



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM

# DE DOOR MEDEWERKERS VAN HET EUROSISTEEM SAMENGESTELDE MACRO-ECONOMISCHE PROJECTIES VOOR HET EUROGEBIED VAN DECEMBER 2015<sup>1</sup>

## 1. VOORUITZICHTEN VOOR HET EUROGEBIED: OVERZICHT EN VOORNAAMSTE KENMERKEN

*Het economisch herstel in het eurogebied zal zich naar verwachting voortzetten. Volgens de projectie stijgt het reële bbp in 2015 met 1,5%, in 2016 met 1,7% en in 2017 met 1,9%. De algehele vooruitzichten zijn globaal genomen onveranderd gebleven vergeleken met de voorgaande projecties, maar de vooruitzichten voor de binnenlandse vraag zijn sterker en die voor de buitenlandse vraag zwakker. De inflatie stijgt naar verwachting gedurende de projectiehorizon, naar 1,6% in 2017. De vooruitzichten voor de inflatie zijn licht neerwaarts bijgesteld, voornamelijk ten gevolge van een lagere olieprijs.*

**Naar verwachting ondersteunt in 2016 en 2017 de wind in de rug op enkele vlakken het door de binnenlandse vraag gestuwde herstel.** De accommoderende monetairbeleidskoers van de ECB zal verder naar de economie worden doorgegeven, zoals blijkt uit een verdere verruiming van de kredietverstrekkingvoorwaarden, de recente ommekeer in kredietvolumes en de depreciatie van de effectieve wisselkoers van de euro. Een lage olieprijs zou zowel de consumptie als de investeringen moeten ondersteunen; daarnaast zal de binnenlandse vraag profiteren van enige versoepeling van het begrotingsbeleid, mede vanwege de recente toestroom van vluchtelingen, aangezien er wordt verwacht dat dit zal leiden tot extra overheidsconsumptie en overdrachten aan huishoudens. Naarmate de noodzakelijke schuldenafbouw van de particuliere sector naar verwachting vermindert, wordt verwacht dat de binnenlandse vraag zich middels de investeringsversneller in de komende jaren zal versterken. Daarnaast zouden verdergaande verbeteringen van de arbeidsmarkt de consumptie moeten ondersteunen. Daarentegen is de verwachting dat de ondersteuning door het mondiale herstel voor de bedrijvigheid in het eurogebied gematigder zal blijven, grotendeels ten gevolge van de zwakke groei in de opkomende markteconomieën.

**De HICP-inflatie zal volgens de projecties in 2016 stijgen naar 1,0% en in 2017 naar 1,6%.** Ontwikkelingen in de HICP-inflatie van energieprijzen zullen naar verwachting een belangrijke rol spelen bij de bepaling van het profiel van de HICP-inflatie gedurende de projectieperiode. Sterke opwaartse basiseffecten rond de jaarwisseling en ook in de tweede helft van 2016, tezamen met de veronderstelde stijging van de olieprijs (in overeenstemming met de koersen van de futurescontracten) tot 2017 leiden, zo is de projectie, tot een aanzienlijke stijging van de HICP-energie-inflatie vanaf de huidige negatieve inflatiecijfers. Daarnaast zal de HICP-inflatie met uitzondering van energie en voedingsmiddelen naar verwachting geleidelijk krachtiger worden gedurende de projectieperiode. De stijging van zowel de lonen als de winstmarges zullen naar verwachting de onderliggende inflatie opstuwen naarmate het economisch herstel aan kracht wint. Daarnaast zou de aanzienlijke daling van de wisselkoers van de euro verder naar de HICP-inflatie moeten worden doorgegeven.

---

<sup>1</sup> De Raad van Bestuur gebruikt de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties bij de beoordeling van de economische ontwikkelingen en de risico's voor prijsstabiliteit. Informatie over de procedures en technieken staat in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, ECB, juni 2001. Deze is te vinden op de website van de ECB. De afsluitdatum voor de technische aannames zoals de olieprijs en wisselkoersen was donderdag 12 november 2015 (zie Kader 3). De afsluitdatum voor opname van de overige gegevens in deze projecties was donderdag 19 november 2015.

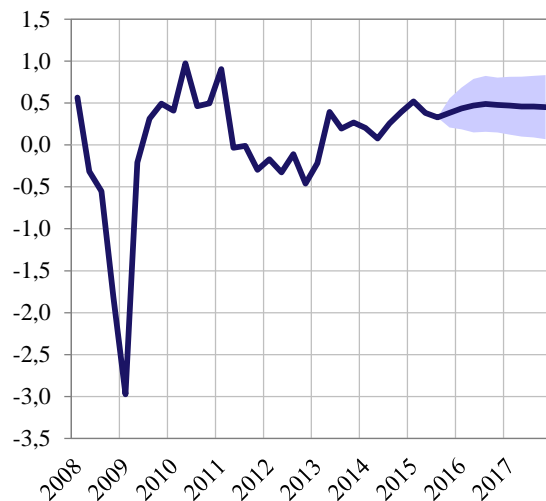
De huidige macro-economische projectie bestrijkt de periode 2015-2017. Projecties voor een dergelijk lange periode zijn onderhevig aan een zeer hoge mate van onzekerheid en daarmee dient rekening gehouden te worden bij de interpretatie ervan. Zie het artikel "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections" in het ECB-Maandbericht van mei 2013.

## Grafiek 1 Macro-economische projecties<sup>1)</sup>

(kwartaalgegevens)

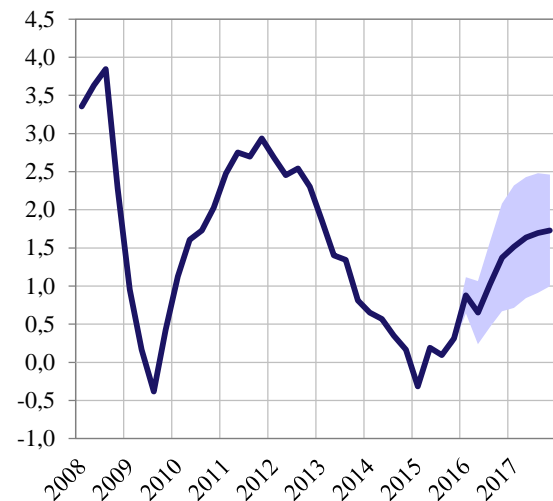
### Reëel bbp van het eurogebied<sup>2)</sup>

(procentuele mutatie van kwartaal op kwartaal)



### HICP van het eurogebied

(procentuele mutatie van jaar op jaar)



1) De marges rond de projecties zijn gebaseerd op de verschillen tussen de werkelijke uitkomsten en eerdere, over een aantal jaren uitgevoerde projecties. De breedte van de marges is tweemaal de gemiddelde absolute waarde van deze verschillen. Voor de berekening van de marges, waarin een correctie voor uitzonderlijke gebeurtenissen is opgenomen, wordt een methode gebruikt die beschreven is in de in december 2009 door de ECB gepubliceerde "New procedures for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges" en te vinden is op de ECB-website.

