



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM

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

Op basis van de tot 20 november 2008 beschikbare informatie hebben medewerkers van het Eurosysteem projecties opgesteld voor de macro-economische ontwikkelingen in het eurogebied.<sup>1</sup> De projectie is dat de gemiddelde reële bbp-groei op jaarbasis in 2008 zal liggen tussen 0,8% en 1,2%, in 2009 tussen -1,0% en 0,0% en in 2010 tussen 0,5% en 1,5%. Voorzien wordt, dat het gemiddelde groeitempo van de totale HICP in 2008 tussen 3,2% en 3,4% zal liggen, in 2009 tussen 1,1% en 1,7% en in 2010 tussen 1,5% en 2,1%.

### 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 zowel de energie- als niet-energiegrondstoffen zijn gebaseerd op marktverwachtingen (waarvoor de afsluitdatum 14 november 2008 was).<sup>1</sup> De aanname voor de korte rente is van puur technische aard. Deze rente wordt afgemeten aan de driemaands EURIBOR, waarbij de marktverwachtingen worden afgeleid van de termijrentes. Deze methodologie impliceert een algeheel gemiddeld niveau van de korte rente van 4,7% voor 2008, dat in 2009 tot 2,8% daalt om daarna in 2010 weer op te lopen tot 3,2%. De marktverwachtingen betreffende het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied impliceren een lichte stijging, van een gemiddeld niveau van 4,4% in 2008 tot 4,5% in 2009 en tot 4,7% in 2010.<sup>2</sup> De basisprojectie omvat tevens de aanname dat de ecarts van de bancaire debetarieven verder zullen stijgen van hun huidige niveau, als weerspiegeling van het verhoogd risicobewustzijn in de financiële markten. Wat betreft grondstoffen wordt, op grond van het prijsbeloop dat wordt geïmpliceerd door de markt voor futures in de twee weken tot en met de afsluitdatum, verondersteld dat de gemiddelde olieprijs op jaarbasis in 2008 USD 99,9 zal bedragen, in 2009 USD 67,3 en in 2010 USD 76,6 per vat. De internationale voedingsmiddelenprijzen zullen, zo wordt aangenomen, in 2008 sterk stijgen, met 28,9%, in 2009 met 9,7% dalen om daarna in 2010 weer met 4,9% te stijgen. De in Amerikaanse dollar luidende prijzen van andere grondstoffen (nl. niet-energie en niet-voedingsmiddelen) zullen, zo wordt verondersteld, in 2008 met 3,5% stijgen, om in 2009 aanzienlijk te dalen, met 22,9%, alvorens in 2010 met 5,4% te stijgen.

Tevens wordt uitgegaan van de technische aanname dat de bilaterale wisselkoers gedurende de projectieperiode onveranderd zal blijven op het gemiddelde niveau van de periode van twee weken tot en met de afsluitdatum. Dit impliceert een EUR/USD-wisselkoers van 1,27 en een effectieve wisselkoers van de euro die in 2008 gemiddeld 4,1% hoger ligt dan het gemiddelde van 2007, en in 2009 5,5% lager dan het gemiddelde van 2008.

De aannames betreffende het begrotingsbeleid zijn gebaseerd op nationale begrotingsplannen in de afzonderlijke landen van het eurogebied zoals die beschikbaar waren op 20 november 2008. 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.

- 1 De aannames voor de olieprijs en de prijzen van voedingsmiddelen zijn gebaseerd op de futuresprijzen tot en met eind 2010. Voor overige grondstoffen wordt aangenomen dat de prijzen de futures volgen tot en met eind 2009 en zich daarna ontwikkelen in lijn met de mondiale economische bedrijvigheid.
- 2 Zie Kader 4 in Hoofdstuk 2 in het Maandbericht van december 2008.

1 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 voor elke variabele en projectieperiode komen overeen met een model-gebaseerde 75% waarschijnlijkheidsinterval. De gebruikte methode wordt beschreven in "New procedure for constructing ECB staff projection ranges", gepubliceerd door de ECB in september 2008 en te vinden op de website van de ECB. Gezien de huidige uitzonderlijke economische en financiële omstandigheden, is thans de onzekerheid ten aanzien van de projecties groter dan gewoonlijk.

## HET INTERNATIONALE KLIMAAT

De mondiale economische vooruitzichten hebben een aanzienlijke knauw gekregen door een economische teruggang die zich nu voordoet in alle geavanceerde economieën. Verhoogde financiële spanningen, de aanhoudende aanpassingen op de huizenmarkten en de toegenomen doorwerkingseffecten vanuit de Verenigde Staten op andere economieën hebben geleid tot een aanzienlijke verslechtering van de vooruitzichten voor de mondiale groei. Op de korte termijn, zo is de projectie, zal de mondiale conjunctuurdaling voornamelijk worden bepaald door de gematigde groeivoorzichten in de Verenigde Staten en andere geavanceerde economieën, maar de bedrijvigheid in de opkomende markten zal eveneens naar verwachting vertragen naarmate deze economieën te maken krijgen met een zwakkere externe vraag en negatieve financiële doorwerkingseffecten.

