



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. august 2013, udarbejdet fremskrivninger af den makroøkonomiske udvikling i euroområdet.<sup>1</sup> Realt BNP ventes ifølge fremskrivningerne at falde med 0,4 pct. i 2013 og at stige med 1,0 pct. i 2014. Den gennemsnitlige HICP-inflation ventes at blive 1,5 pct. i 2013 og 1,3 pct. i 2014.

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

De tekniske antagelser om renter og råvarepriser bygger på markedsforventninger. Skæringsdatoen var 15. august 2013.

Antagelsen om de korte renter er af rent teknisk art. De korte renter måles ved 3-måneders-Euribor, hvor markedsforventningerne udledes af futuresrenten. Metoden giver et gennemsnitligt niveau for disse korte renter på 0,2 pct. i 2013 og 0,5 pct. i 2014. Markedsforventningerne til den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet peger i retning af en gennemsnitlig rente på 3,0 pct. i 2013 og 3,5 pct. i 2014. Som følge af den forudsatte udvikling i markedsrenterne og de ændrede markedsrenters gradvise gennemslag i udlånsrenten, forventes de sammensatte bankudlånsrenter på lån til den ikke-finansielle private sektor i euroområdet at nå et lavpunkt i 2. halvår 2013 for derefter at stige gradvis. Kreditforholdene ventes at påvirke den økonomiske vækst i euroområdet negativt i 2013, mens effekten forventes at blive mere neutral i 2014.

For så vidt angår råvarepriserne, antages den gennemsnitlige pris på Brent-råolie på grundlag af udviklingen på futuresmarkederne i den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen, at blive 107,8 dollar pr. tønde i 2013 og 102,8 dollar i 2014. Priserne på råvarer ekskl. energi i dollar<sup>2</sup> antages at falde med 5,4 pct. i 2013 og med 0,1 pct. i 2014.

De bilaterale valutakurser antages at forblive uændrede i fremskrivningsperioden på det gennemsnitlige niveau for den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen. Det indebærer en stigning i den gennemsnitlige EUR/USD-kurs fra 1,29 i 2012 til 1,32 i 2013 og 1,33 i 2014. Den effektive årlige eurokurs antages at stige med 3,6 pct. i 2013 og med 0,7 pct. i 2014.

De finanspolitiske antagelser bygger på de enkelte eurolandes nationale budgetplaner, som de forelå den 23. august 2013. De omfatter alle politiske tiltag, der allerede er vedtaget af de nationale parlamenter, eller som foreligger i form af detaljerede planer fra regeringernes side, og som sandsynligvis vil gå igennem i lovgivningsprocessen.

<sup>1</sup> De fremskrivninger, som ECB's stab udarbejder, supplerer de makroøkonomiske fremskrivninger, som to gange om året udarbejdes af ansatte i Eurosystemet i et samarbejde mellem eksperter i ECB og de nationale centralbanker i euroområdet. 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 findes på ECB's websted. Intervallerne omkring fremskrivningerne er baseret på forskellen mellem den egentlige udvikling og tidligere fremskrivninger, der er blevet udarbejdet i en årrække. Intervallerenes 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> Antagelserne om olie- og fødevarerpriser er baseret på futureskontrakter indtil udgangen af fremskrivningsperioden. For så vidt angår øvrige råvarer, antages priserne at følge futureskontrakter indtil 2. kvartal 2014 for derefter at udvikle sig på linje med den globale økonomiske aktivitet.