2) Cijfers gecorrigeerd voor het aantal werkdagen.

## 2. REËLE ECONOMIE

**Het herstel van de bedrijvigheid in het eurogebied duurt gedurende de projectieperiode naar verwachting voort, in toenemende mate ondersteund door de binnenlandse vraag.** Het reële bbp steeg in het derde kwartaal van 2015 met 0,3%. Vooruitblikkend, is het vertrouwen onder bedrijven en consumenten in de afgelopen maanden verhoogd gebleven, hetgeen wijst op een gestage groei op de korte termijn. Daarenboven zal naar verwachting een aantal gunstige factoren de reële bbp-groei gedurende de projectieperiode ondersteunen, met name de accommoderende monetairbeleidskoers, enige versoepeling van het begrotingsbeleid, een lagere olieprijs en een geleidelijke verbetering van de vooruitzichten voor de mondiale vraag gekoppeld aan een stijging van het exportmarktaandeel, hetgeen het gevolg is van een relatief zwakke effectieve wisselkoers van de euro.

**De particuliere consumptiebestedingen zullen naar verwachting de belangrijkste aanjager blijven van het herstel.** Het nominaal besteedbaar inkomen zou gedurende de projectieperiode moeten versnellen, ondersteund door een toename van het looninkomen tegen de achtergrond van een robuuste groei van de werkgelegenheid en een stijging van de groei van de nominale loonsom per werknemer, alsmede door een versnelling van het overige particuliere inkomen. Daarnaast zullen in 2016 hogere overdrachten en lagere directe belastingen het inkomen van huishoudens doen stijgen. De groei van het reëel besteedbaar inkomen zal in 2016 naar verwachting robuust blijven alvorens in 2017 aan kracht te verliezen vanwege stijgende consumentenprijzen. Lage financieringskosten en een stijging van de netto vermogens van huishoudens, die beide worden versterkt door het programma voor de aankoop van activa ("asset purchase programme" of APP), zouden de particuliere consumptie moeten ondersteunen, hoewel het klimaat van lagere rentetarieven het besteedbaar inkomen ook drukt middels lagere rente-inkomsten. Over het algemeen is de projectie voor de groei op jaarbasis van de particuliere consumptie in de periode 2015-2017 gemiddeld 1,7%, na een stijging van 0,8% in 2014.

**De spaarquote blijft op korte termijn naar verwachting globaal genomen stabiel alvorens in 2017 licht te dalen.** De spaarquote zal in 2015 volgens de projectie licht stijgen, hetgeen enige inertie weerspiegelt bij de aanpassing van de consumptie aan de met de olieprijs verband houdende toename van het reëel besteedbaar inkomen. De spaarquote blijft op korte termijn naar verwachting globaal genomen onveranderd alvorens in 2017 licht te dalen. In sommige landen zullen een hoge werkloosheid en een hoog bruto schuldniveau naar verwachting enige opwaartse druk op de besparingen blijven uitoefenen, terwijl het zeer lage niveau van de rentetarieven een noodzaak tot verdere besparingen in diverse landen met zich mee zou kunnen brengen. Mettertijd zal een van tijd tot tijd neerwaartse druk op de besparingen overheersen. In de eerste plaats zou de consumptie van huishoudens geleidelijk moeten aanhaken bij de stijging van het besteedbaar inkomen ten gevolge van de daling van de olieprijs. In de tweede plaats zou een geleidelijk dalende werkloosheid kleinere besparingen-uit-voorzorg tot gevolg moeten hebben, hetgeen huishoudens in staat stelt grotere aankopen te doen die wellicht eerder werden uitgesteld. Een zeer laag rendement via spaarrentes, ten slotte, ontmoedigt doorgaans het sparen via een inter-temporeel substitutie-effect.

**De investeringen in woningen in het eurogebied trekken naar verwachting aan, al komen deze vanaf een zeer laag niveau.** Herziene gegevens duiden op een enigszins sterkere bedrijvigheid t.a.v. investeringen in woningen in de eerste helft van 2015. Wat de toekomst betreft, zouden de investeringen in woningen gedurende de projectieperiode aan kracht moeten winnen, ondersteund door een duurzame groei van het reëel besteedbaar inkomen, een zeer lage hypotheekrente en versoepelde financieringsvoorwaarden, versterkt door het APP. Dit zou een sterkere groei van de kredietverlening aan huishoudens tot gevolg moeten hebben, hetgeen investeringen in woningen ondersteunt. Hoge schuld niveaus van huishoudens en ongunstige demografische effecten in sommige landen van het eurogebied zullen echter waarschijnlijk een sterkere toename van de investeringen in woningen verhinderen.

**De bedrijfsinvesteringen zullen geleidelijk aan kracht winnen, ondersteund door een verbetering van de financieringsvoorwaarden en door het conjunctureel herstel.** De accommoderende monetairbeleidskoers, versnellings-effecten in de context van een verwachte sterkere binnenlandse en buitenlandse vraag, de noodzaak om de kapitaalvoorraad te moderniseren na diverse jaren van gematigde investeringen, begrotingsmaatregelen in enkele landen, en een versterking van de winstopslag in de context van een reeds goed bij kas zittende niet-financiële bedrijvensector, ondersteunen volgens de projectie alle de kapitaaluitgaven. Bovendien zou gedurende de projectieperiode de algehele druk van schuldenafbouw bij ondernemingen in het eurogebied minder beperkend moeten uitpakken voor de bedrijfsinvesteringen dan in het verleden het geval was. Inderdaad is in de meeste landen de verhouding vreemd vermogen/eigen vermogen aanzienlijk afgenomen ten opzichte van het hoogste niveau dat tijdens de financiële crisis werd bereikt, en deze staat nu historisch laag. Het herstel van de bedrijfsinvesteringen zal echter nog worden geremd door resterende financiële knelpunten en een hogeschuldpositie in sommige landen, alsmede door de verwachting van een zwakkere potentiële productiegroei dan in het verleden.

**De begrotingskoers, zoals afgemeten aan de mutatie in het voor de conjunctuur gecorrigeerde primaire saldo uitgezonderd de overheidssteun aan de financiële sector, zal, zo is de verwachting, gedurende de projectieperiode een kleine positieve bijdrage aan de vraag leveren.** Na een gematigde verkrapping van discretionaire begrotingsmaatregelen in 2015, wordt in 2016 een discretionaire versoepeling voorzien, terwijl de verwachting voor de begrotingsmaatregelen in 2017 neutraal is.<sup>2</sup> De groei van de reële overheidsinvesteringen wint in 2016 naar verwachting aan kracht en versnelt verder in 2017, terwijl de overheidsconsumptie wordt verondersteld in een betrekkelijk hoog tempo te groeien. De toestroom van vluchtelingen draagt naar verwachting bij aan een versoepeling van het begrotingsbeleid in het eurogebied (zie Kader 2).