De economische groei buiten het eurogebied zal, zo wordt geprojecteerd, tot begin 2009 zwak blijven en zich daarna slechts zeer geleidelijk herstellen, profiterend van accommoderend macro-economisch beleid, een verwacht geleidelijk wegebben van de financiële spanningen en een daling van de grondstoffenprijzen. Ten gevolge van de zeer zwakke mondiale handelsdynamiek zal de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied naar verwachting tot medio 2009 gematigd blijven, alvorens zeer langzaam op te leven. De voornaamste bijdrage aan de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied wordt verwacht van de opkomende markten en de olie-exporterende landen, terwijl de bijdrage van de geavanceerde economieën naar verwachting bescheidener zal blijven.

Over het geheel genomen zal, zo is de projectie, de mondiale reële bbp-groei op jaarbasis buiten het eurogebied in 2008 gemiddeld 3,9% bedragen, in 2009 2,4% en in 2010 3,6%, terwijl de groei van de externe uitvoermarkten van het eurogebied volgens de projectie in 2008 4,7%, in 2009 2,5% en in 2010 5,0% zal zijn.

## PROJECTIES VOOR DE REËLE BBP-GROEI

Het eurogebied staat voor een langdurige periode van mondiale economische zwakte en krappe financieringscondities, hetgeen naar verwachting tot medio 2009 zal leiden tot een negatieve bbp-groei op kwartaalbasis. De daaropvolgende zeer gematigde opleving zal, zo wordt geprojecteerd, een geleidelijk verbeterend extern klimaat weerspiegelen – met name zal, zo wordt aangenomen, de grondstoffenprijzen aanzienlijk afnemen – samen met een verwachte lagere korte rente en een geleidelijk wegvallen van negatieve financiële doorwerkingseffecten in het eurogebied. Dientengevolge zal, zo is de projectie, de gemiddelde groei van het reële bbp op jaarbasis in 2008 liggen tussen 0,8% en 1,2%, in 2009 tussen -1,0% en 0,0% en in 2010 tussen 0,5% en 1,5%. Dit patroon van zwakke groei in het eurogebied weerspiegelt zowel de bescheiden mondiale bedrijvigheid als de zeer gematigde binnenlandse vraag.

Tabel 1 Macro-economische projecties voor het eurogebied

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

	2007	2008	2009	2010
HICP	2,1	3,2-3,4	1,1-1,7	1,5-2,1
Reële bbp	2,6	0,8-1,2	-1,0-0,0	0,5-1,5
Particuliere consumptie	1,6	0,1-0,5	-0,3-0,7	0,6-1,8
Overheidsconsumptie	2,3	1,9-2,3	1,3-1,9	1,3-1,9
Bruto investeringen in vaste activa	4,2	0,2-1,2	-6,0--3,0	-2,4-1,0
Uitvoer (goederen en diensten)	5,9	2,4-3,4	-1,4-1,0	2,3-4,9
Invoer (goederen en diensten)	5,4	2,0-3,0	-1,9-1,1	1,4-5,2

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) In de projecties voor 2009 is Slowakije opgenomen als deel van het eurogebied. De gemiddelde procentuele mutaties op jaarbasis voor 2009 zijn gebaseerd op een samenstelling van het eurogebied die in 2008 Slowakije reeds omvat.

Met name zal, zo is de projectie, de uitvoer van het eurogebied op de korte termijn de mondiale vertraging weerspiegelen, mede onder invloed van de vertraagde effecten van de teruggang in prijsconcurrentievermogen die zich in het verleden in het eurogebied heeft voorgedaan. De opleving van de uitvoer die in de loop van 2009 wordt verwacht, komt voort uit zowel een hogere groei van de buitenlandse vraag als een verbeterd prijsconcurrentievermogen, voornamelijk als gevolg van de recente depreciatie van de euro.

Onder de binnenlandse componenten van het bbp, zullen, zo is de verwachting, gedurende de gehele projectieperiode de totale investeringen het meest aanzienlijk te lijden hebben van de krappere financieringscondities en de zwakke mondiale bedrijvigheid. De particuliere investeringen exclusief investeringen in woningen zullen bovendien, zo is de projectie, worden gedempt door dalende winstmarges, terwijl de projecties voor de investeringen in woningen eveneens de voortgaande correcties op de huizenmarkten van sommige eurogebiedlanden weerspiegelen. Daarentegen zal, zo wordt aangenomen, de groei van de overheidsinvesteringen in 2009, na gedurende bijna geheel 2008 te zijn gedaald, weer opleven, en zo de totale investeringen ondersteunen. Over het geheel genomen zal het groeitempo van de totale investeringen in vaste activa op jaarbasis volgens de projectie in 2008 tussen 0,2% en 1,2% liggen, in 2009 tussen -6,0% en -3,0% en in 2010 tussen -2,4% en 1,0%.

