



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSISTEEM

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

Op basis van de tot 24 mei 2011 beschikbare informatie hebben medewerkers van het Eurosysteem projecties samengesteld voor de macro-economische ontwikkelingen in het eurogebied.<sup>1</sup> Ondersteund door zowel een aanhoudende mondiale vraag en een versterking van de investeringen als door de maatregelen die zijn genomen om de werking van het financiële stelsel te herstellen en de nog steeds accommoderende monetairbeleidskoers, is de projectie dat de gemiddelde reële bbp-groei op jaarbasis in 2011 tussen 1,5% en 2,3% zal liggen, en in 2012 tussen 0,6% en 2,8%. Voornamelijk ten gevolge van de recente sterke stijgingen van de olieprijs wordt voorzien dat de totale HICP-inflatie voor de rest van 2011 boven 2,0% zal blijven. Daarna zullen de grondstoffenprijzen, zo is de aanname, matigen en zal, zo wordt geprojecteerd, de gemiddelde totale inflatie op jaarbasis, naarmate de directe invloed van de stijgingen van de grondstoffenprijzen in het verleden wegebt, dalen. De binnenlandse prijsdruk daarentegen zal naar verwachting oplopen ten gevolge van een hogere bezettingsgraad en een krappere arbeidsmarktsituatie alsook van een geleidelijke en gedeeltelijke doorwerking van stijgingen van de grondstoffenprijzen in het verleden. Naar verwachting zal de gemiddelde totale HICP-inflatie in 2011 uitkomen op tussen 2,5% en 2,7% en in 2012 tussen 1,1% en 2,3%.

### 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 18 mei 2011 was).<sup>1</sup> 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 termijrentes. Deze methodologie levert een gemiddeld niveau van deze korte rente op van 1,6% voor 2011 en 2,3% voor 2012. De marktverwachtingen betreffende het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied impliceren een gemiddeld niveau van 4,5% in 2011 en van 4,8% in 2012. Wat betreft de financieringsvoorwaarden gaat de basisprojectie ervan uit dat gedurende de projectieperiode de ecarts tussen de bancaire debettarieven en de korte rente kleiner zullen worden ten gevolge van de geleidelijke doorwerking van rentestijgingen op de termijnmarkt en een daling van het wanbetalingsrisico voor zowel niet-financiële vennootschappen als particuliere huishoudens. De ecarts ten opzichte van de lange rente zullen, zo wordt aangenomen, na hun duidelijke krimp in het laatste kwartaal van 2010 gedurende de projectieperiode geleidelijk toenemen en tegen het einde van de projectieperiode zijn teruggekeerd naar een niveau in overeenstemming met hun historische gemiddelde. De kredietaanbodssituatie voor het eurogebied als geheel zal naar verwachting verder normaliseren maar nog steeds negatieve druk uitoefenen op de bedrijvigheid gedurende de projectieperiode. Wat betreft de grondstoffenprijzen wordt op grond van het prijsbeloop dat wordt geïmpliceerd door de termijnmarkten in de twee weken tot en met de afsluitdatum aangenomen dat de gemiddelde prijs van een barrel Brent crude oil in 2011 USD 111,1 zal bedragen en in 2012 USD 108,0.

<sup>1</sup> De door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties zijn een gezamenlijk product van deskundigen van de ECB en van de nationale centrale banken van het eurogebied. Zij vormen een halfjaarlijks ingrediënt voor de beoordeling door de Raad van Bestuur van de economische ontwikkelingen en de risico's voor prijsstabiliteit. Meer informatie over de procedures en technieken wordt verschaft 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.

De in Amerikaanse dollar luidende prijzen van grondstoffen anders dan energie zullen, zo is de aanname, in 2011 met 20,4% stijgen en in 2012 met 1,2%.

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. 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 genomen, bescheiden apprecieert: in 2011 met 0,8% en in 2012 met 0,4%.

De aannames betreffende het begrotingsbeleid zijn gebaseerd op nationale begrotingsplannen in de afzonderlijke landen van het eurogebied zoals die beschikbaar waren op 24 mei 2011. 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.

<sup>1</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 tweede kwartaal van 2012 en zich daarna ontwikkelen in lijn met de mondiale economische bedrijvigheid.

