



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM

Kader

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

Op basis van de tot 23 februari 2007 beschikbare informatie, hebben medewerkers van de ECB projecties samengesteld voor de macro-economische ontwikkelingen in het eurogebied.¹ De projectie is dat de gemiddelde reële bbp-groei op jaarbasis in 2007 tussen 2,1% en 2,9% zal liggen, en in 2008 tussen 1,9% en 2,9%. Met betrekking tot het gemiddelde groeitempo van de totale Geharmoniseerde Consumptieprijsindex (HICP) is de projectie dat dit in 2007 zal liggen tussen 1,5% en 2,1%, en in 2008 tussen 1,4% en 2,6%.

Technische aannames betreffende de rente, de wisselkoersen, de olieprijsen en het begrotingsbeleid

De technische aannames met betrekking tot de rente en de prijzen van zowel olie als grondstoffen exclusief energie zijn gebaseerd op marktverwachtingen (waarvoor de afsluitdatum 13 februari 2007 was). Wat betreft de korte rente zoals afgemeten aan de driemaands EURIBOR, worden de marktverwachtingen gemeten aan de hand van de termijnerentes en weerspiegelen zo een momentopname van de rendementscurve op de afsluitdatum.² Dit impliceert een stijging ten opzichte van het niveau van medio februari van 3,8% tot gemiddelden van 4,2% in 2007 en 4,3% in 2008. De marktverwachtingen betreffende het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied impliceren een vlak profiel rond het gemiddelde van medio februari van 4,1%, met een gemiddelde van 4,2% in 2007 en 2008. Op grond van het prijsbeloop dat wordt geïmpliceerd door de markt voor futures in de twee weken tot de afsluitdatum, wordt verondersteld dat de gemiddelde olieprijs op jaarbasis in 2007 USD 59,9 per vat en in 2008 USD 63,4 per vat zal bedragen. De gemiddelde stijging op jaarbasis van de in Amerikaanse dollars luidende prijzen van grondstoffen exclusief energie wordt verondersteld in 2007 op 14,5% en in 2008 op 5,0% te liggen.

Er wordt uitgegaan van de technische aanname dat de bilaterale wisselkoersen gedurende de projectieperiode onveranderd zullen blijven op het niveau van de twee weken tot en met de afsluitdatum. Dit impliceert een EUR/USD-wisselkoers van 1,30 en een effectieve wisselkoers van de euro die 1,7% hoger ligt dan het gemiddelde van 2006.

De aannames betreffende het begrotingsbeleid zijn gebaseerd op nationale begrotingsplannen in de afzonderlijke landen van het eurogebied. Zij omvatten alle beleidsmaatregelen die reeds door het betreffende parlement zijn goedgekeurd, of die reeds in detail zijn uitgewerkt en het wetgevingsproces zeer waarschijnlijk zullen doorstaan.

Aannames betreffende het internationale klimaat

De verwachting is dat het externe klimaat van het eurogebied gedurende de projectieperiode gunstig zal blijven. Hoewel de reële bbp-groei in de Verenigde Staten, zo is de projectie, iets lager zal liggen dan in de afgelopen jaren, zal de reële bbp-groei in de opkomende economieën van Azië naar verwachting ruim boven het mondiale gemiddelde blijven; de groei in de meeste andere grote economieën zal volgens de projectie eveneens dynamisch blijven.

Over het geheel genomen zal, zo is de projectie, de mondiale reële bbp-groei buiten het eurogebied in 2007 een gemiddeld niveau van 5,1% bereiken, en in 2008 een van 5,0%. Voorzien wordt dat de groei van de externe uitvoermarkten van het eurogebied in 2007 op ongeveer 5,5% en in 2008 op 6,9% zal liggen.

¹ De door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties vormen een aanvulling op de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties die gezamenlijk op halfjaarbasis worden opgesteld door deskundigen van de ECB en de nationale centrale banken van het eurogebied. De voor de projecties toegepaste technieken zijn consistent met die welke worden toegepast voor de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties zoals beschreven in "A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises", ECB, juni 2001. 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.

² Dit Kader bevat een methodologische toelichting op de mogelijke verschillen tussen de in de projecties gebruikte marktgebaseerde aannames omtrent de rente en de rente op EURIBOR-futures-contracten.

