in onder druk staande landen ook moeten bijdragen aan een stijging van de HICP-inflatie gedurende de projectieperiode.

Gedetailleerder gezegd: naar verwachting zullen de energieprijzen tijdens de projectieperiode iets dalen onder invloed van de veronderstelde ontwikkeling van de olieprijs. Dit heeft een neerwaarts effect op de HICP-inflatie. De bijdrage van de energieprijzen aan het totale HICP-inflatiecijfer op jaarbasis zal tijdens de projectieperiode naar verwachting nagenoeg verwaarloosbaar zijn, in vergelijking met een bijdrage van gemiddeld 0,5 procentpunt sinds 1999.

Naar verwachting zal de voedselprijsinflatie in de eerste drie kwartalen van 2014 blijven dalen als gevolg van de recente daling van voedselgrondstoffenprijzen (in euro) en neerwaartse basiseffecten. De projectie is dat zij gedurende de rest van de projectieperiode zal aantrekken, in lijn met de veronderstelde stijging van de voedselgrondstoffenprijzen gedurende deze periode. De opwaartse bijdrage van de voedselprijzen aan de totale HICP-inflatie zal gedurende de projectieperiode, zo wordt voorzien, gemiddeld 0,3 procentpunt bedragen, iets lager dan de gemiddelde bijdrage sinds 1999 (0,5 procentpunt).

Volgens de projectie zal de HICP-inflatie exclusief energie en voedsel in de loop van 2014 geleidelijk stijgen, met gemiddeld 1,1% over het hele jaar gemeten, in 2015 stijgen naar 1,4% en in 2016 naar 1,7%. Deze ontwikkelingen zullen naar verwachting het gevolg zijn van het geleidelijk aantrekken van de economische bedrijvigheid. De gemiddelde bijdrage van deze component aan de totale HICP-inflatie gedurende de projectieperiode zal naar schatting ongeveer 1,0 procentpunt bedragen, wat eveneens iets lager is dan de gemiddelde bijdrage sinds 1999 (1,1 procentpunt).

Verhogingen van de indirecte belastingen die zijn opgenomen in begrotingsconsolidatieplannen zullen naar verwachting een aanzienlijk opwaartse bijdrage van rond 0,2 procentpunt aan de HICP-inflatie in 2014 leveren. De grootte van deze bijdrage is vergelijkbaar met die in 2013. Voor 2015 en 2016 wordt voorzien dat deze bijdragen verwaarloosbaar zijn, aangezien gedetailleerde informatie over de begrotingsmaatregelen voor die jaren ontbreekt. Voorzien wordt derhalve dat de inflatie zoals gemeten door de HICP ongerekend energie, voedsel en veranderingen in de indirecte belastingen iets sterker zal aantrekken dan de index inclusief belastingen.

De externe prijsdruk is in de loop van 2013 afgenomen als gevolg van de geringe mondiale vraag, de stijging van de effectieve wisselkoers van de euro en prijsdalingen van olie en andere grondstoffen. Deze factoren resulteerden gedurende het jaar in een daling van de invoerdeflator. Vooruitblikkend zal de invoerdeflator in 2014 en gedurende de rest van de projectieperiode naar verwachting toenemen, gezien de voorziene versterking van de mondiale vraag gedurende de projectieperiode, de verwachte stijging van de prijzen van grondstoffen exclusief energie, en de wegebbende effecten van de recente appreciatie van de euro. Voorzien wordt dat het mutatiетempo op jaarbasis in 2016 1,1% zal bedragen, dicht bij gemiddelde groeivoet voor de lange termijn.

Wat betreft de binnenlandse prijsdruk is de projectie dat, gezien de aanhoudend zwakke, maar langzaam verbeterende arbeidsmarktomstandigheden in het eurogebied, het jaarlijkse groeitempo van de loonsom per werknemer in 2014 globaal ongewijzigd blijft, alvorens in 2015 en 2016 meer dynamiek te krijgen. De arbeidskosten per eenheid product zullen in 2014 naar verwachting afnemen als gevolg van de conjuncturele opleving in de productiviteitsgroei, de vertraagde reactie van de werkgelegenheid tijdens een economisch herstel, en het goeddeels ongewijzigd groeitempo van de loonsom per werknemer gedurende het jaar. Naarmate het herstel in 2015 en 2016 aan kracht wint en de arbeidsmarkten geleidelijk verbeteren, zal de iets krachtiger groei van de loonsom per werknemer in vergelijking met productiviteit naar verwachting leiden tot een kleine stijging van de arbeidskosten per eenheid product.