## HET INTERNATIONALE KLIMAAT

Het herstel van de mondiale economie houdt aan en houdt in toenemende mate zichzelf in stand. Terwijl het herstel in geavanceerde economieën sterker geworteld raakt zullen de repercussies van de financiële crisis naar verwachting druk blijven uitoefenen op de kracht van het herstel, en afbreuk doen aan de vooruitzichten voor een snel herstel van de arbeidsmarkt. Dit staat in scherp contrast met de situatie in de snelgroeïende opkomende economieën, die dichtbij – en in sommige gevallen boven – volledige capaciteit draaien en waar het gevaar van oververhitting blijft bestaan. Sinds de vorige projecties van maart 2011 is de politieke onrust in het Midden-Oosten en Noord-Afrika toegenomen en heeft Japan te maken gehad met natuur- en atoomrampen. Hoewel deze gebeurtenissen de onzekerheid ten aanzien van de mondiale vooruitzichten hebben vergroot, is de verwachting niet dat zij het mondiale herstel zullen verstoren. De mondiale reële bbp-groei buiten het eurogebied zal, zo is de projectie, stijgen: van 4,5% in 2011 tot 4,7% in 2012. Geraamd wordt dat de groei van de exportmarkten van het eurogebied in 2011 op 8,3% en in 2012 op 7,9% zal uitkomen.

## PROJECTIES VOOR DE REËLE BBP-GROEI

Na een relatief gematigde expansie in de tweede helft van 2010 is de reële bbp-groei met name in het eerste kwartaal van 2011 sterk aangetrokken, met een kwartaal-op-kwartaalcijfer van 0,8%. De uitsplitsing duidt erop dat de binnenlandse vraag, en met name de investeringen, aanzienlijk hebben bijgedragen aan de reële bbp-groei gedurende deze periode. Met name de bouwnijverheid lijkt te zijn hersteld van zijn met het weer verband houdende zwakte in het vierde kwartaal. Naarmate dit tijdelijke effect wegebt zal de reële bbp-groei in het tweede kwartaal waarschijnlijk matigen. Wat verder vooruitblikkend, zal, volgens de projectie, de economische bedrijvigheid zich blijven herstellen, voornamelijk ondersteund door het aanhoudende mondiale herstel en een versterking van de investeringen. De binnenlandse vraag zal, zo wordt geprojecteerd, in toenemende mate bijdragen aan de reële bbp-groei, terwijl het uitvoersaldo naar verwachting een afnemende maar wel nog steeds positieve bijdrage zal leveren aan de reële bbp-groei gedurende de projectieperiode. Over het geheel genomen zal de reële bbp-groei, in overeenstemming met de na eerdere financiële crises waargenomen patronen, zich naar verwachting slechts langzaam herstellen en slechts weer in de loop van 2012 het niveau van vóór de crisis bereiken. Op jaarbasis zal het reële bbp naar verwachting in 2011 stijgen met tussen 1,5% en 2,3%, en in 2012 met tussen 0,6% en 2,8%.

De groei van de particuliere consumptie zal, zo is de projectie, in 2011 gematigd zijn, daar stijgende grondstoffenprijzen de groei van het reëel besteedbare inkomen negatief zullen beïnvloeden. Volgens de projectie zal daarna, aangezien de inflatoire druk naar verwachting zal afnemen en de groei van zowel de werkgelegenheid als de loonsom per werknemer zal toenemen, de groei van het reëel besteedbare inkomen en diens gevolge van de particuliere consumptie aantrekken. De spaarquote, zo is de projectie, zal in 2011 dalen ten gevolge van een verbeterd vertrouwen, en daarna globaal onveranderd blijven. Als

gevolg van de slechts geleidelijke verbetering van de werkgelegenheid, zal de werkloosheid naar verwachting gedurende het grootste deel van 2011 stabiel blijven en daarna langzaam dalen.

De particuliere investeringen exclusief investeringen in woningen zullen naar verwachting gedurende de projectieperiode relatief sterk stijgen, ondersteund door een zeer sterk ondernemersvertrouwen, door een geleidelijk aantrekken van de vraag, door het opkomen van bezettingsproblemen en door afnemende financieringsbeperkingen. De investeringen in woningen zullen daarentegen naar verwachting tot 2012 nogal gematigd blijven ten gevolge van aanhoudende aanpassingen op de woningmarkt in sommige landen. In overeenstemming met de in meerdere landen van het eurogebied aangekondigde begrotingsconsolidatiepakketten zullen, zo wordt aangenomen, gedurende de projectieperiode de overheidsinvesteringen dalen.

