



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

EUROSYSTEMET

Boks

## MAKROØKONOMISKE FREMSKRIVNINGER FOR EUROOMRÅDET UDARBEJDET AF ECB'S STAB

ECB's stab har på grundlag af de informationer, der var tilgængelige pr. 23. februar 2012, udarbejdet fremskrivninger af den makroøkonomiske udvikling i euroområdet.<sup>1</sup> Fremskrivningerne viser, at den gennemsnitlige årlige vækst i realt BNP bliver mellem -0,5 pct. og 0,3 pct. i 2012 og mellem 0,0 pct. og 2,2 pct. i 2013. Inflationen forventes at blive mellem 2,1 pct. og 2,7 pct. i 2012 og mellem 0,9 pct. og 2,3 pct. i 2013.

### Tekniske antagelser for renter, valutakurser, råvarepriser og finanspolitik

De tekniske antagelser for renter og priser på både energi og råvarer ekskl. energi bygger på markedsforventninger med skæringsdato den 16. februar 2012.

Antagelsen for de korte renter er af ren teknisk art. De korte renter måles ved 3-måneders Euribor, hvor markedsforventningerne udledes af futuresrenterne. Metoden giver et gennemsnitligt niveau for disse korte renter på 0,9 pct. i både 2012 og 2013. Markedsforventningerne til den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet peger i retning af en gennemsnitlig rente på 4,6 pct. i 2012 og 5,0 pct. i 2013. Baseret på renterne på forwardmarkedet og det gradvise gennemslag på udlånsrenten af ændringer i markedsrenten ventes både de korte og de lange bankrenter på lån til den ikke-finansielle private sektor i euroområdet at falde i de næste kvartaler. De lange udlånsrenter forventes at nå et lavpunkt medio 2012 og de korte udlånsrenter at nå et lavpunkt ultimo 2012. Selv om Eurosystemets pengepolitiske tiltag forventes at understøtte kreditudbudsforholdene i hele euroområdet, forventes forholdene generelt stadig at forblive forholdsvis stramme.

For så vidt angår råvarepriserne, antages den gennemsnitlige pris på Brent-råolie på grundlag af futurespriserne i den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen, at blive 115,1 dollar pr. tønde i 2012 og 110,2 dollar i 2013. Priserne på råvarer ekskl. energi i amerikanske dollar<sup>2</sup> antages at falde med 3,1 pct. i 2012 og at stige med 3,8 pct. i 2013. De bilaterale valutakurser antages at forblive uændrede i fremskrivningsperioden på det gennemsnitlige niveau for den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen 16. februar 2012. Det indebærer en EUR/USD-kurs på 1,31 i 2012 og på 1,32 i 2013. Den effektive eurokurs antages at depreciere med 4,0 pct. i 2012 og at forblive uændret i 2013. De finanspolitiske antagelser bygger på de enkelte eurolandes nationale budgetplaner, som de forelå 22. februar 2012. De omfatter alle de politiske tiltag, som allerede er vedtaget af de nationale parlamenter, eller som foreligger i form af tilstrækkeligt detaljerede planer fra regeringernes side, og som sandsynligvis vil gå igennem lovgivningsprocessen.

<sup>1</sup> Fremskrivningerne udarbejdet af ECB's stab udgør et supplement til de makroøkonomiske fremskrivninger, som to gange om året udarbejdes af Eurosystemets stab i et samarbejde mellem eksperter i ECB og i de nationale centralbanker. De anvendte metoder svarer til dem, der anvendes til Eurosystemets fremskrivninger, og som beskrives i "A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises", ECB, juni 2001, der også findes på ECB's hjemmeside. For at udtrykke den usikkerhed, der er forbundet med fremskrivningerne, er der anvendt intervaller til at angive resultatet for de enkelte variable. Intervallerne er baseret på forskellen mellem den egentlige udvikling og tidligere fremskrivninger, der er blevet udarbejdet i en årrække. Intervallernes bredde er to gange den gennemsnitlige absolutte værdi af denne forskel. Den anvendte metode, som indbefatter en korrigerende for ekstraordinære begivenheder, er beskrevet i "New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges", ECB, december 2009, der også findes på ECB's websted.