---

<sup>2</sup> De begrotingsaannames weerspiegelen de informatie die is opgenomen in de begrotingswetgeving voor 2016 alsmede andere relevante informatie die op 19 november 2015 beschikbaar was. Deze aannames omvatten alle beleidsmaatregelen die reeds door het betreffende nationale parlement zijn goedgekeurd of die reeds in voldoende detail door overheden zijn bepaald en het wetgevingsproces waarschijnlijk zullen doorstaan.

**De buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied zal naar verwachting worden getemperd door zwakke groei in de opkomende markten en een lage handelsintensiteit van de mondiale groei, maar zal zich volgens de projectie geleidelijk herstellen gedurende de projectieperiode (zie Kader 1).** Hoewel de buitenlandse vraag naar verwachting geleidelijk zal versterken gedurende de projectieperiode, zal het tempo ervan traag zijn vanwege de zwakke groei van de invoer in de opkomende markteconomieën. Deze zal, zo is de projectie, veel geringer uitvallen dan het tempo van vóór de crisis, hetgeen het gevolg is van zowel een geringere mondiale bedrijvigheid en een lagere elasticiteit van de wereldhandel ten opzichte van de groei, vooral in de opkomende markteconomieën.

**De groei van de uitvoer naar landen buiten het eurogebied zou gedurende de projectiehorizon moeten stijgen.** De groei van de uitvoer naar landen buiten het eurogebied blijft, zo is de projectie, gedurende de projectieperiode de groei van de buitenlandse vraag overtreffen, waarbij de uitvoer profiteert van de vertraagde effecten van de depreciatie van de effectieve wisselkoers van de euro en de verbetering van het concurrentievermogen. Naar verwachting blijft de groei van de invoer van buiten het eurogebied gedurende de projectieperiode relatief beperkt, hetgeen het gevolg is van een samenstelling van de totale vraag die wordt overheerst door uitgavencomponenten met een laag invoergehalte, zoals de overheidsconsumptie en particuliere consumptie. Naar verwachting groeit het huidige overschot op de lopende rekening van 2,4% bbp in 2014 naar 3,0% in 2015, gevolgd door een matiging naar 2,9% in 2016 en 2,7% in 2017.

**De negatieve "output gap" zal, zo wordt verwacht, verminderen, tegen de achtergrond van een bescheiden potentiële productiegroei.** Naar schatting komt de potentiële productiegroei gedurende de projectieperiode uit op slechts rond 1%, waarmee deze duidelijk onder het tempo blijft van vóór de crisis. Terwijl de projectie is dat de reële bbp-groei hoger zal zijn dan de potentiële groei, zal de negatieve "output gap" naar verwachting tegen het einde van de projectieperiode aanzienlijk verminderen.

#### Kader 1

### HET INTERNATIONALE KLIMAAT

**De wereldeconomie blijft nog steeds op een geleidelijk herstelpad maar het tempo van de economische expansie blijft bescheiden.** De mondiale bedrijvigheid en de beschikbare gegevens per land wijzen op een voortzetting van de bescheiden groei van de wereldeconomie in het derde kwartaal van 2015. Vooruitblikkend zou de mondiale bedrijvigheid op een geleidelijke – al is het ongelijke – gematigde herstelkoers moeten blijven, gedragen door robuuste groeivoorzichten voor de meeste ontwikkelde economieën, terwijl de vooruitzichten in de opkomende markteconomieën historisch gezien zwak blijven. Een lage olieprijs, gunstige financieringsvoorwaarden, een verbetering van de arbeidsmarkten en het vertrouwen, en de afnemende tegenwind zoals de schuldenafbouw van de particuliere sector en begrotingsconsolidatie, zouden de vooruitzichten voor de ontwikkelde economieën moeten ondersteunen. De middellangetermijnvoorzichten voor de opkomende markteconomieën zijn daarentegen meer gemengd. Terwijl een toegenomen vraag in de ontwikkelde economieën een opleving van de economische bedrijvigheid zou moeten ondersteunen, blijven structurele belemmeringen en macro-economische onevenwichtigheden in diverse grote opkomende markteconomieën de groeivoorzichten in deze economieën remmen. Tegelijkertijd passen sommige van deze economieën zich aan lagere grondstoffenprijzen en krappere externe financieringsvoorwaarden aan in afwachting van de normalisatie van het Amerikaanse monetaire beleid, terwijl de politieke onzekerheid in enkele van deze economieën groot blijft. Volgens de projecties zal de mondiale groei (exclusief het eurogebied) geleidelijk versnellen van 3,1% in 2015, naar 3,6% in 2016 en tegen 3,9% in 2017. Dit houdt een neerwaartse bijstelling in van 0,1 procentpunt voor 2015 en van 0,2 procentpunt voor 2016 vergeleken met de in september gepubliceerde projecties.

**De mondiale handel was uiterst zwak in de eerste helft van 2015 maar zal naar verwachting geleidelijk versterken.** De cijfers voor de wereldhandel voor de eerste helft van 2015 zijn sterk neerwaarts bijgesteld, en laten nu een sterkere krimp zien. Hoewel de aanzienlijke daling van de invoer in

Rusland en Brazilië gedurende deze periode deels verklaard kan worden door een daling van de binnenlandse vraag, lijken de ontwikkelingen in andere economieën (waaronder het Verenigd Koninkrijk, Japan en China) vooral ruis in de handelscijfers te weerspiegelen. Recente handelsindicatoren duiden op enige stabilisatie in het derde kwartaal van 2015, maar het is waarschijnlijk dat de over het geheel genomen gematigde dynamiek op de korte termijn zal overheersen. Verder vooruitblikkend, zal de wereldhandel naar verwachting geleidelijk versterken – in overeenstemming met het herstel van de mondiale bedrijvigheid – hoewel deze er duidelijk niet in slaagt de kracht te herwinnen die vóór de financiële crisis werd waargenomen. Over het geheel genomen is, ten opzichte van het mondiale bbp, de projectie voor het profiel voor de mondiale invoer en de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied gedurende de projectieperiode tamelijk zwak. De groei van de buitenlandse vraag naar goederen en diensten uit het eurogebied neemt naar verwachting toe van -0,1% in 2015 tot 2,7% in 2016 en 3,8% in 2017. Vergeleken met de in september gepubliceerde projecties, vertegenwoordigt dit een neerwaartse bijstelling van 1,6 procentpunt in 2015, 0,7 procentpunt in 2016 en 0,3 procentpunt in 2017.

## Het internationale klimaat

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	December 2015				September 2015			Herzieningen sinds september 2015		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Wereld (excl. het eurogebied) – reëel bbp	3,7	3,1	3,6	3,9	3,2	3,8	4,0	-0,1	-0,2	0,0
Mondiale (excl. het eurogebied) handel <sup>1)</sup>	3,2	0,5	2,9	3,8	1,4	3,3	4,1	-0,9	-0,5	-0,3
Buitenlandse vraag naar goederen uit het eurogebied <sup>2)</sup>	3,3	-0,1	2,7	3,8	1,5	3,3	4,1	-1,6	-0,7	-0,3

Toelichting: Bijstellingen worden berekend op grond van niet afgeronde cijfers.

