



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM

Kader

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

Op basis van de tot en met 23 februari 2012 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 2012 tussen -0,5% en 0,3% uitkomen en in 2013 tussen 0,0% en 2,2%. De inflatie, zo is de projectie, zal in 2012 tussen 2,1% en 2,7% liggen, en in 2013 tussen 0,9% en 2,2%.

### Technische aannames betreffende rentes, wisselkoersen, grondstoffenprijzen en begrotingsbeleid

De technische aannames met betrekking tot rentes en de prijzen van zowel energie als andere grondstoffen exclusief energie zijn gebaseerd op marktverwachtingen (waarvoor de afsluitdatum 16 februari 2012 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 termijntrentes. Deze methodologie levert een gemiddeld totaalniveau van de korte rente op van 0,9% voor zowel 2012 als 2013. De marktverwachtingen ten aanzien van het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied impliceren een gemiddeld niveau van 4,6% in 2012 en van 5,0% in 2013. Op grond van het beloop van de termijnmarkttrentes en de geleidelijke doorwerking van veranderingen in de markttrentes op de kredietrentes, zullen zowel de korte als de lange bancaire debetrentes op leningen aan de niet-financiële particuliere sector van het eurogebied naar verwachting de komende kwartalen matigen, waarbij de lange debetrente medio 2012 en de korte debetrente eind 2012 een laagtepunt zal bereiken. Hoewel de kredietverstrekingsvoorwaarden voor het eurogebied als geheel naar verwachting zullen worden ondersteund door de monetairbeleidsmaatregelen van het Eurosysteem, wordt nog steeds voorzien dat zij over het geheel genomen betrekkelijk krap zullen blijven.

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, voor ruwe Brent-olie een gemiddelde prijs per vat voorzien van USD 115,1 in 2012 en van USD 110,2 in 2013. De in Amerikaanse dollar luidende prijzen van andere grondstoffen dan energie<sup>2</sup> zullen, zo is de aanname, in 2012 met 3,1% dalen alvorens in 2013 met 3,8% te stijgen. 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 op 16 februari 2012. Dit impliceert een USD/EUR-wisselkoers van 1,31 in 2012 en van 1,32 in 2013. Wat betreft de effectieve wisselkoers van de euro wordt aangenomen dat die in 2012 gemiddeld met 4,0 % zal depreciëren en in 2013 onveranderd zal blijven. De aannames betreffende het

- <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 einde van de projectieperiode. Voor andere grondstoffen wordt aangenomen dat de prijzen de futures volgen tot het eerste kwartaal van 2013 en zich daarna ontwikkelen in lijn met de mondiale economische bedrijvigheid.

begrotingsbeleid zijn gebaseerd op nationale begrotingsplannen in de afzonderlijke landen van het eurogebied zoals die op 22 februari 2012 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**

De mondiale reële bbp-groei (met uitzondering van het eurogebied), in 2011 geraamd op 4,1%, zal, zo is de projectie, in 2012 tot 3,8% dalen, alvorens in 2013 naar 4,3% te stijgen. In de tweede helft van 2011 hield de mondiale vertraging voornamelijk verband met de demping van het reële inkomen ten gevolge van hogere grondstoffenprijzen en verhoogde onzekerheid en risico-aversie die leidden tot spanningen in de mondiale financiële markten. De meest recente gegevens – met name die voor de Verenigde Staten – lijken er echter op te wijzen dat zich rond de jaarwisseling enige mate van conjuncturele stabilisatie heeft voorgedaan. In het bijzonder ondersteunen voorzichtige tekenen van stabilisatie in de indicatoren van het ondernemers- en consumentenvertrouwen en een lichte verruiming van de mondiale financiëlemarktvoorwaarden deze beoordeling. De groeivoorzichten op de middellange termijn blijven echter, met name in de geavanceerde economieën, gematigd, voornamelijk ten gevolge van de aanhoudende noodzaak tot herstel van de balansen, die een remmende werking heeft op de groei. In dit kader blijven, hoewel het weer in evenwicht brengen van de schuldenlast van de particuliere sector vordert, de schuld niveaus van huishoudens in een aantal geavanceerde economieën verhoogd. Bovendien beperkt het terugdringen van de overheidsuitgaven, gericht op het herbewerkstelligen van duurzame begrotingsposities, de binnenlandse vraag in een aantal geavanceerde economieën. De opkomende economieën daarentegen zullen, zo is de verwachting, gedurende de projectieperiode in een veel sneller tempo blijven groeien dan de geavanceerde economieën. Desalniettemin zal, zo wordt verwacht, een bescheiden vertraging in de opkomende economieën de oververhittingsdruk die zich eerder in enkele belangrijke landen in deze groep (bijv. China) voordeed, verlichten. Over het geheel genomen zal opkomend Azië volgens de projecties op koers blijven voor een “zachte landing”, terwijl de groei in de midden- en oost-Europese landen naar verwachting trager zal zijn. Ten gevolge van het mondiale herstel zal de groei van de externe vraag van het eurogebied naar schatting in 2012 4,3% bedragen, en 6,5% in 2013.

