



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM

Kader

## DOOR MEDEWERKERS VAN DE ECB SAMENGESTELDE MACRO-ECONOMISCHE PROJECTIES VOOR HET EUROGEBIED

Op basis van de tot en met 25 augustus 2011 beschikbare informatie hebben medewerkers van de ECB projecties samengesteld voor de macro-economische ontwikkelingen in het eurogebied.<sup>1</sup> Volgens deze projecties zal de gemiddelde reële bbp-groei op jaarbasis in 2011 tussen 1,4% en 1,8% uitkomen en in 2012 tussen 0,4% en 2,2%. De inflatie wordt geraamd tussen 2,5% en 2,7% in 2011, en tussen 1,2% en 2,2% in 2012.

### Technische aannames betreffende de rente, de wisselkoersen, de grondstoffenprijzen en het begrotingsbeleid

De technische aannames met betrekking tot de rente en de prijzen van zowel energiegrondstoffen als van andere grondstoffen dan energie zijn gebaseerd op marktverwachtingen (waarvoor de afsluitdatum 18 augustus 2011 was).

De aanname voor de korte rente is van puur technische aard. De korte rente wordt afgemeten aan de driemaands EURIBOR, waarbij de marktverwachtingen worden afgeleid van de termijnrentes. Deze methodologie levert een gemiddeld niveau van de korte rente op van 1,3% voor 2011 en 1,0% voor 2012. De marktverwachtingen ten aanzien van het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied impliceren een gemiddeld niveau van 4,2% in zowel 2011 als 2012. De doorwerking van de markrentes op de bancaire leentarieven zal, zo is de aanname, voor de meeste delen van het eurogebied in overeenstemming zijn met de historische regelmatigheid. In sommige delen van het eurogebied, met name die waar sprake is van spanningen in de markt voor overheidsobligaties, zal, zo is de verwachting, de doorwerking gepaard gaan met negatieve effecten op de risicopremies bij bancair krediet. De voorwaarden voor de kredietverlening zullen zich naar verwachting geleidelijk verder normaliseren, al zullen zij gedurende de projectieperiode een enigszins remmend effect op de bedrijvigheid blijven houden.

Wat betreft de prijzen van grondstoffen, wordt op grond van het prijsbeloop op de termijnmarkt in de twee weken tot en met de afsluitdatum voor Brentolie een gemiddelde prijs per vat verondersteld van USD 110,1 in 2011 en USD 106,5 in 2012. De in Amerikaanse dollar luidende prijzen van andere grondstoffen dan energie<sup>2</sup> zullen, zo wordt aangenomen, in 2011 met 19,6% stijgen, en in 2012 met 0,8% dalen.

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 18 augustus 2011. Dit impliceert een EUR/USD-wisselkoers van 1,42 in 2011 en van 1,43 in 2012, en een effectieve wisselkoers van de euro die, gemiddeld, in 2011 met 0,2% apprecieert en in 2012 met 0,2% daalt.

<sup>1</sup> De door de medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties vormen een aanvulling op de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties die halfjaarlijks gezamenlijk door deskundigen van de ECB en van de nationale centrale banken van het eurogebied worden geproduceerd. De gebruikte technieken zijn consistent met die van de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties zoals beschreven in de in juni 2001 door de ECB gepubliceerde "A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises", die te vinden is op de website van de ECB. Om uitdrukking te geven aan de onzekerheid waarmee de projecties zijn omgeven, worden voor de uitkomsten van elke variabele marges gebruikt. De marges 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. De gebruikte methode, waarin een correctie voor uitzonderlijke gebeurtenissen is opgenomen, wordt beschreven in "New procedures for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges", gepubliceerd door de ECB in december 2009 en eveneens te vinden op de website van de ECB.

<sup>2</sup> De aannames voor de olieprijs en de voedingsmiddelenprijzen zijn gebaseerd op de futuresprijzen tot en met het eind van de projectieperiode. Voor andere grondstoffen wordt aangenomen dat de prijzen de futures volgen tot het derde kwartaal van 2012 en zich daarna ontwikkelen in lijn met de mondiale economische bedrijvigheid.

De aannames betreffende het begrotingsbeleid zijn gebaseerd op de nationale begrotingsplannen in de afzonderlijke landen van het eurogebied zoals die op 19 augustus 2011 beschikbaar waren. Zij omvatten alle beleidsmaatregelen die reeds door het betreffende nationale parlement zijn goedgekeurd of die reeds in voldoende detail door overheden zijn uitgewerkt en het wetgevingsproces waarschijnlijk zullen doorstaan.