1) Berekend als een gewogen gemiddelde van de invoer.

2) Berekend als een gewogen gemiddelde van de invoer vanuit de handelspartners van het eurogebied.

**De verbetering van de arbeidsmarktomstandigheden in het eurogebied zal naar verwachting gedurende de projectieperiode aanhouden.** De werkgelegenheid zal naar verwachting in de tweede helft van 2015 zijn krachtige dynamiek behouden. Volgens de projecties blijft deze in 2016 en 2017 groeien, voornamelijk gestuwd door het economisch herstel, begrotingsstimulansen in sommige landen, loonmatiging, arbeidsmarkthervormingen in het verleden en de geleidelijke integratie van vluchtelingen in de arbeidsmarkt. Het aantal gewerkte uren per werknemer zal over de projectieperiode naar verwachting enigszins toenemen maar ver onder het niveau van vóór de crisis blijven. Deze ontwikkelingen in de werkgelegenheid betekenen een aantrekken van de arbeidsproductiviteitsgroei van 0,3% in 2014 naar 0,9% in 2017, in overeenstemming met het traditionele procyclische patroon. De beroepsbevolking zal naar verwachting sterker groeien dan eerder werd voorzien, met 0,5% in zowel 2016 en 2017 na twaalfmaands groeipercentages van 0,2% in 2014 en 2015, hetgeen het gevolg is van de aanhoudende toestroom van vluchtelingen (zie Kader 2) en het wegebben van ontmoedigingseffecten. De werkloosheid zal naar verwachting in 2017 naar 10,1% dalen maar ver boven het niveau van vóór de crisis blijven (7,5% in 2007).

**Vergeleken met de in september gepubliceerde projecties, zijn de vooruitzichten voor de reële bbp-groei globaal genomen onveranderd.** Een kleine opwaartse bijstelling in 2015 weerspiegelt een sterker resultaat voor het tweede kwartaal van 2015. De globaal genomen ongewijzigde vooruitzichten voor 2016 en 2017 geven twee compenserende factoren weer: enerzijds robuuster vooruitzichten voor de particuliere consumptie en hogere overheidsconsumptie ten gevolge van onder meer begrotingsmaatregelen die in antwoord op de toestroom van vluchtelingen genomen worden, en aan de andere kant zwakkere vooruitzichten voor de uitvoer ten gevolge van een zwakkere buitenlandse vraag.



**DE INVLOED VAN DE TOESTROOM VAN VLUCHTELINGEN OP DE ECONOMIE VAN HET EUROGEBIED**

**Het eurogebied staat momenteel bloot aan een ongekende toestroom van vluchtelingen.** Eind november 2015 zijn volgens het Hoog Commissariaat der Verenigde Naties voor Vluchtelingen ongeveer 850.000 vluchtelingen de Middellandse Zee overgestoken, een toestroom die veel groter is dan die welke te zien was tijdens de Balkan-crisis in de vroege jaren negentig van de vorige eeuw. In de huidige projecties wordt aangenomen dat, vergeleken met de in juni 2015 gepubliceerde projecties, in 2017 waarschijnlijk 2,4 miljoen extra vluchtelingen (minder dan 1% van de bevolking van het eurogebied) in het eurogebied zullen zijn aangekomen.

**De beoordeling van de invloed van de toestroom van vluchtelingen op de reële economie en overheidsfinanciën is omgeven door zeer grote onzekerheid.** Het aantal vluchtelingen en de kenmerken van hun vaardigheden zijn nog steeds zeer onduidelijk, terwijl het aantal later aankomende familieleden grotendeels onvoorspelbaar is. Ook is hun verdeling over de landen van het eurogebied nog niet duidelijk. Daarnaast wordt het nationale asielbeleid, met macro-economische en budgettaire implicaties, op het ogenblik overal aangepast.

**De macro-economische invloed aan de aanbodzijde zou in cruciale mate afhangen van de arbeidsmarktparticipatie en snelheid van intrede in de arbeidsmarkt.** Het is over het algemeen een langdurig proces voor vluchtelingen om toe te treden tot de formele arbeidsmarkt in een thuisland. Zij dienen eerst asiel en soms een arbeidsvergunning te verkrijgen, een taal op te doen en erkenning van beroepsvaardigheden te verkrijgen. Hoewel het in het eurogebied, ten gevolge van juridische en praktische beperkingen, gemiddeld zes maanden duurt voordat vluchtelingen tot de arbeidsmarkt kunnen toetreden, zijn er grote verschillen tussen landen en zou het in de praktijk enkele jaren kunnen duren voordat veel vluchtelingen een stabiele baan hebben gevonden. Voor het basisscenario voor het eurogebied wordt aangenomen dat de binnenkomende vluchtelingen voornamelijk jong zijn en in het lagere segment van de scholings- en loonverdeling met ingezetenen zullen concurreren. Bovendien zal, zo wordt aangenomen, ongeveer slechts een kwart van alle vluchtelingen aan het eind van de projectieperiode tot de beroepsbevolking zijn toegetreden.

**De macro-economische invloed op de korte- tot middellange termijn van de toestroom van vluchtelingen verloopt via zowel het vraag- als het aanbodkanaal.** In eerste instantie zou een positieve vraagschok via hogere particuliere en overheidsconsumptie de prijzen en productie doen stijgen, ondersteund door relatief lage spaargelden en een sterke neiging tot consumeren onder vluchtelingen. De omvang van deze schok zou tevens kunnen afhangen van de omvang van de overdrachten door vluchtelingen naar hun thuislanden. Tegelijkertijd zou in sommige landen de economie negatief beïnvloed kunnen worden door een verslechterend vertrouwen onder consumenten en bedrijven. Dit zou een weerspiegeling kunnen zijn van bezorgdheid dat vluchtelingen integreren ten nadele van de arbeidsmarktoverzichten van ingezetenen – voor zover vluchtelingen niet openstaande vacatures vervullen – en dat de toerismesector in de zuidelijke Europese landen waar grote aantallen vluchtelingen binnenkomen, negatief beïnvloed zou kunnen worden. Naarmate sommige vluchtelingen toetreden tot de arbeidsmarkt, zouden de loonsom per werknemer en de productiviteit kunnen worden getemperd door het toenemende aantal lagergeschoolde en lagerbetaalde werknemers. Op de korte termijn zou de inflatie, in vergelijking met een basisscenario dat geen rekening houdt met de invloed van de extra vluchtelingen, echter kunnen stijgen ten gevolge van hogere binnenlandse vraag, lagere productiviteit en stijgende huren voor woningen. Daarna zouden een stijgend trendmatig arbeidsaanbod en werkgelegenheid de groei verder kunnen aanjagen, via sterkere particuliere consumptie en investeringen in woningen. Bovendien zou, op de langere termijn, de potentiële productiegroei kunnen profiteren.