Na de sterke stijging van de externe vraag in 2010, zal het tempo van de exportgroei naar verwachting afzakken maar in 2011 en 2012 relatief robuust blijven. Een soortgelijk beloop wordt geprojecteerd voor de groei van de invoer. Over het geheel genomen zal het uitvoersaldo naar verwachting een afnemende maar nog steeds positieve bijdrage leveren aan de bbp-groei gedurende de projectieperiode.

**Tabel 1 Macro-economische projecties voor het eurogebied**

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

	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
HICP	1,6	2,5 – 2,7	1,1 – 2,3
Reëel bbp	1,7	1,5 – 2,3	0,6 – 2,8
Particuliere consumptie	0,8	0,6 – 1,2	0,4 – 2,2
Overheidsconsumptie	0,6	-0,4 – 0,6	-0,5 – 0,9
Bruto-investeringen in vaste activa	-0,9	2,0 – 4,2	1,1 – 5,9
Uitvoer (goederen en diensten)	11,1	5,8 – 9,6	2,6 – 10,6
Invoer (goederen en diensten)	9,3	4,3 – 7,9	2,6 – 10,0

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

2) De gegevens hebben betrekking op het eurogebied inclusief Estland, met uitzondering van de HICP-gegevens voor 2010. De gemiddelde procentuele mutatie op jaarbasis in de HICP voor 2011 is gebaseerd op een samenstelling van het eurogebied in 2010 die Estland reeds omvat.

De crisis heeft naar verwachting de potentiële groei negatief beïnvloed, hoewel de precieze omvang van deze invloed hoogst onzeker blijft. De projecties voor de potentiële groei, en dienovereenkomstig voor de output gap, zijn derhalve omgeven door een zelfs nog grotere mate van onzekerheid dan gewoonlijk. Desalniettemin zal de potentiële groei naar verwachting gedurende de projectieperiode enigszins herstellen, zij het naar een niveau aanzienlijk onder dat van vóór de crisis, ten gevolge van een geringere bijdrage vanuit zowel arbeid als kapitaal. De overeenkomstige geraamde negatieve output gap zal, zo is de projectie, gedurende de projectieperiode kleiner worden.

## PROJECTIES BETREFFENDE PRIJZEN EN KOSTEN

Voornamelijk ten gevolge van recente sterke stijgingen van de olieprijs zal de totale HICP-inflatie, zo wordt geprojecteerd, tot begin 2012 boven 2% blijven. Voor de periode daarna wordt aangenomen dat de prijsdruk vanuit de grondstoffen zal matigen, en de gemiddelde totale inflatie op jaarbasis zal, naarmate de directe invloed van de recente stijgingen van de grondstoffenprijzen wegebt, volgens de projectie

dalen. De binnenlandse prijsdruk daarentegen zal naar verwachting oplopen ten gevolge van een hogere bezettingsgraad en een krappere arbeidsmarktsituatie alsook van een geleidelijke en gedeeltelijke doorwerking van stijgingen van de grondstoffenprijzen in het verleden. Naar verwachting zal de gemiddelde totale HICP-inflatie in 2011 uitkomen op tussen 2,5% en 2,7% en in 2012 tussen 1,1% en 2,3%. De projectie is dat het groeitempo van de HICP uitgezonderd voedingsmiddelen en energie gedurende de gehele projectieperiode geleidelijk zal stijgen.