### **Projecties voor de reële bbp-groei**

De kracht van de reële bbp-groei in het eurogebied is in de loop van 2011 afgenomen ten gevolge van een daling van de bedrijvigheid in het vierde kwartaal. De vertraging van de bedrijvigheid in de loop van 2011 weerspiegelde onder meer de mondiale vertraging, hoge grondstoffenprijzen, de negatieve invloed van de staatsschuldcrisis in het eurogebied op het consumenten- en ondernemersvertrouwen, een verslechtering van de kredietverstrekkingvoorwaarden, en een verdere aanscherping van de begrotingskoers in enkele landen van het eurogebied. Deze negatieve factoren zullen naar verwachting in de eerste helft van 2012 druk uitoefenen op de groei, zij het dat zij in toenemende mate zullen worden tegengegaan door de gunstige invloed van de aantrekkende buitenlandse vraag, de lagere effectieve wisselkoers en de reguliere en bijzondere ondersteunende begrotingsbeleidmaatregelen. Wat de toekomst betreft zal de reële bbp-groei, aangenomen dat de financiële crisis niet weer intensiveert, naar verwachting gedurende de tweede helft van 2012 in bescheiden mate aantrekken en in 2013 enigszins verder verbeteren, ten gevolge van een geleidelijke versterking van de binnenlandse vraag en een gunstige invloed van het uitvoersaldo dankzij een stijgende externe vraag en een zwakkere wisselkoers. Het herstel van de binnenlandse vraag zou moeten worden geschraagd door een daling van de prijsinflatie van energie en voedingsmiddelen die het reëel besteedbaar inkomen ondersteunt, en door de gunstige invloed van de zeer lage korte rente en van de maatregelen ter ondersteuning van de werking van het financiële stelsel. Het herstel zal echter naar verwachting worden gedempt doordat de begrotingsconsolidatie voortgaat, doordat negatieve kredietverstrekkingvoorwaarden slechts, zo is de verwachting, geleidelijk

zullen verbeteren en doordat het proces van balansherstructurering nog steeds in veel sectoren aanhoudt. De reële bbp-groei zal, zo is de projectie, zijn potentiële niveau aan het eind van de projectieperiode te boven gaan, hetgeen zou leiden tot een verkleining van de negatieve “output gap”. Over het geheel genomen zal, zo is de verwachting, het herstel langzaam verlopen. Op jaarbasis zal het reële bbp, zo wordt voorzien, in 2012 met tussen -0,5% en 0,3% groeien, en met tussen 0,0% en 2,2% in 2013.

Wanneer in wat meer detail wordt gekeken naar de vraagcomponenten, zal de groei van de uitvoer naar buiten het eurogebied volgens de projectie in de loop van 2012 geleidelijk aantrekken en in 2013 aan kracht winnen, voornamelijk ten gevolge van ontwikkelingen in de externe vraag van het eurogebied en toegenomen concurrentievermogen dankzij de zwakkere effectieve wisselkoers van de euro. De bedrijfsinvesteringen zullen naar verwachting op de korte termijn dalen en in 2013 geleidelijk herstellen, ondersteund door versterkende uitvoergroei, een aantrekkende binnenlandse vraag, een lage rente en betrekkelijk gestage bedrijfswinsten. De investeringen in woningen zullen in de loop van 2012, zo wordt voorzien, zeer zwak blijven alvorens in 2013 geleidelijk te stijgen. Terwijl aanhoudende aanpassingen op de huizenmarkt in enkele landen het herstel blijven temperen, lijkt in andere landen de aantrekkelijkheid van investeringen in woningen ten opzichte van die van andere vormen van beleggingen te zijn verbeterd, tegen de achtergrond van hoger ingeschatte risico's bij andersoortige beleggingen. De overheidsinvesteringen zullen, zo wordt aangenomen, in 2012 dalen alvorens in 2013 te stabiliseren, zoals tot uiting komt in de begrotingsconsolidatiepakketten die in een aantal landen van het eurogebied zijn bekendgemaakt.