## Fremskrivninger af de internationale forhold

Væksten i realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet) ventes gradvis at stige i fremskrivningsperioden fra 3,4 pct. i 2013 til 4,0 pct. i 2014. Væksten tog lidt til i de udviklede økonomier i 1. halvår 2013, hvilket stort set stemte overens med de fremskrivninger, der blev offentliggjort i ECB Månedsoversigt for juni 2013. Derimod er væksten i vækstøkonomierne aftaget noget som følge af en svagere indenlandsk efterspørgsel og i takt med, at lavere råvarepriser (der påvirker råvareeksportørerne) og en afdæmpet udenlandsk efterspørgsel har påvirket eksportaktiviteten negativt. På kort sigt tyder tillidsindikatorerne på, at den globale aktivitet fortsat bliver beskeden. Siden juni-fremskrivningerne har der – delvis som følge af markedets ændrede vurdering af omfanget af den fremtidige pengepolitiske stimulus i USA – været tale om en vis stramning af finansieringsforholdene, som navnlig i nogle af vækstøkonomierne påvirker de kortsigtede vækstudsigter negativt. På længere sigt ventes bedringen at blive gradvis. Rebalanceringen i den private sektor – hvor der sker fremskridt, men som ikke er afsluttet – og budgetkonsolideringen vil påvirke væksten i de udviklede økonomier negativt. Opsvinget i visse af de større vækstøkonomier, bl.a. i Kina, forventes også at aftage, i takt med at strukturelle faktorer lægger en dæmper på aktiviteten. På grund af en langsommere vækst i efterspørgslen hos euroområdets vigtigste handelspartnere end i resten af verden er den udenlandske efterspørgsel i euroområdet noget svagere og ventes at stige med 2,9 pct. i 2013, hvorefter der ventes en kraftigere stigning på 5,0 pct. i 2014.

## Fremskrivninger af væksten i realt BNP

Realt BNP steg med 0,3 pct. i 2. kvartal 2013 efter at være faldet seks kvartaler i træk. Den indenlandske efterspørgsel og nettohandlen ydede et positivt bidrag til væksten i realt BNP i 2. kvartal, mens lagerændringernes bidrag var svagt negativt. Den forholdsvis kraftige stigning i aktiviteten i 2. kvartal skyldtes i en vis udstrækning midlertidige effekter, primært ugunstige vejrforhold.

I takt med at disse midlertidige faktorer forsvinder, ventes BNP-væksten i 3. kvartal 2013 at blive lavere, om end stadig positiv. Når der ses bort fra indvirkningen fra disse midlertidige faktorer, bliver aktiviteten i hele fremskrivningsperioden understøttet af den positive effekt, som den gradvise stigning i den udenlandske efterspørgsel har på eksporten. På kortere sigt vil den indenlandske efterspørgsel blive påvirket positivt af et fald i prisstigningerne på råvarer, som bør understøtte realindkomsten. Hertil kommer forventningen om, at den ekspansive pengepolitik, der på det seneste er blevet yderligere styrket af Styrelsesrådets signalering af den fremtidige renteutvikling, og øget tillid som følge af aftagende usikkerhed styrker den indenlandske efterspørgsel. På længere sigt forventes den indenlandske efterspørgsel også at blive påvirket positivt af en mindre restriktiv finanspolitik og færre begrænsninger i kredituddet. Den negative indvirkning på den indenlandske efterspørgsel, som skyldes den begrænsede udvikling på arbejdsmarkedet og visse landes fortsatte behov for at nedbringe gældsætningen, forventes imidlertid kun gradvis at aftage i fremskrivningsperioden. Alt i alt viser fremskrivningerne, at opsvinget forbliver afdæmpet historisk set, og at det medfører et produktionsgab, som forbliver negativt. Målt som årligt gennemsnit ventes realt BNP, primært som følge af et negativt overhæng, at falde med 0,4 pct. i 2013, inden det stiger med 1,0 pct. i 2014. Dette vækstmønster afspejler et stadig større bidrag fra den indenlandske efterspørgsel kombineret med positive, men stadig mindre bidrag fra nettohandlen.

Ser man nærmere på efterspørgselskomponenterne, ventes eksporten til lande uden for euroområdet, hovedsagelig på grund af en nogenlunde gradvis vækst i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet, at blive beskeden i resten af 2013 og at tiltage noget i 2014. Erhvervsinvesteringerne ventes at tiltage fra og med slutningen af 2013. De forventes at blive understøttet af den ventede gradvise styrkelse af den indenlandske og den udenlandske efterspørgsel, meget lave renter, behovet for gradvis at erstatte kapitalapparatet efter flere års afdæmpede investeringer, knap så negative effekter på kreditgivningen og, efterhånden som aktiviteten stiger, styrkede avancetillæg. Den kombinerede negative effekt af en lav

kapacitetsudnyttelse, behovet for yderligere omstruktureringer af virksomhedernes balancer og ugunstige finansieringsforhold i nogle lande og sektorer i euroområdet ventes kun gradvis at aftage. Boliginvesteringerne ventes at forblive afdæmpede i 2013 og 2014, hvilket først og fremmest skyldes yderligere behov for tilpasning på boligmarkederne i nogle lande, en svag vækst i den disponible indkomst og forventninger om fortsatte fald i boligpriserne. Disse faktoreres negative effekt ventes mere end at opveje virkningen af, at boliginvesteringer er relativt mere attraktive i andre lande, hvor boliginvesteringer fremmes af historisk lave realkreditrenter og stigende boligpriser. De offentlige investeringer forventes at forblive svage i fremskrivningsperioden som følge af de finanspolitiske konsolideringstiltag, som forventes i flere eurolande.