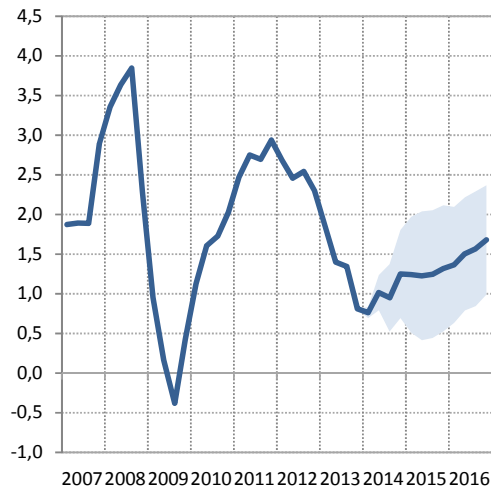
De groei van de winstmarge-indicator (het verschil tussen de bbp-deflator tegen basisprijzen en de arbeidskosten per eenheid product) zal in 2014 naar verwachting toenemen en licht verder stijgen gedurende de projectieperiode, ondersteund door de verwachte verbetering van de economische omstandigheden.

Grafiek 1 Macro-economische projecties¹⁾

(kwartaalgegevens)

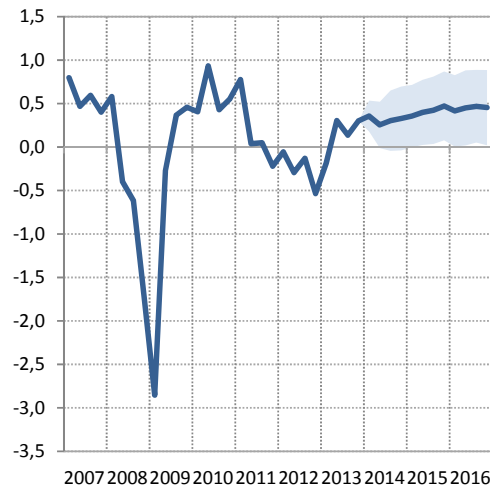
HICP van het eurogebied

(gemiddelde procentuele mutaties op jaarbasis)



Reëel bbp van het eurogebied²⁾

(gemiddelde procentuele mutaties op jaarbasis)



1) 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 "New procedures for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges", in december 2009 door de ECB gepubliceerd en te vinden op de ECB-website.

2) Cijfers gecorrigeerd voor het aantal werkdagen.

Vergeleken met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties uit het Maandbericht van december 2013 is de projectie van de totale HICP-inflatie voor 2014 met 0,1 procentpunt naar beneden bijgesteld, terwijl deze onveranderd blijft voor 2015.

VOORUITZICHTEN VOOR DE OVERHEIDSBEGROTINGEN

Op basis van de in Kader 1 geschetste aannames wordt verwacht dat het begrotingstekort van het eurogebied daalt van 3,2% in 2013 naar 2,7% in 2014 en dat het verder daalt naar 2,1% in 2016. De voorziene daling van het begrotingstekort voor 2014 is het gevolg van de begrotingsconsolidatiemaatregelen die in een aantal eurolanden zijn genomen en van een beëindiging van de overheidssteun aan de financiële sector. In 2015-16 is de voorziene geleidelijke daling van het overheidstekort naar verwachting vooral het gevolg van een positieve bijdrage van de conjunctuurcomponent aangezien de overcapaciteit afneemt, en, in mindere mate, van een voortdurende verbetering van de structurele component, aangezien laatstgenoemde zich in een langzamer tempo zal verbeteren dan in de afgelopen jaren. Als gevolg hiervan zal het structurele begrotingssaldo, d.w.z. het voor conjunctuurfactoren gecorrigeerde saldo exclusief alle tijdelijke maatregelen, een zichtbare verbetering te zien geven in 2014 en een iets geringere verbetering in de rest van de projectieperiode. Uit de projecties komt voor het eurogebied een bruto schuldquote van de overheid naar voren die in 2014 zijn hoogste stand van 93,5% bereikt en daarna daalt naar 92,2% in 2016.

GEVOELIGHEIDSANALYSE

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 kunnen hebben op de projecties voor het eurogebied, kan de gevoeligheid van de projecties voor een alternatieve ontwikkeling van deze onderliggende aannames van pas komen bij het analyseren van de risico's rond de projecties. Dit kader bespreekt de onzekerheid waarmee drie belangrijke onderliggende aannames zijn omgeven, en de gevoeligheid van de projecties voor deze aannames.¹

1) EEN ALTERNATIEVE ONTWIKKELING VAN DE OLIEPRIJS

De aannames voor de olieprijs in de huidige, door medewerkers van de ECB samengestelde projecties zijn afkomstig uit de marktverwachtingen zoals gemeten door de koersen van oliefutures in de twee weken tot en met de afsluitdatum. Momenteel impliceren ze gestaag dalende olieprijsen gedurende de projectieperiode, maar ze blijven echter met onzekerheid omgeven. Er bestaat onzekerheid over het beloop van zowel de vraag- als de aanbodontwikkeling.