De particuliere consumptie zal, zo wordt geschat, in het vierde kwartaal van 2011 zijn gedaald, en volgens de projectie zal deze in de loop van 2012 nogal gematigd blijven alvorens daarna geleidelijk aan te trekken. De groei van het nominaal besteedbaar inkomen zal, zo wordt voorzien, aanvankelijk worden gedempt door een daling van de werkgelegenheid en daarna door een slechts bescheiden groei van de werkgelegenheid. Daarnaast zal naar verwachting het groeicijfer van zowel de lonen als de inkomensoverdrachten beperkt zijn, deels ten gevolge van de begrotingsverkrapping die in een aantal landen van het eurogebied wordt doorgevoerd. In de loop der tijd zal het reëel besteedbaar inkomen echter worden ondersteund naarmate de negatieve invloed van stijgingen van de grondstoffenprijzen die zich in het verleden hebben voorgedaan naar verwachting vermindert. De spaarratio zal, zo wordt voorzien, gedurende de projectieperiode licht dalen. Dit is een weerspiegeling van de verwachting dat ondanks het bedrukte sentiment dat de besparingen ondersteunt, tegen de achtergrond van negatieve ontwikkelingen in het reëel inkomen enige consumptieafvlakking in 2012 en 2013 de besparingen zal dempen. Een lage rente zou eveneens bijdragen aan een daling van de spaarratio. De overheidsconsumptie in reële termen zal, zo wordt voorzien, gedurende de projectieperiode gematigd blijven, ten gevolge van de impact van de in een aantal van de landen van het eurogebied bekendgemaakte begrotingsconsolidatiepakketten.

De groei van de invoer van buiten het eurogebied zal naar verwachting gedurende de projectieperiode geleidelijk aan kracht winnen. De invoer van buiten het eurogebied zal, zo is de projectie, sneller stijgen dan de totale vraag, globaal in overeenstemming met historische patronen. Ten gevolge van een licht krachtiger groei van de uitvoer zal het uitvoersaldo naar verwachting gedurende de projectieperiode een positieve, zij het afnemende, bijdrage leveren aan de reële bbp-groei.

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

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

	2011	2012	2013
HICP	2,7	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3
Reëel bbp	1,5	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2
Particuliere consumptie	0,2	-0,7 – 0,1	0,0 – 1,6
Overheidsconsumptie	0,2	-0,6 – 0,2	-0,1 – 1,3
Bruto investeringen in vaste activa	1,6	-2,6 – 0,2	-0,9 – 3,7
Uitvoer (goederen en diensten)	6,4	0,1 – 5,1	0,7 – 8,1
Invoer (goederen en diensten)	4,1	-1,1 – 3,5	0,7 – 7,3

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

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

### Projecties betreffende prijzen en kosten

Volgens de voorlopige raming van Eurostat bedroeg de totale HICP-inflatie op jaarbasis in februari 2012 2,7%, na in 2011 gemiddeld 2,7% te zijn geweest, en deze zal, aldus de projecties, de komende kwartalen vertragen. De gemiddelde totale HICP-inflatie zal naar verwachting in 2012 tussen 2,1% en 2,7% liggen, en in 2013 tussen 0,9% en 2,3%. Deze matiging is voornamelijk het gevolg van een daling van de bijdrage van de energieprijzen, aangezien wordt aangenomen dat de prijs van ruwe olie gedurende de projectieperiode geleidelijk zal dalen en de invloed van de stijgingen van deze prijs in het verleden wegebt. De groei van de component voedingsmiddelenprijzen van de HICP-inflatie zal, zo is de projectie, in 2012 en 2013 matigen. Dit weerspiegelt de aanname dat de voedingsgrondstoffenprijzen gedurende de komende paar kwartalen stabiel zouden moeten blijven. De HICP-inflatie exclusief voeding en energie zal, zo is de projectie, gedurende de projectieperiode globaal stabiel blijven. Terwijl de binnenlandse prijsdruk die voortvloeit uit de trage groei van de binnenlandse vraag en gematigde ontwikkelingen in de arbeidskosten naar verwachting zwak zal blijven, wordt verwacht dat deze globaal zal worden gecompenseerd door de opwaartse invloed van voorziene stijgingen van de indirecte belastingen en door de overheid gereguleerde prijzen.