Projecties voor de reële bbp-groei

Na de uitzonderlijke hoge groei van het reële bbp van het eurogebied in 2006, waarbij de eerste schatting van Eurostat voor het vierde kwartaal van het jaar een kwartaal-op-kwartaalgroei van 0,9% aangaf, zal het bbp, zo is de projectie, gedurende de projectieperiode stijgen in een kwartaalgroei tempo van rond 0,6%. Tegen deze achtergrond is de projectie dat de gemiddelde reële bbp-groei op jaarbasis in 2007 tussen 2,1% en 2,9% zal liggen en in 2008 tussen 1,9% en 2,9%. Onder de drijvende krachten hierachter is de verwachting dat de groei van de uitvoer de economische bedrijvigheid zal blijven ondersteunen, ondanks enig verlies aan concurrentiekracht, aangezien wordt aangenomen dat de buitenlandse vraag in robuust tempo zal blijven groeien. De particuliere consumptie zal volgens de projectie globaal stijgen in overeenstemming met het reëel besteedbaar inkomen, dat naar verwachting met name zou moeten profiteren van verbetering van de arbeidsmarkt. Voorzien wordt dat het groeitempo van de totale vaste investeringen robuust zal blijven, in een context van aanhoudend gunstige financieringsvoorwaarden, hoge winsten en gunstige vraagvooruitzichten.

Tabel A Macro-economische projecties voor het eurogebied

(gemiddelde procentuele mutaties op jaarbasis)^{1),2)}

	2006	2007	2008
HICP	2,2	1,5-2,1	1,4-2,6
Reëel bbp	2,8	2,1-2,9	1,9-2,9
Particuliere consumptie	2,0	1,8-2,4	1,6-3,0
Overheidsconsumptie	2,3	0,8-1,8	1,0-2,0
Bruto investeringen in vaste activa	4,9	2,4-5,0	1,9-5,1
Uitvoer (goederen en diensten)	8,3	4,7-7,7	4,1-7,3
Invoer (goederen en diensten)	7,9	3,7-7,1	4,2-7,6

1) Voor elke variabele en periode zijn de marges gebaseerd op het gemiddelde absolute verschil tussen de werkelijke uitkomsten en de door de centrale banken in het eurogebied eerder gemaakte projecties. De projecties voor het reële bbp en zijn componenten hebben betrekking op voor werkdagen gecorrigeerde gegevens. Bij de projecties voor de uitvoer en de invoer is de handel binnen het eurogebied inbegrepen.

2) Vanaf 2007 wordt Slovenië opgenomen in de projecties voor het eurogebied. De procentuele mutaties op jaarbasis voor 2007 zijn gebaseerd op een samenstelling van het eurogebied die in 2006 reeds Slovenië omvat. Het gewicht van Slovenië in het bbp van het eurogebied is ongeveer 0,3%.

Projecties betreffende prijzen en kosten

Voorzien wordt dat het gemiddelde groeitempo van de totale HICP in 2007 tussen 1,5% en 2,1% zal liggen, en in 2008 tussen 1,4% en 2,6%. Overeenkomstig de aannames ten aanzien van de olieprijs zoals afgeleid van de huidige koersen van oliefutures, zal de bijdrage van de stijgende prijzen van energie en grondstoffen exclusief olie aan de consumptieprijzontwikkeling naar verwachting relatief gering zijn. Tegelijkertijd zijn de projecties gebaseerd op de verwachting dat de loongroei gedurende de projectieperiode licht zal stijgen. Aangezien de groei van de arbeidsproductiviteit volgens de projectie ruwweg stabiel zal blijven, impliceert dit een projectie van een stijgende groei van de arbeidskosten per eenheid product gedurende de projectieperiode. Een belangrijke factor die van invloed is op de HICP-inflatie in 2007 zijn hogere indirecte belastingen (met een geaggregeerde eurogebiedbijdrage van 0,5 procentpunt aan de HICP-inflatie). Voor 2008 zijn daarentegen thans geen effecten van indirecte belastingen opgenomen in de projecties. De HICP-projecties ten slotte zijn gebaseerd op verwachtingen van een nog steeds gestage, zij het licht dalende, groei van de winstmarges.

Vergelijking met de projecties van december 2006

Vergeleken met de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties die in het Maandbericht van december 2006 zijn gepubliceerd, zijn de voor 2007 en 2008 voorziene marges voor de reële bbp-groei enigszins opwaarts bijgesteld. Dit weerspiegelt voornamelijk de positieve uitkomsten voor het bbp in de tweede helft van 2006 en lagere dan eerder aangenomen energieprijzen.