Nader bepaald is de projectie dat de externe prijsdruk, na een sterke toename in het eerste kwartaal van 2011 die voornamelijk voortkwam uit stijgende internationale grondstoffenprijzen, gedurende de rest van de projectieperiode zal afnemen. Dit profiel weerspiegelt grotendeels de aangenomen matiging van de dynamiek in de grondstoffenprijzen en de recente appreciatie van de euro. De binnenlandse prijsdruk daarentegen zal, zo is de projectie, enigszins toenemen gedurende de projectieperiode. De groei van de nominale loonsom per werknemer zal volgens de projectie geleidelijk stijgen, ten gevolge van de verbetering van de arbeidsmarkt en van, in beperkte mate, de vertraagde effecten van hogere consumptieprijsinflatie in 2011, deels voortvloeiend uit in enkele landen van het eurogebied bestaande loonindexatiemechanismen. Ten gevolge van de getrapte looptijd van door onderhandeling overeengekomen nominale lonen en de sterke opleving van de consumptieprijsinflatie, zal de reële loonsom per werknemer, zo wordt geprojecteerd, in 2011 dalen, alvorens gedurende de rest van de projectieperiode enigszins te herstellen. Na een daling in 2010 zal de groei van de arbeidskosten per eenheid product naar verwachting in 2011 positief worden en in 2012 aantrekken ten gevolge van een matiging van de winsten in arbeidsproductiviteit en een geleidelijke stijging van het groeitempo van de nominale loonsom per werknemer. Na in 2010 een sterk herstel te zien te hebben gegeven zullen, zo is de aanname, de winstmarges in 2011 minder toenemen en daarna licht versnellen. De initiële daling van de groei van de winstmarges weerspiegelt een zeker buffereffect van de ommekeer in de arbeidskosten per eenheid product, terwijl de daarop volgende stijging voortvloeit uit de verbetering van de totale vraag. De winstmarges zullen desalniettemin naar verwachting gedurende de projectieperiode onder hun niveau van 2007 blijven. Op basis van de reeds aangekondigde maatregelen wordt ook aangenomen dat de indirecte belastingen en stijgingen van de door de overheid gereguleerde prijzen een positieve bijdrage zullen leveren aan de HICP-inflatie in 2011.

## VERGELIJKING MET DE PROJECTIES VAN MAART 2011

Vergeleken met de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties die in het maart 2011-nummer van het Maandbericht zijn gepubliceerd, is er sprake van een opwaartse herziening van de projectiemarge van de reële bbp-groei voor 2011, voornamelijk ten gevolge van de gunstiger dan verwachte bbp-uitkomst in het eerste kwartaal van 2011. Voor 2012 is de marge globaal onveranderd. De projectiemarge voor de HICP-inflatie in 2011 is eveneens opwaarts herzien, grotendeels ten gevolge van hogere energieprijzen. Wat betreft 2012 is deze marge enigszins smaller geworden.

Tabel 2 Vergelijking met de projecties van maart 2011

(gemiddelde procentuele mutaties op jaarbasis)

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

## 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 het Eurosysteem 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 begrotings-, financiële en externe variabelen, waaronder de olieprijs en andere grondstoffenprijzen. Ten slotte bestaan er verschillen tussen prognoses wat betreft de methodes voor de correctie van de invloed van het aantal werkdagen (zie onderstaande tabel).

In de thans beschikbare prognoses van andere instellingen wordt verwacht dat het reële bbp in het eurogebied zal groeien met tussen 1,6% en 2,0% in 2011 en tussen 1,7% en 2,0% in 2012. Al deze prognoses vallen binnen de marges van de projecties van het Eurosysteem.

Wat de inflatie betreft, wijzen de prognoses van andere instellingen op een gemiddelde HICP-inflatie op jaarbasis van tussen 2,3% en 2,6% in 2011 en tussen 1,6% en 1,9% in 2012. Met uitzondering van de projectie van het IMF voor de HICP-inflatie in 2011, die is gebaseerd op andere aannames voor de grondstoffenprijzen, vallen alle prognoses binnen de marges van de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties.

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

(gemiddelde procentuele mutaties op jaarbasis)

	Publicatiedatum	bbp-groei		HICP-inflatie	
		2011	2012	2011	2012
IMF	april 2011	1,6	1,8	2,3	1,7
Survey of Professional Forecasters	mei 2011	1,7	1,7	2,5	1,9
Consensus Economics Forecasts	mei 2011	1,7	1,7	2,5	1,9
OESO	mei 2011	2,0	2,0	2,6	1,6
Europese Commissie	mei 2011	1,6	1,8	2,6	1,8
Door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties	juni 2011	1,5 – 2,3	0,6 – 2,8	2,5 – 2,7	1,1 – 2,3

Bronnen: Economische Voorjaarsprognose van de Europese Commissie 2011; IMF World Economic Outlook (april 2011); OECD Economic Outlook, mei 2010; Consensus Economics Forecasts; en de "Survey of Professional Forecasters" van de ECB.

Toelichting: De door medewerkers van het Eurosysteem 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: 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.