De groei van de particuliere consumptie zal naar verwachting in de komende periode eveneens gematigd zijn. Het geprojecteerde beloop weerspiegelt grotendeels de ontwikkelingen in het reëel besteedbaar inkomen, die op hun beurt naar verwachting zullen worden beïnvloed door dalingen van de werkgelegenheid. De verwachte bescheiden groei van de consumptie weerspiegelt tevens een verdere toename van de besparingen-uit-voorzorg gedurende de periode 2008-2009 in het licht van de hoge economische onzekerheid, toenemende werkloosheid en dalingen van de aandelen- en huizenprijzen. De overheidsconsumptie zal, zo wordt geprojecteerd, gedurende de projectieperiode in gematigder tempo stijgen.

Overeenkomstig het profiel van de binnenlandse vraag en de uitvoer zal, zo is de projectie, de groei van de invoer in het eurogebied in zowel 2008 als 2009 dalen. Gezien het feit dat de invoer naar verwachting minder zal groeien dan de uitvoer, zal de netto handel, zo wordt geprojecteerd, gedurende de gehele projectieperiode een positieve bijdrage leveren aan de bbp-groei.

Overeenkomstig de geprojecteerde zwakte van de economische bedrijvigheid zal de werkgelegenheid gedurende de gehele projectieperiode naar verwachting dalen. In 2009 zal de vraag naar arbeid eveneens naar verwachting worden getemperd door een stijging van de reële lonen, als gevolg van eerdere contractvernieuwingen. Daarnaast impliceren de vooruitzichten voor de investeringen in woningen dat de bouwnijverheid een negatieve bijdrage zal leveren aan de groei van de werkgelegenheid. Gedurende de periode 2009-2010 zal, zo wordt aangenomen, het arbeidsaanbod groeien in een tempo ver onder het tempo dat sinds 2002 is opgetekend, voornamelijk als gevolg van het ontmoedigd raken van arbeiders bij hun inspanningen een baan te vinden (het zogeheten “discouraged worker”-effect, dat voortkomt uit de conjunctuurdaling) maar ook als gevolg van de geprojecteerde daling van de groei van de beroepsbevolking. Het werkloosheidspercentage zal naar verwachting gedurende de projectieperiode, overeenkomstig de projecties voor de werkgelegenheid en de aannames voor het arbeidsaanbod, aanzienlijk stijgen.

## PROJECTIES BETREFFENDE PRIJZEN EN KOSTEN

De totale jaar-op-jaar HICP-inflatie bereikte in juli 2008 met 4,0% haar hoogste punt. Na de daling van de grondstoffenprijzen en overeenkomstig de verslechterende economische vooruitzichten, zal de gemiddelde HICP-inflatie op jaarbasis naar verwachting scherp dalen, van tussen 3,2% en 3,4% in 2008 tot tussen 1,1% en 1,7% in 2009, alvorens in 2010 weer te stijgen tot tussen 1,5% en 2,1%. Het geprojecteerde U-vormige beloop van de inflatie weerspiegelt voornamelijk de effecten van de stijgingen van de grondstoffenprijzen die zich in het verleden hebben voorgedaan (zie Kader 6 in Hoofdstuk 3 in het Maandbericht van december 2008). De HICP met uitzondering van energie zal naar verwachting gedurende de projectieperiode een geleidelijker neerwaarts beloop doormaken.

Wanneer enigszins gedetailleerder wordt gekeken, zal, volgens de projectie, de externe prijsdruk tot eind 2009 teruglopen, voornamelijk overeenkomstig de (zowel in het verleden als voor de toekomst aangenomen) ontwikkelingen in de grondstoffenprijzen. Daarna zullen de compenserende effecten van de recente depreciatie van de euro naar verwachting de overhand krijgen, hetgeen zou moeten leiden tot ietwat hogere invoerprijsstijgingen in 2010.