Om iets gedetailleerder te zijn: de externe prijsdruk is de afgelopen maanden enigszins gestegen, voornamelijk ten gevolge van de depreciatie van de euro, die onder meer geleid heeft tot hogere grondstoffenprijzen in eurotermen. Dit zal naar verwachting de komende kwartalen opwaartse druk uitoefenen op de invoerdeflator. Deze factoren zullen echter, zo is de verwachting, ruim worden gecompenseerd door neerwaartse basiseffecten, die voornamelijk voortvloeien uit de sterke stijgingen van de grondstoffenprijzen in 2011. Aldus zal het groeitempo op jaarbasis van de invoerdeflator naar verwachting begin 2012 afnemen en in 2013 enigszins verder matigen. Wat betreft de binnenlandse prijsdruk is de verwachting dat het groeitempo van de loonsom per werknemer in 2012 zal vertragen, doordat de verslechterende arbeidsmarktsituatie neerwaartse druk zal uitoefenen. Daarna zal, zo is de projectie, het groeitempo op jaarbasis van de loonsom per werknemer geleidelijk aantrekken, ondersteund door de versterking van de economische bedrijvigheid. Het groeitempo op jaarbasis van de arbeidskosten per eenheid product zal naar verwachting in 2012 en 2013 globaal stabiel blijven. De groei van de winstmarges zal, zo is de verwachting, in 2012 bescheiden zijn, ten gevolge van een gematigde totale vraag. Een enigszins hogere groei van de winstmarges wordt verwacht in 2013, in overeenstemming met de verbeterende vooruitzichten voor de economische bedrijvigheid. Stijgingen van de door de overheid gereguleerde prijzen zullen naar verwachting gedurende de gehele projectieperiode aanzienlijk bijdragen

aan de HICP-inflatie, ten gevolge van de voortdurende begrotingsconsolidatie in een aantal landen van het eurogebied. De invloed van de indirecte belastingen zal naar verwachting ook in 2012 en in 2013 aanzienlijk zijn.

### Vergelijking met de projecties van december 2011

In vergelijking met de macro-economische projecties die door medewerkers van het Eurosysteem in het Maandbericht van december 2011 zijn gepubliceerd, zijn de marges voor de reële bbp-groei in het eurogebied voor 2012 en 2013 licht naar beneden bijgesteld. Deze neerwaartse bijstelling wordt voornamelijk ingegeven door de invloed van de lagere buitenlandse vraag, hogere olieprijs, verdere begrotingsconsolidatie en enigszins krappere kredietverschaffingvoorwaarden, ondanks een lagere korte en lange rente en hogere aandelenkoersen. Wat betreft de HICP-inflatie liggen de projectiemarges voor zowel 2012 als 2013 iets hoger dan die in de projecties van december 2011, voornamelijk ten gevolge van hogere energieprijzen en de zwakkere wisselkoers van de euro, maar ook deels van hogere voedselprijzen en indirecte belastingen.

**Tabel B Vergelijking met de projecties van december 2011**

(gemiddelde procentuele mutaties op jaarbasis)

	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Reëel bbp – december 2011	-0,4 – 1,0	0,3 – 2,3
Reëel bbp – maart 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2
HICP – december 2011	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2
HICP – maart 2012	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3

### 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 begrotings-, financiële en externe variabelen, waaronder de olieprijs en andere grondstoffenprijzen, af te leiden. 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 de reële bbp-groei in het eurogebied in 2012 tussen -0,5% en 0,2% liggen, en in 2013 tussen 0,8% en 1,4%, waarmee beide marges binnen die van de door medewerkers van de ECB samengestelde projecties blijven. Wat betreft de inflatie duiden de beschikbare voorspellingen erop dat de gemiddelde HICP-inflatie op jaarbasis in 2012 in een marge tussen 1,5% en 2,1% zal liggen, hetgeen in of onder de onderzijde van de marge van de door medewerkers van de ECB samengestelde projecties is. Voor 2013 geven de beschikbare prognoses aan dat de HICP-inflatie binnen een marge tussen 1,2% en 1,7% zal liggen, en daarmee binnen de marge van de projecties van medewerkers van de ECB.

**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	
		2012	2013	2012	2013
OESO	november 2011	0,2	1,4	1,6	1,2
Europese Commissie	februari 2012/ november 2011	-0,3	1,3	2,1	1,6
IMF	januari 2012/ september 2011	-0,5	0,8	1,5	
Survey of Professional Forecasters	februari 2012	-0,1	1,1	1,9	1,7
Consensus Economics Forecasts	februari 2012	-0,3	0,9	2,0	1,7
Projecties ECB-medewerkers	maart 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3

Bronnen: Tussentijdse Prognose van de Europese Commissie, februari 2012, voor de cijfers over 2012 en de Economische Prognose van de Europese Commissie, najaar 2011, voor de cijfers over 2013; World Economic Outlook Update van het IMF van januari 2012 voor de reële bbp-groei en de World Economic Outlook van september 2011 voor de inflatie; Economic Outlook van de OESO, november 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, 2012

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.