Aan de vraagzijde zou een groeivertraging in opkomende economieën een negatief effect kunnen hebben op de wereldwijde grondstoffenprijzen. Anderzijds kunnen de olieprijsen gaan stijgen ingeval van een sterker herstel, mondiaal en in het bijzonder in de Verenigde Staten. Aan de aanbodzijde wordt voorzien dat het effect van de stijging van schalieolieproductie gedurende de projectieperiode om twee redenen beperkt zal zijn. Ten eerste lijken de meeste schalieolie-effecten al te zijn ingeprijsd en, ten tweede, zullen zelfs aanzienlijke veranderingen in de omvang van de Amerikaanse productie slechts een gering effect hebben op de internationale prijzen vanwege een mogelijke neutraliserende reactie van de olieproductie in Saudi-Arabië. Tegelijkertijd kan er opwaartse druk op de olieprijsen ontstaan vanuit de aanbodzijde indien zich onverwachte geopolitieke gebeurtenissen voordoen.

Over het geheel genomen, in de context van een wereldwijd herstel, lijkt het aannemelijk dat de olieprijs hoger uitvalt dan in het basisscenario is aangenomen. Daarom wordt in deze gevoeligheidsanalyse rekening gehouden met een opwaartse bijstelling van de ontwikkeling van de olieprijsfutures op basis van de capaciteitsbenutting in de Amerikaanse industrie.² Deze alternatieve ontwikkeling veronderstelt dat de olieprijs 2%, 8% en 14% boven de futuresprijzen in respectievelijk 2014, 2015 en 2016 zal liggen. Op basis van de macro-economische modellen van medewerkers van de ECB, zou de hogere olieprijs ertoe leiden dat de HICP-inflatie 0,2 procentpunt boven de basisprojectie voor 2015 en 2016 komt te liggen. Tegelijkertijd zouden de hogere olieprijsen ook de reële bbp-groei temperen, die in 2016 0,1 procentpunt lager zou liggen.

2) EEN LAGERE WISSELKOERS VAN DE EURO

De nominale effectieve wisselkoers van de euro afgemeten aan de valuta's van 20 van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied, is in de afgelopen maanden versterkt en staat thans 3% boven het historisch gemiddelde sinds 1999. Deze versterking is door marktpartijen grotendeels toegeschreven aan de voortdurende uitstroom van internationale beleggers uit activa van opkomende markten (waarbij een deel van het kapitaal naar het eurogebied stroomt), de correctie van de valuta van grote grondstoffenexporterende landen, en de aanhoudende zwakte van de Japanse yen.

De basisprojectie veronderstelt dat de bilaterale wisselkoersen gedurende de projectieperiode onveranderd blijven op het gemiddelde niveau van de twee weken tot en met de afsluitdatum van 12 februari 2014. Tegen deze achtergrond en ter illustratie is een gestileerde alternatieve wisselkoersontwikkeling geconstrueerd, in de veronderstelling dat de euro in nominaal-effectieve termen met 3% zal depreciëren vanaf het tweede kwartaal van 2014. De resultaten van deze veronderstelde depreciatie wijzen op een reële bbp-groei en HICP-inflatie die in elk jaar gedurende de projectieperiode rond 0,1-0,2 procentpunt hoger ligt.

3) AANVULLENDE BEGROTINGSCONSOLIDATIE

Zoals in Kader 1 wordt vermeld, zijn in de aannames betreffende het begrotingsbeleid alle beleidsmaatregelen begrepen die reeds door het betreffende nationale parlement zijn goedgekeurd of die reeds in voldoende detail door overheden zijn gedefinieerd en het wetgevingsproces waarschijnlijk zullen doorstaan. Voor de meeste landen geldt dat de in de basisprojectie opgenomen maatregelen ontoereikend zijn om aan de eisen van hetzij de corrigerende hetzij de preventieve tak van het Stabiliteits- en Groei-pact te voldoen. Het streven om aan deze eisen te voldoen komt in grote lijnen tot uiting in de begrotingsdoelen die in de begrotingswetten of conceptbegrotingen voor 2014 door de regeringen zijn geformuleerd, in programmadocumenten van de EU en het IMF en, tot op zekere hoogte, in de stabiliteitsprogramma's voor 2013 (die in april 2014 worden bijgewerkt). De achterliggende maatregelen om deze doelen te bereiken ontbreken echter vaak of zijn onvoldoende uitgewerkt. Daarom is er bij de basisprojectie geen rekening mee gehouden. Dat geldt met name voor de periode 2015-16, dat voor de meeste landen niet onder de huidige begrotingsronde valt. Het is daarom niet alleen noodzakelijk maar ook waarschijnlijk dat de meeste regeringen in 2016, naast de begrotingsmaatregelen uit de basisprojectie, aanvullende begrotingsmaatregelen nemen.