Det private forbrug ventes at blive beskeden resten af året, samtidig med at mønstret for den samtidige udvikling i den disponible realindkomst bliver flad og opsparingskvoten stort set uændret. Det private forbrug, som understøttes af en aftagende negativ effekt fra budgetkonsolideringen og en stigning i arbejdsindkomsten, forventes trods en lille stigning i opsparingskvoten at tiltage noget i 2014, i takt med at forholdene på arbejdsmarkedet bedres. I løbet af fremskrivningsperioden ventes den del af husholdningerne, som forventes at øge deres opsparingskvote på baggrund af en stigende disponibel indkomst og nødvendigheden af at nedbringe deres gæld, at blive noget større end den del af husholdningerne, som fortsætter med at nedsætte deres opsparingskvote på baggrund af en faldende disponibel indkomst og en lav forrentning af opsparingen. Det offentlige forbrug ventes stort set at stagnere i 2013 som følge af finanspolitiske konsolideringstiltag og at stige moderat i 2014.

Importen fra lande uden for euroområdet ventes at stige i løbet af fremskrivningsperioden, selv om den fortsat bliver begrænset af den samlede efterspørgsel, der stadig er afdæmpet. Overskuddet på de løbende poster forventes at stige i 2013 og 2014.

**Tabel A. Makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet**

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

	2012	2013	2014
HICP	2,5	1,5 [1,4 – 1,6]	1,3 [0,7 – 1,9]
Realt BNP	-0,6	-0,4 [-0,6 – -0,2]	1,0 [0,0 – 2,0]
Privat forbrug	-1,4	-0,7 [-0,9 – -0,5]	0,7 [-0,2 – 1,6]
Offentligt forbrug	-0,5	-0,1 [-0,6 – 0,4]	0,6 [0,0 – 1,2]
Faste bruttoinvesteringer	-4,0	-3,6 [-4,4 – -2,8]	1,8 [-0,7 – 4,3]
Eksport (varer og tjenester)	2,7	0,9 [-0,4 – 2,2]	3,6 [0,1 – 7,1]
Import (varer og tjenester)	-0,9	-0,6 [-1,9 – 0,7]	3,8 [0,3 – 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.

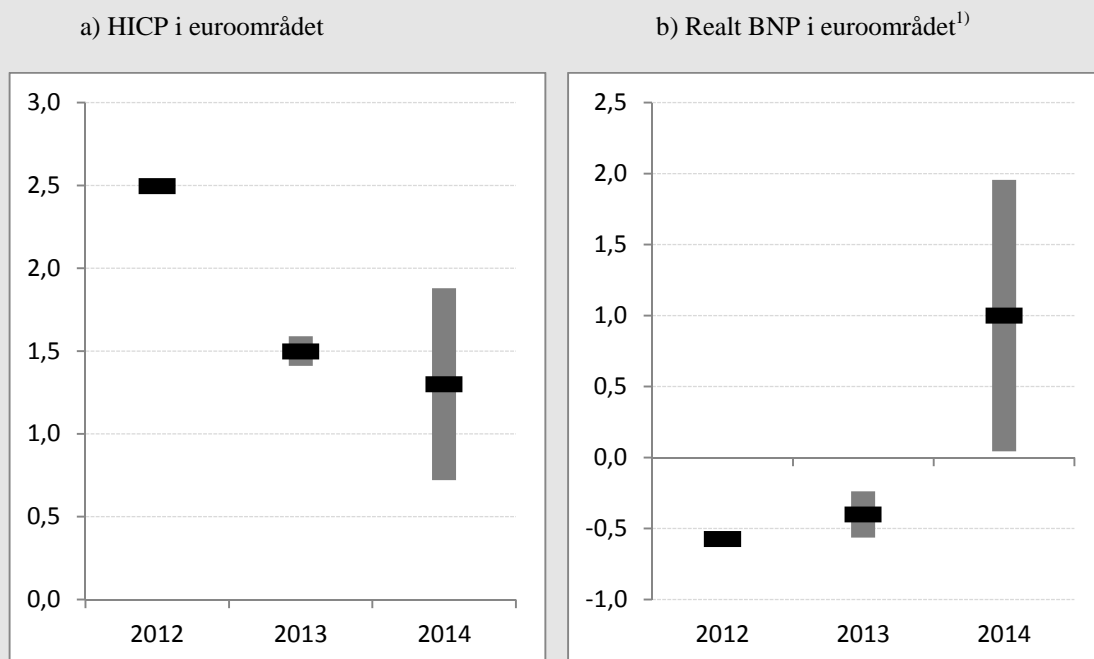
2) Letland er medtaget i 2014-fremskrivningerne. For 2014 er den gennemsnitlige ændring i pct. år/år beregnet ud fra et euroområde, der allerede i 2013 omfattede Letland.