<sup>2</sup> Antagelser om olie- og fødevarepriser er baseret på futureskontrakter indtil udgangen af fremskrivningsperioden. For så vidt angår øvrige råvarer, antages priserne at følge futureskontrakter indtil 1. kvartal 2013 for derefter at udvikle sig på linje med den globale økonomiske aktivitet.

## Antagelser om de internationale forhold

Væksten i realt BNP på verdensplan (uden for euroområdet), som skønnes at have været 4,1 pct. i 2011, forventes at falde til 3,8 pct. i 2012 og at stige til 4,3 pct. i 2013. I 2. halvår 2011 skyldtes den globale afmatning primært en aftagende vækst i realindkomsten som følge af højere råvarepriser samt en øget usikkerhed og risikoaversion, som førte til spændinger på de globale finansielle markeder. Tilsyneladende tyder de seneste data – især for USA – dog på, at der er sket en vis konjunkturstabilisering omkring årsskiftet. Denne vurdering støttes især af begyndende tegn på stabilisering i indikatorerne for virksomheds- og forbrugertilliden og af en svag bedring af forholdene på de globale finansielle markeder. Vækstudsigterne på mellemlangt sigt er dog stadig afdæmpede, især i de udviklede økonomier, hvor der stadig er behov for at genoprette balancerne, hvilket hindrer vækst. Selv om rebalanceringen af den private sektors gældsætning skrider frem, er husholdningernes gælds niveau stadig højt i flere udviklede økonomier. Nedskæringerne i de offentlige udgifter, som har til formål igen at skabe bæredygtige budgetbalancer, lægger også en dæmper på den indenlandske efterspørgsel i flere udviklede økonomier. De nye markedsøkonomier forventes derimod fortsat at ekspandere langt hurtigere end de udviklede økonomier i fremskrivningsperioden. En beskeden afdæmpning i de nye vækstøkonomier forventes dog at lette det overophedningspres, som tidligere er set i visse centrale lande i denne gruppe (fx Kina). Generelt forventes Asiens vækstøkonomier stadig at være på vej mod en "blød landing", hvorimod der forventes en langsommere vækst i de central- og østeuropæiske lande. Det globale opsving skønnes at medføre en vækst i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet på 4,3 pct. i 2012 og 6,5 pct. i 2013.

## Fremskrivninger af væksten i realt BNP

Væksten i realt BNP i euroområdet aftog i løbet af 2011, hvor der skete en nedgang i aktiviteten i 4. kvartal. Nedgangen i aktiviteten i løbet af 2011 afspejlede bl.a. den globale afmatning, høje råvarepriser og den negative effekt af statsgældskrisen i euroområdet på forbruger- og virksomhedstilliden samt de forværrede kreditudbudsforhold og en yderligere finanspolitisk stramning i nogle eurolande. Disse ugunstige faktorer forventes fortsat at bremse aktiviteten i 1. halvår 2012, selv om de i stigende grad mildnes af den gunstige effekt af en øget udenlandsk efterspørgsel, den lavere effektive valutakurs og de ordinære og ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger, som støtter aktiviteten. Under forudsætning af at den finansielle krise ikke intensiveres igen, forventes fremover en beskeden vækst i realt BNP i 2. halvår 2012 og en yderligere stigning i 2013 som følge af en gradvis styrkelse af den indenlandske efterspørgsel og en gunstig effekt af nettohandlen, som skyldes en stigende udenlandsk efterspørgsel og en lavere eurokurs. Stigningen i den indenlandske efterspørgsel forventes at blive understøttet af en nedgang i energi- og fødevarerpris-inflationen, som støtter de reale disponible indkomster, samt af den gunstige effekt af de meget lave korte renter og foranstaltningerne med henblik på at støtte det finansielle systems funktion. Stigningen forventes imidlertid at blive behersket, idet budgetkonsolideringen fortsætter, der kun forventes en langsom bedring af de ugunstige kreditudbudsforhold, og omstruktureringen af balancerne stadig pågår i mange sektorer. Væksten i realt BNP forventes at ligge over det potentielle niveau ved slutningen af fremskrivningsperioden og medføre en indsnævring af det negative produktionsgab. Samlet set forventes kun en langsom stigning. På årsbasis forventes realt BNP at stige med mellem -0,5 pct. og 0,3 pct. i 2012 og mellem 0,0 pct. og 2,2 pct. i 2013.