**De invloed op de werkgelegenheid, de productie en de prijzen loopt tussen de verschillende landen uiteen en is over het geheel genomen waarschijnlijk bescheiden in het basisscenario voor het eurogebied. De budgettaire effecten zullen echter aanzienlijk zijn.** De budgettaire invloed van de toestroom van vluchtelingen zal naar verwachting voortvloeien uit de overheidsuitgaven voor voeding en huisvesting, uitkeringen aan vluchtelingen en, in mindere mate, uit toegenomen overheidsconsumptie in verband met onder meer uitgaven aan onderwijs, gezondheidszorg en integratie in meer algemene zin. De

verwachte budgettaire effecten op de korte termijn weerspiegelen het feit dat er, ondanks enige aanwijzingen van toegenomen behoeften aan woningen, geen bewijs is van aanzienlijke aanvullende overheidsinvesteringen. De toestroom van vluchtelingen zal naar verwachting bijdragen aan een ruimere begrotingskoers in het eurogebied dan voorzien in de eerdere projecties. De budgettaire invloed op de overheidsfinanciën zal naar verwachting de gehele projectieperiode aanhouden in de landen die het meest getroffen zijn. Met uitzondering van een paar landen waar de (beperkte) extra kosten die voortvloeien uit het huisvesten van vluchtelingen naar verwachting zullen worden gedekt door een herprioritering van uitgaven of door het aanspreken van reserves, zullen dergelijke uitgaven naar verwachting het overheidstekort doen toenemen, niet in het minst gezien het feit dat het Stabiliteits- en Groeipact in dit opzicht enige flexibiliteit biedt. Op de langere termijn zouden de budgettaire gevolgen gunstiger kunnen worden, afhankelijk van – en dit is in deze context van cruciaal belang – de timing en mate van de intrede van vluchtelingen in de arbeidsmarkt.

### Kader 3

#### TECHNISCHE AANNAMES BETREFFENDE DE RENTE, DE WISSELKOERSEN EN DE GRONDSTOFFENPRIJZEN

**De veranderingen in de technische aannames ten opzichte van de projecties van september zijn onder andere: lagere in Amerikaanse dollar luidende prijzen van olie en grondstoffen met uitzondering van energie, een kleine stijging van de effectieve wisselkoers van de euro en lagere rentetarieven in het eurogebied.**

**De technische aannames met betrekking tot de rente en de prijzen van grondstoffen zijn gebaseerd op marktverwachtingen waarvoor de afsluitdatum 12 november 2015 was.** De korte rente verwijst naar de driemaands EURIBOR, waarbij de marktverwachtingen worden afgeleid van de futures-rentetarieven. De methodologie levert voor deze korte rente een gemiddeld niveau op van 0,0% voor 2015, -0,2% voor 2016 en -0,1% voor 2017. De marktverwachtingen betreffende het nominale rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied impliceren een gemiddeld niveau van 1,2% in 2015, 1,4% in 2016 en 1,7% in 2017.<sup>1</sup> In lijn met het beloop van de rentetarieven op de termijnmarkten en de geleidelijke doorwerking van veranderingen in de marktrentetarieven in de kredietrentetarieven, zal de samengestelde bancaire debetrente voor leningen aan de niet-financiële particuliere sector binnen het eurogebied naar verwachting in 2016 globaal genomen stabiel blijven alvorens in 2017 in bescheiden mate te stijgen. Wat de grondstoffenprijzen betreft, op grond van het prijsbeloop op de termijnmarkten in de twee weken tot en met de afsluitdatum van 12 november wordt voor Brentolie de prijs per vat verondersteld te stijgen van het dan vigerende niveau van USD 45 naar USD 52,2 in 2016 en naar USD 57,5 in 2017. De in Amerikaanse dollar luidende prijzen van grondstoffen met uitzondering van energie zullen, zo is de aanname, een opwaarts beloop laten zien.<sup>2</sup> De bilaterale wisselkoersen blijven naar verwachting gedurende de projectieperiode onveranderd op de gemiddelde niveaus die in de twee weken tot en met de afsluitdatum van 12 november te zien waren. Dit impliceert een USD/EUR-wisselkoers van 1,09 gedurende de projectieperiode.

## Technische aannames

	December 2015				September 2015			Herzieningen sinds september 2015 <sup>1)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Driemaands EURIBOR (in % per jaar)	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,2
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (in % per jaar)	2,0	1,2	1,4	1,7	1,3	1,6	1,8	-0,1	-0,2	-0,1
Olieprijs (USD/vat)	98,9	53,8	52,2	57,5	55,3	56,1	60,9	-2,7	-6,9	-5,6
Grondstoffenprijzen m.u.v. energie in USD (procentuele mutatie op jaarbasis)	-8,6	-18,7	-5,2	4,1	-19,7	-4,6	4,4	1,0	-0,7	-0,4
Wisselkoers USD/EUR	1,33	1,11	1,09	1,09	1,11	1,10	1,10	0,3	-1,0	-1,0
Nominale effectieve wisselkoers euro (EER38) (procentuele mutatie op jaarbasis)	2,4	-7,1	0,1	0,0	-7,8	0,3	0,0	0,7	-0,2	0,0

1) Bijstellingen worden berekend op grond van niet-afgeronde gegevens en worden uitgedrukt in procenten als het niveau betreft, in verschillen als het groeicijfers betreft en in procentpunten als het rentetarieven en obligatierendementen betreft.

- De aanname ten aanzien van de rendementen op overheidsobligaties uit het eurogebied met een looptijd van tien jaar is gebaseerd op het gewogen gemiddelde van het rendement op tienjaars referentieobligaties van de eurolanden. Dit gemiddelde is gewogen voor de jaarlijkse bbp-cijfers en is geëxtrapoleerd met behulp van het termijnbeloop dat is afgeleid van het door de ECB samengestelde tienjaars parirendement voor alle obligaties, waarbij het aanvankelijke verschil tussen de twee reeksen voor de gehele projectieperiode gelijk gehouden is. Er wordt van uitgegaan dat de spread tussen het rendement op overheidsobligaties van bepaalde landen en het overeenkomstige gemiddelde van het eurogebied gedurende de projectieperiode gelijk blijft.
- De aannames voor de grondstoffenprijzen van olie en voedsel zijn gebaseerd op de futureskoersen tot en met het einde van de projectieperiode. Voor de overige grondstoffen anders dan voedsel wordt aangenomen dat de prijzen tot het vierde kwartaal van 2016 de futures volgen en zich daarna in lijn met de mondiale economische bedrijvigheid ontwikkelen.