### Aannames betreffende het internationale klimaat

Het tempo van de mondiale groei is de recente maanden gematigd. Deze vertraging is deels het gevolg van tijdelijke factoren, zoals de impact van de Japanse natuur- en atoomramp op de Japanse economie en mondiale aanbodketens, alsook van de dempende effecten van de hoge grondstoffenprijzen op de inkomens in de grote geavanceerde economieën. Wat de toekomst betreft zal de geleidelijke afname van verstoringen in de aanbodketens naar verwachting in de tweede helft van het jaar enige groei-impuls geven. Het hoger dan verwachte werkloosheidscijfer, het teruggelopen ondernemers- en consumentenvertrouwen in de geavanceerde economieën en de aanhoudende zwakte van de huizenmarkt in de Verenigde Staten zullen echter, zo wordt verwacht, een negatieve uitwerking hebben op de groei. Daarnaast, zo wordt voorzien, zal de recente verschuiving in het sentiment in de mondiale financiële markten in de tweede helft van 2011 middels zowel vertrouwens- als vermogenseffecten verdere negatieve repercussies hebben, hoewel niet wordt verwacht dat deze verschuiving het mondiale economische herstel zal verstoren. Op de middellange termijn zal de erfenis van de financiële crisis naar verwachting een negatieve invloed blijven hebben op de kracht van het herstel in geavanceerde economieën, als gevolg van de noodzaak van balansherstructurering in verschillende sectoren. Dit is van invloed op de vooruitzichten voor een snelle verbetering van de arbeidsmarkten in enkele geavanceerde economieën. De groei in de opkomende economieën daarentegen zal naar verwachting relatief robuust blijven, waarbij het risico van oververhitting blijft bestaan. Het mondiale reële bbp buiten het eurogebied zal, zo wordt aangenomen, in 2011 met gemiddeld 4,1% groeien en in 2012 met gemiddeld 4,4%. De groei van de externe vraag van het eurogebied zal naar schatting in 2011 7,0% bedragen, en in 2012 6,8%. Deze groeicijfers liggen lager dan in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties van juni 2011, voornamelijk ten gevolge van een neerwaartse herziening van de vooruitzichten voor de Amerikaanse economie.

### Projecties voor de reële bbp-groei

Na de krachtige groei in het eurogebied in het eerste kwartaal van 2011, gestuwd door een opleving van de productie in de bouwnijverheid, is er de afgelopen paar maanden een aanzienlijke vertraging opgetreden in de economische bedrijvigheid. Zoals ook het geval was voor de mondiale economie, is de bedrijvigheid in het eurogebied gedempt door negatieve effecten die verband hielden met de Japanse natuur- en atoomramp en met de vertraagde invloed van stijgingen van de olieprijs in het verleden. De onderliggende dynamiek in het eurogebied is ook verzwakt ten gevolge van binnenlandse factoren, zoals lagere aandelenkoersen, de verkrapping van de begrotingskoers, strengere kredietverleningsvoorwaarden en verhoogde onzekerheid, zoals tot uitdrukking komt in zowel stijgende risicopremies in verband met de overheidsschuldcrisis als in verslechterend ondernemers- en consumentenvertrouwen. Aangezien de verwachting is dat sommige van deze factoren in de nabije toekomst een negatieve impact zullen blijven uitoefenen, zal het reële bbp, zo is de projectie, gedurende de tweede helft van 2011 slechts in bescheiden mate toenemen. Daarna zal de bedrijvigheid naar verwachting geleidelijk aan kracht winnen naarmate de uitvoer uit het eurogebied profiteert van een stijgende buitenlandse vraag, terwijl de binnenlandse vraag volgens de projectie geleidelijk zal aansterken, ondersteund door de accommoderende monetairbeleidskoers, door de maatregelen die zijn genomen om de werking van het financiële stelsel te herstellen en door, uiteindelijk, de invloed van robuuste mondiale vraag op het binnenlands inkomen. Op jaarbasis zal het reële bbp naar verwachting stijgen met tussen 1,4% en 1,8% in 2011 en met tussen 0,4% en 2,2% in 2012.

Wat betreft nadere details ten aanzien van de vraagcomponenten: het groeitempo van de uitvoer naar buiten het eurogebied zal naar verwachting tot 2012 relatief krachtig blijven, zij het dat het wel zal dalen tot onder het groeicijfer van de buitenlandse vraag van het eurogebied in 2012, overeenkomstig de trendmatige daling van het marktaandeel van de uitvoer uit het eurogebied. Na een krachtige opleving in het eerste kwartaal van 2011, zullen volgens de projectie de totale investeringen gedurende de rest van het jaar slechts gematigd toenemen, alvorens in 2012 aan kracht te winnen. De bedrijfsinvesteringen zullen naar verwachting gedurende de projectieperiode gestaag oplopen, ondersteund door toenemende winstgevendheid, aanhoudende groei van de uitvoer en het opkomen van bezettingsproblemen. De groei van de investeringen in woningen zal echter naar verwachting gedurende de gehele projectieperiode relatief bedrukt blijven ten gevolge van de voortgaande aanpassingen op de woningmarkt in sommige landen, die ook worden weerspiegeld in de geprojecteerde bescheiden stijgingen van de huizenprijzen. Bovendien zullen, zo wordt aangenomen, de overheidsinvesteringen tot eind 2012 blijven dalen, zoals momenteel duidelijk wordt uit de begrotingsconsolidatiepakketten die in meerdere landen van het eurogebied zijn bekendgemaakt.