Ser man nærmere på efterspørgselskomponenterne, forventes væksten i eksporten til lande uden for euroområdet at stige i løbet af 2012 og at tiltage yderligere i 2013, primært som følge af udviklingen i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet og en øget konkurrenceevne forbundet med en svagere effektiv eurokurs. Erhvervsinvesteringer forventes at falde på kort sigt og gradvis at stige igen i 2013 understøttet af en styrket eksportvækst, en stigning i den indenlandske efterspørgsel, lave renter og en forholdsvis stabil rentabilitet. Boliginvesteringerne forventes at forblive meget svage i 2012 for derefter at stige gradvis i 2013. Selv om aktuelle justeringer på boligmarkederne i nogle lande fortsat lægger en dæmper på opsvinget, er boliginvesteringer i andre lande tilsyneladende blevet mere attraktive i forhold til andre

investeringer. Dette skyldes højere opfattede risici forbundet med alternative investeringer. De offentlige investeringer antages at falde i 2012 for derefter at stabilisere sig i 2013 som angivet i de budgetkonsolideringspakker, der er varslet i flere eurolande.

Privatforbruget skønnes at være faldet i 4. kvartal 2011. Det forventes fortsat at være temmelig behersket i 2012 efterfulgt af en gradvis stigning. Væksten i den nominelle disponible indkomst forventes at blive svækket, idet der først ventes en nedgang i beskæftigelsen og derefter kun en beskeden vækst. Endvidere forventes stigningerne i både lønninger og overførselsindkomster at blive begrænsede, delvis på grund af de finanspolitiske stramminger, som gennemføres i flere eurolande. Den disponible realindkomst vil dog blive styrket med tiden, idet den negative effekt af tidligere stigninger i råvarepriserne forventes at mindskes. Opsparingskvoten forventes at falde en smule i fremskrivningsperioden. Dette afspejler forventningen om, at en vis udjævning af forbruget på baggrund af en negativ udvikling i realindkomsten vil dæmpe opsparingen i 2012 og 2013. Dette til trods for en behersket stemning, som styrker opsparing. Lave renter vil også bidrage til en nedgang i opsparelskvoten. Det reale offentlige forbrug forventes at forblive afdæmpet i fremskrivningsperioden på grund af effekten af de budgetkonsolideringspakker, som er annonceret i flere eurolande.

Importen fra lande uden for euroområdet forventes gradvis at tage til i løbet af fremskrivningsperioden. Den forventes at stige hurtigere end den samlede efterspørgsel, hvilket er stort set i overensstemmelse med det historiske mønster. Som følge af den noget stærkere eksportvækst forventes nettohandlen at yde et positivt, men faldende bidrag til væksten i realt BNP i hele fremskrivningsperioden.

**Tabel A Makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet**

(Gennemsnitlig ændring i pct. år/år)<sup>1),2)</sup>

	2011	2012	2013
HICP	2,7	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3
Realt BNP	1,5	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2
Privat forbrug	0,2	-0,7 – 0,1	0,0 – 1,6
Offentligt forbrug	0,2	-0,6 – 0,2	-0,1 – 1,3
Faste bruttoinvesteringer	1,6	-2,6 – 0,2	-0,9 – 3,7
Eksport (varer og tjenester)	6,4	0,1 – 5,1	0,7 – 8,1
Import (varer og tjenester)	4,1	-1,1 – 3,5	0,7 – 7,3

1) Fremskrivningerne af realt BNP og de komponenter, der indgår heri, bygger på data, der er korrigeret for antal arbejdsdage. Fremskrivningerne af import og eksport omfatter samhandel inden for euroområdet.