### 3. PRIJZEN EN KOSTEN

**De HICP-inflatie is de afgelopen paar maanden dicht bij nul gebleven.** Het lage niveau van de totale inflatie weerspiegelt toegenomen neerwaartse druk van de energieprijzen die verband houdt met de meest recente daling van de olieprijs. Tegelijkertijd is de HICP-inflatie met uitzondering van energie de afgelopen maanden licht gestegen. Dit weerspiegelt stijgingen van de inflatie van voedingsmiddelen en van de prijzen van industriële goederen met uitzondering van energie. De sterke depreciatie van de euro heeft het inflatiepercentage van deze laatste doen stijgen. Niettegenstaande enige volatiliteit is de dienstenprijzinflatie daarentegen de afgelopen maanden vrijwel vlak geweest, ten gevolge van gematigde binnenlandse kostendruk.

**Volgens de projectie zal de HICP-inflatie in 2015 op gemiddeld 0,1% uitkomen alvorens in 2016 aan te trekken naar 1,0% en in 2017 naar 1,6%.** De HICP-energie-inflatie zal naar verwachting gedurende de projectieperiode sterk van invloed zijn op het profiel van de HICP-inflatie. Aanzienlijke opwaartse basiseffecten en de verwachte stijgingen van de olieprijs (overeenkomstig de futuresmarkten) zullen, zo wordt voorzien, tot 2017 leiden tot een aanzienlijke stijging van de HICP-energie-inflatie. De HICP-inflatie met uitzondering van energie zal, zo wordt voorzien, geleidelijk stijgen in overeenstemming met de toenames van de binnenlandse kostendruk naarmate de negatieve "output gap" kleiner wordt. Opwaartse effecten op de HICP-inflatie met uitzondering van energie worden eveneens verwacht van de aanzienlijke depreciatie van de euro en van de indirecte effecten van de veronderstelde stijging van de grondstoffenprijzen gedurende de projectieperiode. Tegelijkertijd zal de invloed van door de overheid gereguleerde prijzen en van veranderingen in de indirecte belastingen op de inflatie naar verwachting beperkt blijven.



**De depreciatie van de euro, opwaartse met de olieprijs verband houdende basiseffecten en de voorziene stijgingen van de grondstoffenprijzen zullen, zo wordt verwacht, de voornaamste drijvende krachten zijn achter het aantrekken van de inflatie gedurende de projectieperiode.** Na jaren van neerwaartse prijsdruk aan de externe zijde, wordt verwacht dat de invoerprijzen zullen stijgen en zullen bijdragen aan de stijging van de HICP-inflatie gedurende de projectieperiode. Volgens de projecties zal de groei op jaarbasis van de invoerdeflator stijgen, van -2,0% in 2015 naar 0,4% in 2016 en 1,8% in 2017. Een belangrijke factor achter deze stijgingen is de aanzienlijke verzwakking van de wisselkoers van de euro, waarvan de doorwerking op de binnenlandse prijzen via de invoerprijzen langdurig pleegt te zijn en die naar verwachting ook in 2016 en 2017 van invloed zal zijn op de binnenlandse prijzen. Daarnaast zullen de energie- en niet-energiegrondstoffenprijzen de invoer van het eurogebied en de consumptieprijsinflatie gedurende de projectieperiode doen stijgen.

**Stijgende binnenlandse prijsdruk zal ook, zo wordt voorzien, bijdragen aan de stijging van de HICP-inflatie, met name tegen het einde van de projectieperiode.** Het verwachte verdergaande economische herstel en de versterking van de vraag zouden moeten worden weerspiegeld in verdere verbeteringen van de arbeidsmarktomstandigheden en het prijszettingsvermogen van ondernemingen. In deze omgeving zullen zowel de lonen als de winstmarges naar verwachting aantrekken en bijdragen aan binnenlandse prijsdruk.

**De langzaam minder wordende arbeidsmarktslapt zal, zo is de projectie, een versterking van de groei van de nominale loonsom per werknemer met zich meebrengen.** De loongroei zal naar verwachting echter relatief bescheiden blijven. Factoren die de groei van de loonsom per werknemer tijdens het huidige herstel remmen zijn de resterende mate van arbeidsmarktslapt en het huidige klimaat van lage inflatie. Een dempende invloed op de loongroei wordt eveneens verwacht van de verdergaande aanpassingsprocessen die beogen het prijsconcurrentievermogen in sommige landen van het eurogebied te vergroten. Daarnaast zijn structurele, tijdens de crisis doorgevoerde arbeidsmarkthervormingen en mogelijk tevens opgestapelde loonmatiging in verband met het tijdens de crisis incorporeren van neerwaartse rigiditeiten in de nominale lonen, factoren die het aantrekken van de loongroei in het huidige herstel remmen. De groei van de arbeidskosten per eenheid product zal, zo wordt voorzien, tot begin 2017 blijven schommelen rond het recente lage niveau aangezien de geprojecteerde conjuncturele versnelling van de productiviteit de geleidelijke groeiversnelling van de loongroei compenseert. Daarna impliceert een stabilisering van de productiviteitsgroei in combinatie met een verder aantrekken van de loongroei een versterking van de groei van de arbeidskosten per eenheid product gedurende 2017.

**De winstmarges zullen naar verwachting verbeteren naarmate het herstel voortduurt.** Verdere verbeteringen in de vraag en afname van de economische overcapaciteit zullen naar verwachting gedurende de projectieperiode steun geven aan het prijszettingsvermogen van ondernemingen en aan een continuering van het recentelijk waargenomen herstel van de winstmarges. Grote winsten in verband met sterke dalingen van de prijzen van olie en grondstoffen in het verleden en de waardedaling van de euro ten gevolge van de "pricing-to-market"-strategieën van exporteurs hebben bijgedragen aan het recente herstel van de winsten. Een dempend effect op de winstmarges wordt daarentegen verwacht van tijdens en na de crisis doorgevoerde structurele productenmarkthervormingen aangezien deze, zo is de verwachting, de mate van concurrentie in sommige markten hebben verscherpt. Over het geheel genomen zullen, zo wordt voorzien, de winstmarges, na langdurige zwakke ontwikkelingen de afgelopen paar jaar, gedurende de projectieperiode herstellen en elk jaar tussen 2015 en 2017 groeien met gemiddeld rond 0,5%.

**Vergeleken met de in september gepubliceerde projecties zijn de vooruitzichten voor de HICP-inflatie enigszins naar beneden bijgesteld.** Zwakkere externe prijsdruk in verband met een lager-dan-verwachte olieprijs is de voornaamste verklaring voor de neerwaartse bijstelling.

#### 4. VOORUITZICHTEN VOOR DE OVERHEIDSBEGROTINGEN

**Het overheidssaldo zal zich, zo is de projectie, verbeteren.** De geleidelijke verbetering in de overheidssaldo/bbp-ratio is deels het gevolg van de conjuncturele verbetering en deels van dalende rentelasten, terwijl het structurele primaire saldo volgens de projectie in 2016 iets zal verslechteren en in

2017 stabiel zal blijven. De overheidstekortratio ten opzichte van het bbp zal, na de stijgingen tot 2014, volgens de projectie vanaf 2015 beginnen te dalen.