Wat de binnenlandse prijsdruk betreft, wordt geraamd dat de groei van de loonsom per werknemer in 2008 aanzienlijk is gestegen. Deze stijging weerspiegelt de aanzienlijk hogere collectieve loonakkoorden in zowel de particuliere als publieke sector. Vooruitblikkend, zal de loonsom per werknemer naar verwachting gedurende de periode 2009-2010 iets minder krachtig groeien, tegen de achtergrond van zwakke arbeidsmarkten met verscherpte internationale concurrentie. Overeenkomstig de versnelling van de lonen en, in mindere mate, de conjunctuurgebonden daling in de productiviteit, zal, zo is de projectie, de groei van de arbeidskosten per eenheid product in 2008 aanzienlijk stijgen, alvorens in 2009 en 2010 te dalen, naarmate de lonen vertragen en de productiviteit opveert. Na jaren van aanzienlijke stijgingen zullen de winstmarges naar verwachting in zowel 2008 als 2009 dalen en deels de inflatoire druk absorberen die, naarmate de concurrentie scherper wordt en de bedrijvigheid vertraagt, voortkomt uit de hogere arbeidskosten per eenheid product en de groei van de invoerprijzen. Als de economie herstelt en de bbp-groei geleidelijk stijgt, zullen volgens de projectie de winstmarges in 2010 weer stijgen.

#### VERGELIJKING MET DE PROJECTIES VAN SEPTEMBER 2008

Wat betreft de reële bbp-groei zijn de projectiemarges voor zowel 2008 als 2009 aanzienlijk neerwaarts bijgesteld in vergelijking met de in het Maandbericht van september 2008 gepubliceerde projecties. De bijstellingen zijn vooral voor 2009 bijzonder groot. Deze verschuivingen weerspiegelen zowel de veel zwakkere korte-termijn economische vooruitzichten als de verdere binnenlandse en externe effecten van de aanhoudende financiële turbulentie gedurende de projectieperiode.

Wat betreft de HICP-inflatie liggen de geprojecteerde marges nu onder die in de projecties van september 2008 voor zowel 2008 als 2009, en dan met name voor 2009. De bijstellingen zijn voornamelijk het gevolg van de sterke neerwaartse herzieningen van de aangenomen energie- en voedingsmiddelenprijzen, maar weerspiegelen tevens de impact van de lagere bedrijvigheid op zowel de prijs- als loonvorming.

**Tabel 2** Vergelijking met de projecties van september 2008

(gemiddelde procentuele mutaties op jaarbasis)

	2007	2008	2009
Reële bbp – september 2008	2,6	1,1-1,7	0,6-1,8
Reële bbp – december 2008	2,6	0,8-1,2	-1,0-0,0
HICP – september 2008	2,1	3,4-3,6	2,3-2,9
HICP – december 2008	2,1	3,2-3,4	1,1-1,7

#### Kader 2

##### 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 de prognoses wat betreft de methoden voor de correctie van de invloed van het aantal werkdagen (zie onderstaande tabel).

In de momenteel beschikbare prognoses door andere instellingen zal de reële bbp-groei in het eurogebied naar verwachting in 2008 met tussen 1,0% en 1,2% groeien, in 2009 met tussen -0,6% en 0,3% en in 2010 met tussen 0,9% en 1,6%. De meeste beschikbare prognoses zijn derhalve globaal consistent met de marges van de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties.

Wat betreft de inflatie voorzien de beschikbare prognoses een gemiddelde HICP-inflatie op jaarbasis die ligt tussen 3,4% en 3,5% in 2008, tussen 1,4% en 2,2% in 2009 en tussen 1,3% en 2,1% in 2010. Een aantal prognoses vallen voor 2009 buiten de marges van de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties, waarschijnlijk omdat deze werden afgerond toen de olieprijs hoger was en daarom aannamen dat de grondstoffenprijzen ook hoger zouden zijn.

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

(gemiddelde procentuele mutaties op jaarbasis)

	Datum van publicatie	Bbp-groei			HICP-inflatie		
		2008	2009	2010	2008	2009	2010
IMF	november 2008	1,2	-0,5	n.v.t.	3,5	1,9	n.v.t.
Europese Commissie	oktober 2008	1,2	0,1	0,9	3,5	2,2	2,1
Survey of Professional Forecasters	oktober 2008	1,2	0,3	1,4	3,4	2,2	2,0
Consensus Economics Forecasts	november 2008	1,0	-0,2	1,6	3,4	1,8	2,0
OESO	november 2008	1,0	-0,6	1,2	3,4	1,4	1,3
Door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties	december 2008	0,8-1,2	-1,0-0,0	0,5-1,5	3,2-3,4	1,1-1,7	1,5-2,1

Bronnen: European Commission Economic Forecasts, herfst 2008; IMF World Economic Outlook update, november 2008, voor het bbp en de World Economic Outlook, oktober 2008, voor de HICP; OECD Economic Outlook No 84, november 2008, voorlopige editie; Consensus Economics Forecasts, en de Survey of Professional Forecasters van de ECB.

Opmerking: 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, 2008

Adres: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Duitsland

Postadres: Postfach 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.