2) Observationerne vedrører euroområdet inklusive Estland. For 2011 er den gennemsnitlige ændring i HICP i pct. år/år beregnet ud fra et euroområde, der allerede i 2010 omfattede Estland.

### Fremskrivninger af priser og omkostninger

I henhold til Eurostats foreløbige estimat var den samlede HICP-inflation 2,7 pct. i februar 2012, det samme som gennemsnittet i 2011. Den forventes at falde i de næste kvartaler. Den samlede gennemsnitlige HICP-inflation forventes at blive mellem 2,1 pct. og 2,7 pct. i 2012 og mellem 0,9 pct. og 2,3 pct. i 2013. Den faldende inflation skyldes primært et faldende bidrag fra energipriserne, idet der antages en gradvis nedgang i priserne på råolie i fremskrivningsperioden, samtidig med at effekten af de tidligere stigninger aftager. Væksten i fødevarerpriskomponenten i HICP-inflationen forventes også at aftage i 2012 og 2013. Dette afspejler antagelsen om, at råvarepriserne på fødevarer forbliver stabile i de næste par kvartaler. Endelig forventes HICP-inflationen ekskl. fødevarer og energi at forblive stort set

stabil i fremskrivningsperioden. Det indenlandske prispres fra en lav vækst i den indenlandske efterspørgsel og begrænsede stigninger i arbejdskraftsomkostningerne forventes at være svagt og at blive stort set opvejet af den opadrettede effekt af ventede stigninger i indirekte skatter og administrativt fastsatte priser.

Nærmere betragtet er det eksterne prispres øget noget i de seneste måneder, hovedsagelig på grund af euroens depreciering, som bl.a. har medført højere råvarepriser i euro. Dette forventes at lægge et opadrettet pres på importdeflatoren i de næste kvartaler. Disse faktorer forventes dog at blive mere end opvejet af nedadrettede basiseffekter, som hovedsagelig stammer fra stærke stigninger i råvarepriserne i 2011. Den årlige vækst i importdeflatoren forventes således at falde i begyndelsen af 2012 og at aftage yderligere i 2013. Hvad angår det indenlandske prispres, forventes væksten i lønsum pr. ansat at aftage i 2012 som følge af et nedadrettet pres fra forværrede arbejdsmarkedsforhold. Derefter forventes en gradvis stigning i den årlige vækst i lønsum pr. ansat understøttet af en øget økonomisk aktivitet. Den årlige vækst i enhedslønsumkostninger forventes at forblive stort set stabil i 2012 og 2013. Væksten i avancerne forventes at være beskeden i 2012 som følge af en afdæmpet samlet efterspørgsel. I 2013 forventes en noget højere vækst i avancerne i tråd med de forbedrede udsigter for den økonomiske aktivitet. Stigninger i administrativt fastsatte priser forventes at bidrage væsentligt til HICP-inflationen i hele fremskrivningsperioden som følge af den budgetkonsolidering, der foregår i flere eurolande. Effekten af indirekte skatter forventes også at være markant i 2012 og 2013.

#### Sammenligning med december 2011-fremskrivningerne

I forhold til de makroøkonomiske fremskrivninger, som Eurosystemets stab offentliggjorde i månedsoversigten for december 2011, er intervallerne for væksten i realt BNP for 2012 og 2013 blevet nedjusteret en anelse. Nedjusteringerne afspejler primært effekten af en lavere udenlandsk efterspørgsel, højere oliepriser, yderligere budgetkonsolidering og en smule strammere kreditudbudsforhold på trods af lavere korte og lange renter og højere aktiekurser. Med hensyn til HICP-inflationen er fremskrivningsintervallerne for både 2012 og 2013 noget højere end i december 2011-fremskrivningerne. Dette skyldes først og fremmest højere energipriser og den lavere eurokurs, men delvis også højere fødevarerpriser og indirekte skatter.