De groei van de particuliere consumptie zal, zo is de projectie, in 2011 nogal gematigd zijn, alvorens in 2012 licht aan te trekken, vooral ten gevolge van het groeipatroon van het reëel besteedbaar inkomen. Terwijl de negatieve impact van stijgingen van de grondstoffenprijzen in het verleden gedurende de rest van 2011 de groei van het reëel besteedbaar inkomen zou moeten dempen, zal de inflatoire druk naar verwachting daarna afnemen, en zo de dynamiek van het reëel besteedbaar inkomen in 2012 steunen. De reële overheidsconsumptie zal volgens de projectie tot 2012 slechts in bescheiden mate toenemen, als gevolg van de in verschillende landen van het eurogebied bekendgemaakte begrotingsconsolidatiepakketten. Het groeitempo van de invoer van buiten het eurogebied zal naar verwachting gedurende 2011 enigszins aantrekken alvorens in 2012 te stabiliseren, daarmee gedurende de projectieperiode sneller stijgend dan de totale vraag. Als gevolg van de iets sterker groei van de uitvoer zal, zo is de verwachting, het uitvoersaldo gedurende de gehele projectieperiode een positieve (zij het afnemende) bijdrage leveren aan de bbp-groei.

**Tabel A Macro-economische projecties voor het eurogebied**

(gemiddelde procentuele mutaties op jaarbasis)<sup>1), 2)</sup>

	2010	2011	2012
HICP	1,6	2,5 – 2,7	1,2 – 2,2
Reëel bbp	1,7	1,4 – 1,8	0,4 – 2,2
Particuliere consumptie	0,8	0,3 – 0,7	0,0 – 1,6
Overheidsconsumptie	0,5	-0,2 – 0,8	-0,7 – 0,5
Bruto investeringen in vaste activa	-0,8	2,2 – 3,6	0,8 – 5,4
Uitvoer (goederen en diensten)	11,0	5,6 – 8,4	2,3 – 9,7
Invoer (goederen en diensten)	9,3	4,7 – 7,3	2,0 – 9,2

1) De projecties voor het reële bbp en zijn componenten zijn gebaseerd op voor werkdagen gecorrigeerde gegevens. Bij de projecties voor de invoer en de uitvoer is de handel binnen het eurogebied inbegrepen.

2) De cijfers hebben betrekking op het eurogebied inclusief Estland, met uitzondering van de HICP-cijfers in 2010. De gemiddelde procentuele verandering van de HICP op jaarbasis voor 2011 is gebaseerd op een eurogebied anno 2010 waarvan Estland reeds deel uitmaakt.

## Projecties betreffende prijzen en kosten

De HICP-inflatie op jaarbasis in het eurogebied was in augustus 2011 2,5%. De totale HICP-inflatie zal, zo is de projectie, de komende maanden boven 2% blijven liggen, voornamelijk ten gevolge van de impact van sterke stijgingen van de olie- en niet-oliegrondstoffenprijzen in het verleden op de prijzen van energie en voedingsmiddelen. Daarna, zo is de projectie op grond van de huidige termijnprijzen voor grondstoffen, zullen de stijgingen van de invoerprijzen zich matigen. Daar staat tegenover dat de binnenlandse prijsdruk naar verwachting langzaam zal stijgen als gevolg van stijgende arbeidskosten en de doorwerking van de stijgingen in het verleden van de grondstoffenprijzen, hetgeen zal leiden tot een geleidelijke stijging van het inflatiecijfer van de HICP exclusief voedingsmiddelen en energie gedurende de projectieperiode. Over het geheel genomen is de projectie dat de gemiddelde totale inflatie op jaarbasis in 2011 tussen 2,5% en 2,7% zal liggen en in 2012 tussen 1,2% en 2,2%. De stijging van de loonsom per werknemer zal, zo wordt geprojecteerd, gedurende de projectieperiode relatief gematigd blijven, en weerspiegelt aldus de verwachte bescheiden verbetering van de arbeidsmarktsituatie. Als gevolg van de gedeeltelijke en vertraagde reactie van de nominale lonen op de consumptieprijsinflatie, zal, zo is de projectie, de reële loonsom per werknemer in 2011 dalen. Daarna zal deze naar verwachting langzaam stijgen. Aangezien de productiviteitsgroei volgens de projectie zal matigen, is de verwachting dat de arbeidskosten per eenheid product in 2011 zullen opleven en in 2012 in sneller tempo zullen stijgen. Dientengevolge zal, zo wordt voorzien, de groei van de winstmarges in 2011 en 2012 beperkt zijn, ook ten gevolge van de verwachte gematigde groei van de totale vraag.