Aannames die aan de begrotingsgevoeligheidsanalyse ten grondslag liggen

Het uitgangspunt van de begrotingsgevoeligheidsanalyse is het "gat" tussen de begrotingsdoelen van de regeringen en de basisbegrotingsprojecties. Om te bepalen hoe waarschijnlijk het is dat er aanvullende begrotingsmaatregelen worden genomen, wordt gebruikgemaakt van zowel qua omvang als samenstelling landspecifieke informatie en omstandigheden. Landspecifieke informatie in het bijzonder heeft tot doel onzekerheden over de begrotingsdoelen, de waarschijnlijkheid van aanvullende begrotingsmaatregelen en de daarmee samenhangende macro-economische terugkoppelingseffecten te achterhalen.

Op grond van deze benadering wordt de aanvullende begrotingsconsolidatie voor het eurogebied geraamd op rond 0,1% bbp in 2014. Voor 2015 zijn verdere aanvullende maatregelen waarschijnlijk (ongeveer 0,6% bbp) en wat minder in 2016 (ongeveer 0,3% bbp), waarmee de cumulatieve begrotingsconsolidatie eind 2016 op 1,0% bbp zou uitkomen). Met betrekking tot de aard van de begrotingsmaatregelen wordt getracht land- en tijdspecifieke profielen van de meest waarschijnlijke consolidatiemaatregelen in de analyse te verwerken. Uit de geaggregeerde analyse voor het eurogebied blijkt dat de begrotingsmaatregelen enigszins tenderen naar de uitgavenkant van de begroting, maar dat er ook sprake is van verhogingen van (in)directe belastingen en sociale premies.

De macro-economische effecten van aanvullende begrotingsconsolidatie

In onderstaande tabel zijn de resultaten weergegeven van de simulatie die met behulp van het New Area-Wide Model (NAWM)¹ van de ECB is uitgevoerd teneinde de impact van de begrotingsgevoeligheidsanalyse op de groei van het reëel bbp en de HICP-inflatie vast te stellen.

In 2014 blijven de macro-economische effecten van aanvullende begrotingsconsolidatie beperkt. In 2015 zullen deze rond -0,4 procentpunt bedragen en in 2016 zullen ze wederom beperkt blijven. Het effect op de HICP-inflatie zal naar schatting 0,1 procentpunt bedragen.

De geraamde macro-economische effecten van aanvullende begrotingsconsolidatie op de bbp-groei en de HICP-inflatie in het eurogebied

Aannames (als percentage van het bbp)	2014	2015	2016
Overheidsbegrotingsdoelstellingen ¹⁾	-2.4	-1.6	-0.8
Basisbegrotingsprojecties	-2.7	-2.5	-2.1
Aanvullende begrotingsconsolidatie (cumulatief) ²⁾	0.1	0.7	1.0
Effecten van aanvullende begrotingsconsolidatie (procentpunten) ³⁾			
Reële bbp-groei	-0.1	-0.4	-0.1
HICP-inflatie	0.0	0.1	0.1

1) Nominale doelen, zoals vastgelegd in de meest recente programmadocumenten van de EU en het IMF voor de desbetreffende landen; de meest recente aanbevelingen in het kader van de buitensporigtekortprocedure voor de desbetreffende landen; begrotingswetten en conceptbegrotingen voor 2014 en updates van stabiliteitsprogramma's voor 2013 voor landen die niet aan een buitensporigtekortprocedure onderworpen zijn.

2) Gevoeligheidsanalyse gebaseerd op inschattingen van medewerkers van het Eurosysteem.

3) Voor de groei van het reële bbp en de HICP-inflatie worden afwijkingen van de basisprojectie in procentpunten uitgedrukt (beide op jaarbasis). De macro-economische effecten zijn gesimuleerd met behulp van het New Area-Wide Model van de ECB.