**Vergeleken met de in september gepubliceerde projecties zijn de begrotingsvooruitzichten globaal genomen onveranderd.** Het overheidsbegrotingssaldo is voor 2015 enigszins opwaarts en voor 2017 enigszins neerwaarts herzien vanwege veranderingen in de mate van begrotingsconsolidatie. Het beloop van de overheidsschuld is, over de gehele projectieperiode bezien, gunstiger ten gevolge van een gunstiger groei/rente-ecart en een positief effect van de tekort-schuldaanpassing.

**Tabel 1 Macro-economische projecties voor het eurogebied<sup>1)</sup>**

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	December 2015				September 2015			Herzieningen sinds september 2015 <sup>2)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Reëel bbp <sup>3)</sup>	0,9	1,5	1,7	1,9	1,4	1,7	1,8	0,1	0,0	0,0
		[1,4 - 1,6] <sup>4)</sup>	[1,1 - 2,3] <sup>4)</sup>	[0,9 - 2,9] <sup>4)</sup>	[1,3 - 1,5] <sup>4)</sup>	[0,8 - 2,6] <sup>4)</sup>	[0,6 - 3,0] <sup>4)</sup>			
Particuliere consumptie	0,8	1,6	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7	-0,1	0,2	0,0
Overheidsconsumptie	0,8	1,4	1,2	1,0	0,7	0,8	0,7	0,7	0,4	0,3
Bruto-investeringen in vaste activa	1,3	2,3	2,8	3,8	2,1	3,4	3,9	0,2	-0,7	-0,1
Uitvoer <sup>5)</sup>	4,1	4,8	4,0	4,8	4,5	4,9	5,2	0,4	-0,8	-0,4
Invoer <sup>5)</sup>	4,5	5,3	4,8	5,3	4,7	5,4	5,7	0,6	-0,7	-0,4
Werkgelegenheid	0,6	1,0	1,0	1,0	0,7	0,8	0,8	0,2	0,3	0,1
Werkloosheid (in % van de beroepsbevolking)	11,6	11,0	10,5	10,1	11,0	10,6	10,1	-0,1	-0,1	0,0
HICP	0,4	0,1	1,0	1,6	0,1	1,1	1,7	0,0	-0,2	0,0
		[0,1 - 0,1] <sup>4)</sup>	[0,5 - 1,5] <sup>4)</sup>	[0,9 - 2,3] <sup>4)</sup>	[0,0 - 0,2] <sup>4)</sup>	[0,5 - 1,7] <sup>4)</sup>	[0,9 - 2,5] <sup>4)</sup>			
HICP excl. energie	0,7	0,9	1,3	1,5	0,9	1,3	1,6	0,0	-0,1	-0,1
HICP excl. energie en voedsel	0,8	0,9	1,3	1,6	0,9	1,4	1,6	-0,1	-0,1	0,0
HICP-inflatie exclusief energie, voedsel en wijzigingen van de indirecte belastingen <sup>6)</sup>	0,7	0,8	1,3	1,6	0,9	1,4	1,6	0,0	-0,1	0,0
Arbeidskosten per eenheid product	1,1	0,9	0,9	1,2	1,0	0,6	1,1	-0,1	0,2	0,1
Loonsom per werknemer	1,4	1,4	1,5	2,1	1,6	1,6	2,1	-0,2	0,0	0,0
Arbeidsproductiviteit	0,3	0,5	0,7	0,9	0,7	1,0	1,0	-0,1	-0,3	-0,1
Begrotingssaldo overheid (als percentage van het bbp)	-2,6	-2,0	-2,0	-1,8	-2,1	-2,0	-1,7	0,1	0,0	-0,1
Structureel begrotingssaldo (als percentage van het bbp) <sup>7)</sup>	-1,8	-1,7	-1,9	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7	0,1	0,0	-0,2
Bruto overheidsschuld (als percentage van het bbp)	92,1	91,1	90,1	88,9	91,6	90,7	89,4	-0,5	-0,7	-0,5
Saldo op de lopende rekening (als percentage van het bbp)	2,4	3,0	2,9	2,7	3,0	2,9	2,7	0,0	0,0	0,0

1) De cijfers hebben betrekking op het eurogebied inclusief Litouwen met uitzondering van de HICP-cijfers voor 2014. De gemiddelde procentuele verandering van de HICP op jaarbasis voor 2015 is gebaseerd op een eurogebied anno 2014 waarvan Litouwen reeds deel uitmaakt.

2) Bijstellingen worden berekend op grond van niet-afgeronde cijfers.

3) Cijfers gecorrigeerd voor het aantal werkdagen.

4) De marges rond de projecties 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. Voor de berekening van de marges, waarin een correctie voor uitzonderlijke gebeurtenissen is opgenomen, wordt een methode gebruikt die beschreven is in de in december 2009 door de ECB gepubliceerde "New procedures for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges" en te vinden is op de ECB-website.

5) Inclusief de handel binnen het eurogebied.

6) De subindex is gebaseerd op ramingen van de werkelijke effecten van indirecte belastingen en kan afwijken van cijfers van Eurostat, dat ervan uitgaat dat belastingeffecten volledig en onmiddellijk in de HICP doorwerken.

7) Berekend als het overheidssaldo na voorbijgaande conjunctuureffecten en tijdelijke overheidsmaatregelen (voor de werkwijze van het ESCB, zie *Working Paper Series*, Nr. 77, ECB, september 2001 en *Working Paper Series*, Nr. 579, ECB, januari 2007). De projectie voor het structurele evenwicht is niet afgeleid van een geaggregeerde maatstaf voor de output gap. Volgens de ESCB-methodologie worden conjuncturele componenten afzonderlijk berekend voor verschillende inkomsten- en uitgavenposten. Voor nadere informatie, zie het kader getiteld "Conjuncturele correctie van begrotingssaldi" in het ECB-Maandbericht van maart 2012 en

#### Kader 4

### GEVOELIGHEIDSANALYSES

**De projecties zijn sterk afhankelijk van technische aannames betreffende de ontwikkeling van bepaalde kernvariabelen.** Gezien het feit dat enkele van deze variabelen een grote invloed kunnen hebben op de projecties voor het eurogebied, kan het onderzoeken van de gevoeligheid van deze projecties voor een alternatieve ontwikkeling van deze onderliggende aannames van pas komen bij het analyseren van de risico's rond de projecties. In dit kader wordt de onzekerheid rond de olieprijs en de wisselkoers, en de gevoeligheid van de projecties met betrekking tot deze variabelen, besproken.