De nieuw geprojecteerde marge voor het stijgingstempo op jaarbasis van de totale HICP in 2007 ligt in het lagere gedeelte van de marge van de projecties van december 2006, voornamelijk ten gevolge van de aanname van lagere energieprijzen. De voor 2008 geprojecteerde marge is opwaarts bijgesteld, hetgeen een weerspiegeling is van de aanname van een licht sterkere loondruk dan in de projecties van december 2006.

Tabel B Vergelijking met de projecties van december 2006

(gemiddelde procentuele mutaties op jaarbasis)

	2006	2007	2008
Reëel bbp – december 2006	2,5-2,9	1,7-2,7	1,8-2,8
Reëel bbp – maart 2007	2,8	2,1-2,9	1,9-2,9
HICP – december 2006	2,1-2,3	1,5-2,5	1,3-2,5
HICP – maart 2007	2,2	1,5-2,1	1,4-2,6

Methodologische toelichting op de in de projecties gehanteerde aannames ten aanzien van de korte rente

De markt-gebaseerde aannames ten aanzien van de korte rente die in de door medewerkers van het Eurosysteem en de ECB samengestelde macro-economische projecties worden gehanteerd zijn driemaands termijnrentes die worden berekend op grond van een nulcouponrendementscurve die wordt geschat door middel van de Nelson-Siegel-Svensson-methode, een methode die centrale banken gewoon zijn te gebruiken voor de schatting van rendementscurves.³

Deze rente-aannames kunnen derhalve enigszins verschillen van de EURIBOR-futures-rentes, die vaak door marktdeelnemers worden gebruikt als indicatoren van de toekomstige korte rente. De ECB heeft ervoor gekozen gebruik te maken van termijnrentes aangezien EURIBOR-futures-contracten slechts tot drie jaar liquide zijn, en voor sommige modelsimulaties is het gehele beloop van de korte rente over een periode van tien jaar nodig. Daarnaast vereist een consistente berekening van de aannames voor de korte en lange rente in de projecties de gehele rendementscurve tot de tienjaars looptijd.

Verschillen tussen de termijnrente en de rente op futures-contracten zijn voornamelijk het gevolg van verschillende noteringsconventies voor de rente op EURIBOR-futures-contracten en de Reuters-nulcouponswaprente, die worden gebruikt als input voor het schatten van een swapcurve voor het eurogebied door middel van de Nelson-Siegel-Svensson-methode. De verschillen hebben vooral te maken met samenstellingsconventies en dagtellingsconventies.

Wat betreft de samenstellingsconventies, worden rentes die betrekking hebben op een periode van korter dan een jaar (bijvoorbeeld driemaands termijnrentes) gewoonlijk uitgedrukt als zijnde per jaar en moeten derhalve op jaarbasis worden berekend. De door de ECB medewerkers gebruikte termijnrentes worden berekend als samengestelde rentes, hetgeen betekent dat zij rekening houden met “rente op rente”. De EURIBOR-rentes worden daarentegen genoteerd als enkelvoudige rentes. Enkelvoudige rentes zijn lager (rond 5 basispunten bij het huidige niveau van de rente) dan vergelijkbare samengestelde rentes.

³ Zie “Zero-coupon yield curves: technical documentation”, BIS Papers No 25, Bank voor Internationale Betalingen, 2005.

Een andere relevante renteconventie betreft de aangenomen lengte van een jaar. Door Reuters verschaften nulcouponswaprentes worden genoteerd als werkelijk aantal dagen/werkelijk aantal dagen. Dit betekent dat een gegeven periode op jaarbasis wordt berekend door aan te nemen dat een jaar 365 dagen heeft (of 366 dagen in schrikkeljaren). EURIBOR-rentes worden daarentegen genoteerd als werkelijk aantal dagen/360. Zij zijn derhalve iets lager (momenteel ongeveer 6 basispunten) dan vergelijkbare nulcouponrentes.

Over het geheel genomen maakt het verschil in noteringsconventies dat de voor de projecties gebruikte aannames ten aanzien van de rente momenteel ongeveer 10 basispunten hoger zijn dan de rente op EURIBOR-futures-contracten. Tegen deze achtergrond is het van belang nog eens te benadrukken dat deze rente-aannames mechanisch worden berekend uit de rendementscurve en geen oordeel inhouden.

© Europese Centrale Bank, 2007

Adres: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Duitsland
Postadres: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Duitsland
Telephone: +49 69 1344 0
Fax: +49 69 1344 6000
Website: <http://www.ecb.int>

Alle rechten voorbehouden.

Het maken van fotokopieën voor educatieve en niet-commerciële doeleinden is toegestaan mits de bron wordt vermeld.