Ten aanzien van de reële bbp-groei blijkt uit de huidige analyse dus enig neerwaarts risico voor de basisprojectie, met name in 2015, aangezien niet alle beoogde begrotingsconsolidatiemaatregelen in de basisprojectie zijn opgenomen. Tegelijkertijd bestaan er ook opwaartse risico's voor de inflatie, omdat de aanvullende consolidatie deels de vorm aanneemt van hogere indirecte belastingen.

Met nadruk zij gesteld dat deze begrotingsconsolidatieanalyse uitsluitend gericht is op de mogelijke kortetermijneffecten van waarschijnlijke aanvullende consolidatiemaatregelen. Hoewel zelfs goed ontworpen begrotingsconsolidatiemaatregelen op korte termijn vaak negatieve gevolgen hebben voor de reële bbp-groei, is er op (middel)lange termijn sprake van positieve effecten op de bedrijvigheid die buiten de door deze analyse bestreken periode vallen.⁴ De resultaten van deze analyse dienen, tot slot, niet te worden uitgelegd alsof er vraagtekens worden geplaatst bij de noodzaak om gedurende de projectieperiode aanvullende begrotingsmaatregelen te nemen. Integendeel, verdere consolidatiemaatregelen zijn nodig om de overheidsfinanciën in het eurogebied weer gezond te maken. Zonder consolidatie bestaat het risico van negatieve effecten op de prijs van overheidsobligaties. Ook het vertrouwen zou negatief beïnvloed kunnen worden, wat het economisch herstel zou belemmeren.

1 Alle simulaties zijn uitgevoerd op basis van de aanname van ongewijzigd beleid en ongewijzigde variabelen met betrekking tot de technische aannames en het internationale klimaat van het eurogebied.

2 Een gedetailleerde beschrijving van het model dat is gebruikt om deze opwaartse bijstelling af te leiden, is te vinden in Pagano, P., Pisani, M., "Risk-adjusted forecasts of oil prices", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 9, Issue 1, Art. 24, 2009.

3 Het New Area-Wide Model wordt beschreven in: Christoffel K., Coenen G. en Warne A., "The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis", Working Paper-reeks, nr. 944, ECB, oktober 2008.

4 Voor een uitgebreidere analyse van de macro-economische effecten van begrotingsconsolidatie wordt verwezen naar het Kader "De rol van het multiplicatoreffect in de huidige discussie over begrotingsconsolidatie" uit het Maandbericht van december 2012.

Box 3

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 zijn opgesteld op verschillende tijdstippen. 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 onderstaande tabel).

In de momenteel beschikbare prognoses door andere instellingen, is de reële bbp-groei in het eurogebied in 2014 en 2015 volgens de Eurosysteem-projecties vergelijkbaar met het groeipad in de projecties van de medewerkers van de ECB. De projecties voor de reële bbp-groei in 2016 vallen binnen de marges van de projecties van de ECB. Wat de inflatie betreft, wijzen de prognoses van de meeste andere instellingen op een gemiddelde HICP-inflatie op jaarbasis in 2014 en 2015 die dicht bij die in de projecties van de medewerkers van de ECB ligt. De HICP-inflatie in 2016 zal in de andere beschikbare projecties naar verwachting gemiddeld tussen 1,5% en 1,8% liggen, hetgeen binnen de bandbreedte van de projecties van de ECB-medewerkers ligt.

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

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	Publicatie- datum	bbp-groei			HICP-inflatie		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Projecties ECB-medewerkers	maart 2014	1,2	1,5	1,8	1,0	1,3	1,5
		[0,8 – 1,6]	[0,4 – 2,6]	[0,7-2,9]	[0,7-1,3]	[0,6 – 2,0]	[0,7 – 2,3]
Europese Commissie	februari 2014	1,2	1,8	-	1,0	1,3	-
OESO	november 2013	1,0	1,6	-	1,2	1,2	-
Euro Zone Barometer	februari 2014	1,1	1,5	1,5	1,0	1,3	1,8
Consensus Economics Forecast	februari 2014	1,0	1,4	1,5	1,0	1,4	1,8
Survey of Professional Forecasters	februari 2014	1,0	1,5	1,7	1,1	1,4	1,7
IMF	januari 2014	1,0	1,4	1,5	1,5	1,4	1,5

Bronnen: European Commission forecast, winter 2014; IMF World Economic Outlook Update, januari 2014 (bbp), IMF World Economic Outlook, oktober 2013, OECD Economic Outlook, november 2013; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; en de "Survey of Professional Forecasters" van de ECB.

Toelichting: De door medewerkers van 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, 2014

Adres: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Duitsland

Postadres: Postbus 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Duitsland

Telefoon: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

Website: <http://www.ecb.europa.eu>

Alle rechten voorbehouden.

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