#### 1) Een alternatief beloop van de olieprijs

**Alternatieve modellen voor de olieprijs laten een enigszins hogere olieprijs zien in 2016 en 2017 dan die welke wordt aangegeven door futures.** De technische aannames voor de olieprijsontwikkelingen die ten grondslag liggen aan de basisprojecties voorzien, op basis van de futuresmarkten, een stijging van de olieprijs over de projectieperiode (zie Kader 3). Dit beloop is consistent met enig herstel in de mondiale vraag naar olie dat verband houdt met het aantrekken van de wereldeconomie en een teruglopen van de groei van het aanbod van olie. Alternatieve modellen die door medewerkers van de ECB<sup>1)</sup> worden gebruikt om over de gehele projectieperiode de olieprijs te projecteren, duiden momenteel op een olieprijs over de projectieperiode die iets hoger is dan aangenomen wordt in de technische aannames. Dit zou in overeenstemming zijn met een nog krachtiger herstel van de mondiale vraag naar olie op de middellange termijn en/of met een sterkere verlaging van het aanbod van olie ten gevolge van lagere investeringen in de oliesector en een daaruit voortvloeiende vermindering van de olieproductiecapaciteit in enkele landen in reactie op de recente daling van de olieprijs. De invloed van dit alternatieve beloop, waarin de olieprijs in iets sterker tempo zou stijgen en in 2017 5,8% hoger zou zijn dan in de basisprojectie, zou de reële bbp-groei licht drukken (met 0,1 procentpunt in 2017), maar daarbij een iets snellere stijging van de HICP-inflatie in 2016 en 2017 met zich meebrengen (met rond 0,1 procentpunt in zowel 2016 als 2017).

#### 2) Een alternatief beloop van de wisselkoers

**Er bestaan zowel opwaartse als neerwaartse risico's voor het beloop van de effectieve wisselkoers van de euro.** De neerwaartse risico's vloeien voornamelijk voort uit het in toenemende mate uiteenlopen van de monetairbeleidskoers aan beide zijden van de Atlantische Oceaan. In het bijzonder zouden verdere monetairbeleidsaccommodatie in het eurogebied en een stijging van de "federal funds"-rente in de Verenigde Staten verdere neerwaartse druk kunnen gaan uitoefenen op de euro. Opwaartse risico's voor de wisselkoers van de euro zouden daarentegen kunnen voortvloeien uit toenemende bezorgdheid ten aanzien van de groei in de opkomende markteconomieën en China in het bijzonder. De daaruit voortvloeiende stijging van de marktvolatiliteit zou kunnen leiden tot een waardevermeerdering van de euro ten gevolge van de afbouw van grote "carry trade"-posities.

**Om de daarmee verband houdende risico's voor de projecties te illustreren, omvat deze gevoeligheidsanalyse twee alternatieve belopen van de wisselkoers van de euro.** Het eerste alternatieve beloop is gebaseerd op het 25ste percentiel van de verdeling die voortkomt uit de op 12 november 2015 optie-geïmpliceerde risiconeutrale densiteiten voor de USD/EUR-wisselkoers. Dit beloop impliceert een geleidelijke depreciatie van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar tot een wisselkoers van 0,99 USD/EUR in 2017, hetgeen 8,1% lager is dan de basisaannames voor dat jaar. Het tweede alternatieve beloop is gebaseerd op het 75ste percentiel van dezelfde verdeling en impliceert een geleidelijke appreciatie van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar tot een wisselkoers van 1,18 USD/EUR in 2017, hetgeen 8,9% hoger is dan de basisaannames voor dat jaar. De overeenkomstige aannames voor de nominale effectieve wisselkoers (NEER-38) weerspiegelen historische regelmatigheid, waarbij veranderingen in de USD/EUR-wisselkoers overeenkomen met veranderingen

in de effectieve wisselkoers met een elasticiteit van rond 52%. In het geval van de depreciatie resulteert dit in een geleidelijke neerwaartse afwijking van de NEER-38 van de basisprojectie, naar een niveau dat 4,3% lager is dan de basisaansname voor 2017. In het geval van de appreciatie tilt de geïmpliceerde afwijking van de NEER-38 deze naar een niveau dat 4,5% hoger is dan de basisaansname voor 2017.

**In beide scenario's duiden de uitkomsten van een aantal door medewerkers opgestelde macro-economische modellen op een relatief sterke invloed op de reële bbp-groei en de HICP-inflatie in 2016 en 2017.** De uitkomsten voor de depreciatie van de euro wijzen op een hogere HICP-inflatie (tussen 0,1 en 0,3 procentpunt hoger in 2016 en tussen 0,3 en 0,5 procentpunt hoger in 2017) en een hogere reële bbp-groei (tussen 0,1 en 0,2 procentpunt hoger in 2016 en tussen 0,2 en 0,3 procentpunt hoger in 2017). De resultaten voor de appreciatie van de euro zijn, met het tegenovergestelde teken, gelijkaardig.

1) Zie de uit vier modellen bestaande combinatie die wordt beschreven in het artikel "Forecasting the price of oil", *Economic Bulletin*, Nr. 4, ECB, 2015.

## Kader 5

### 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 financiële, externe en begrotingsvariabelen, waaronder de olieprijs en andere grondstoffenprijzen. Tenslotte verschillen de prognoses in de gehanteerde methodes voor de correctie van de invloed van het aantal werkdagen (zie de tabel). Zoals in de tabel wordt aangegeven, verschillen de meeste momenteel beschikbare prognoses door andere instellingen niet veel van de puntprognoses van de door medewerkers van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties van december en vallen deze ruim binnen de die projecties omringende marges (in de tabel tussen haken weergegeven).

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

(procentuele mutaties op jaarbasis)

	Publicatiedatum	Bbp-groei			HICP-inflatie		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Projecties Eurosysteem-medewerkers	december 2015	1,5 [1,4-1,6]	1,7 [1,1-2,3]	1,9 [0,9-2,9]	0,1 [0,1-0,1]	1,0 [0,5-1,5]	1,6 [0,9-2,3]
Europese Commissie	november 2015	1,6	1,8	1,9	0,1	1,0	1,6
OESO	november 2015	1,5	1,8	1,9	0,1	0,9	1,3
Euro Zone Barometer	november 2015	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
Consensus Economics Forecast	november 2015	1,5	1,8	1,6	0,1	1,1	1,5
Survey of Professional Forecasters	november 2015	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
IMF	oktober 2015	1,5	1,6	1,7	0,2	1,0	1,3

Bronnen: European Economic Forecast van de Europese Commissie, herfst 2015; IMF World Economic Outlook, oktober 2015; OECD Economic Outlook, november 2015; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; en de ECB's Survey of Professional Forecasters.

Toelichting: De door medewerkers van het Eurosysteem en de ECB samengestelde macro-economische projecties 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, 2015

Postadres: 60640 Frankfurt am Main, Duitsland

Telefoon: +49 69 1344 0

Website: <http://www.ecb.europa.eu>

Alle rechten voorbehouden.

Reproductie voor educatieve of niet-commerciële doeleinden is toegestaan, op voorwaarde dat de bron wordt vermeld.