## Vergelijking met de projecties van juni 2011

Vergeleken met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties die in juni 2011 in het Maandbericht zijn gepubliceerd, zijn de marges voor de reële bbp-groei in het eurogebied voor 2011 en 2012 naar beneden bijgesteld. De herziening van de vooruitzichten voor 2011 en 2012 weerspiegelt zowel lagere buitenlandse vraag als zwakkere binnenlandse vraag, waarbij deze laatste wordt gedempt door onder meer grotere onzekerheid, teruggelopen vertrouwen, lagere aandelenkoersen en strengere kredietverleningsvoorwaarden, factoren waarvan over het geheel genomen geconcludeerd kan worden dat zij zwaarder wegen dan de positieve effecten van de aanzienlijke neerwaartse herziening van de technische aanname ten aanzien van de gemiddelde leentarieven in het eurogebied. De neerwaartse bijstelling voor 2012 weerspiegelt tevens de impact van verdere begrotingsverkrapping in enkele landen van het eurogebied. Wat betreft de HICP-inflatie is de projectiemarge voor 2011 onveranderd gebleven, terwijl de marge voor 2012 iets smaller is geworden dan in de projecties van juni 2011.

Tabel B Vergelijking met de projecties van juni 2011

(gemiddelde procentuele mutaties op jaarbasis)

	2011	2012
Reëel bbp – juni 2011	1,5 – 2,3	0,6 – 2,8
Reëel bbp – september 2011	1,4 – 1,8	0,4 – 2,2
HICP – juni 2011	2,5 – 2,7	1,1 – 2,3
HICP – september 2011	2,5 – 2,7	1,2 – 2,2

## Vergelijking met prognoses door andere instellingen

Diverse instellingen, zowel internationale organisaties als organisaties in de particuliere sector, hebben prognoses voor het eurogebied uitgebracht (zie Tabel C). 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 betreffende de financiële, externe en begrotingsvariabelen af te leiden, waaronder de olieprijs en andere grondstoffenprijzen. Tot slot verschillen de prognoses in de methoden die zijn gehanteerd om de invloed van het aantal werkdagen te corrigeren.

Volgens de op dit moment beschikbare prognoses van andere organisaties en instellingen zal het reële bbp in het eurogebied in 2011 met tussen 1,6% en 2,0% groeien, marginaal hoger dan de marge in de door medewerkers van de ECB samengestelde projecties, en in 2012 met tussen 1,5% en 2,0%, hetgeen dicht ligt bij het bovenste deel van de marge in de door medewerkers van de ECB samengestelde projecties. Wat betreft de inflatie wijzen de beschikbare prognoses op een gemiddelde HICP-inflatie op jaarbasis van 2,6% in 2011, hetgeen ligt binnen de marge van de door medewerkers van de ECB samengestelde projecties. De voorspellingen van de HICP-inflatie voor 2012 variëren van 1,6% tot 2,0%, hetgeen eveneens ligt binnen de marge van de door medewerkers van de ECB samengestelde projecties.

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

(gemiddelde procentuele mutaties op jaarbasis)

	Publicatie- datum	bbp-groei		HICP-inflatie	
		2011	2012	2011	2012
OECD	mei 2011	2,0	2,0	2,6	1,6
Europese Commissie	mei 2011	1,6	1,8	2,6	1,8
IMF	juni 2011	2,0	1,7	2,6	1,8
Survey of Professional Forecasters	augustus 2011	1,9	1,6	2,6	2,0
Consensus Economics Forecasts	augustus 2011	1,9	1,5	2,6	1,9
Projecties ECB-medewerkers	september 2011	1,4 – 1,8	0,4 – 2,2	2,5 – 2,7	1,2 – 2,2

Bronnen: Economische Prognoses van de Europese Commissie, Voorjaar 2011; World Economic Outlook Update van het IMF van juni 2011; Economic Outlook van de OESO, mei 2011; Consensus Economics Forecasts, en de ECB Survey of Professional Forecasters.

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, 2011

Adres: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Duitsland  
Postadres: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Duitsland  
Tel.: +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.