**Tabel B Sammenligning med december 2011-fremskrivningerne**

(Gennemsnitlig ændring i pct. år/år)

	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Realt BNP – december 2011	-0,4 – 1,0	0,3 – 2,3
Realt BNP – marts 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2
HICP – december 2011	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2
HICP – marts 2012	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3

#### Sammenligning med andre institutioners prognoser

En række internationale organisationer og private institutioner udarbejder prognoser for euroområdet (se tabel C). Disse prognoser kan imidlertid ikke sammenlignes direkte, hverken indbyrdes eller med de makroøkonomiske fremskrivninger, som ECB's stab har udarbejdet, idet de er afsluttet på forskellige tidspunkter. Hertil kommer, at de anvender forskellige (delvis uspecificerede) metoder til at udlede antagelser om budgetvariable samt finansielle og eksterne variable, herunder oliepriser og andre råvarepriser. Endelig anvendes der forskellige metoder i de forskellige prognoser, når det gælder korrigerende for antal arbejdsdage.

I de aktuelle prognoser fra andre organisationer og institutioner forventes væksten i realt BNP i euroområdet at blive mellem -0,5 pct. og 0,2 pct. i 2012 og mellem 0,8 pct. og 1,4 pct. i 2013. Begge disse intervaller ligger inden for intervallerne i de fremskrivninger, som ECB's stab har udarbejdet. Hvad angår inflationen, fremgår det af de foreliggende prognoser, at den gennemsnitlige årlige HICP-inflation bliver mellem 1,5 pct. og 2,1 pct. i 2012. Dette ligger inden for eller under den lave ende af intervallet i fremskrivningerne udarbejdet af ECB's stab. I 2013 vil HICP-inflationen ifølge de foreliggende prognoser være mellem 1,2 pct. og 1,7 pct., hvilket ligger inden for intervallet i fremskrivningerne udarbejdet af ECB's stab.

**Tabel C Sammenligning af prognoser for euroområdet vækst i realt BNP og for HICP-inflationen**

(Gennemsnitlig ændring i pct. år/år)

	Offentliggjort	BNP-vækst		HICP-inflation	
		2012	2013	2012	2013
OECD	november 2011	0,2	1,4	1,6	1,2
Europa-Kommissionen	februar 2012/ november 2011	-0,3	1,3	2,1	1,6
IMF	januar 2012/ september 2011	-0,5	0,8	1,5	
Survey of Professional Forecasters.	februar 2012	-0,1	1,1	1,9	1,7
Consensus Economics Forecast	februar 2012	-0,3	0,9	2,0	1,7
Fremskrivninger udarbejdet af ECB's stab	marts 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3

Kilder: Europa-Kommissionens foreløbige prognose, februar 2012, vedrørende tallene for 2012 og Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2011 vedrørende tallene for 2013; IMF World Economic Outlook Update, januar 2012, vedrørende væksten i realt BNP og World Economic Outlook, september 2011, vedrørende inflation; OECD Economic Outlook, november 2011; Consensus Economics Forecasts og ECB's Survey of Professional Forecasters.

Anm.: Både de makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdet af ECB's stab og OECD's prognoser opgiver årlige vækstrater, der er korrigeret for antal arbejdsdage pr. år, hvilket ikke gælder de årlige vækstrater, som opgives af Europa-Kommissionen og IMF. I andre prognoser bliver det ikke præciseret, om de opgivne data er korrigeret for antal arbejdsdage.

© Den Europæiske Centralbank, 2012

Adresse: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Tyskland  
 Postadresse: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Tyskland  
 Tlf.: +49 69 1344 0  
 Fax: +49 69 1344 6000  
 Websted: <http://www.ecb.europa.eu>

Alle rettigheder forbeholdt.

Fotokopiering til uddannelsesformål eller i ikke-kommercielt øjemed tilladt, såfremt kilden angives.