## Fremskrivninger af priser og omkostninger

Den gennemsnitlige samlede HICP-inflation, der i august 2013 var på 1,3 pct. i henhold til Eurostats foreløbige skøn, ventes at blive 1,5 pct. i 2013 og 1,3 pct. i 2014. HICP-inflationen faldt markant i 1. halvår 2013 som følge af et kraftigt fald i energiprisinflationen, der nåede et højt niveau i 2012. Faldet i energiprisinflationen afspejlede faldet i oliepriserne og apprecieringen af euroen i løbet af det seneste år samt nedadrettede basiseffekter på grund af den aftagende effekt af tidligere olieprisstigninger. I løbet af fremskrivningsperioden forventes energipriserne at falde noget, idet de afspejler den udvikling, som antages for oliepriserne. Energikomponentens bidrag til den samlede HICP-inflation i fremskrivningsperioden ventes at blive meget lille og dermed betydeligt lavere end det historiske gennemsnit, hvilket i en vis udstrækning forklarer det beskedne forløb for den samlede inflation. Inflationsudviklingen i fødevarerpriserne forblev trods usædvanligt store prisstigninger på uforarbejdede fødevarer stort set uændret i 1. halvår 2013. Fremover ventes nedadrettede basiseffekter og et forventet indledningsvist fald i internationale og europæiske råvarepriser at medføre et vist fald i fødevarerinflationen. HICP-inflationen ekskl. fødevarer og energi aftog i 1. halvår 2013 som følge af den svage udvikling i den økonomiske aktivitet. Den forventes at stige en smule i 2014 som følge af den beskedne bedring i aktiviteten og det stigende eksterne pres på priserne.

## Makroøkonomiske fremskrivninger

(Gennemsnitlig ændring i pct. år/år)



1) Fremskrivningen af reallt BNP bygger på data, der er korrigeret for antal arbejdsdage.

Nærmere betragtet lettede det eksterne prispres i løbet af 1. halvår 2013 som følge af apprecieringen af den effektive eurokurs og faldene i oliepriser og råvarepriser ekskl. energi, hvilket førte til et fald i importdeflatoren. Der ventes dog for sidstnævntes vedkommende en gradvis stigning i 2014, i takt med at den nedadrettede effekt af den tidligere euroappreciering forsvinder, råvarepriser ekskl. energi antages at stige, og importefterspørgslen tager til. Hvad angår det indenlandske prispres, forventes den årlige vækst i lønsum pr. ansat at forblive afdæmpet i 2013 og 2014 som følge af det svage arbejdsmarked. På grund af det kraftige fald i forbrugerprisinflationen, som ventes i år, forventes væksten i den reale lønsum pr. ansat – efter fald i 2011 og 2012 – at stige i 2013 og at fortsætte med at stige moderat i

fremskrivningsperioden. Som en afspejling af det svage arbejdsmarked ventes den årlige vækst i den reale lønsum pr. ansat at holde sig et godt stykke under produktivitetsvæksten i 2014. Væksten i enhedslønoms-kostningerne ventes at aftage i 2013 og 2014, idet en konjunkturbestemt stigning i produktivitetsvæksten mere end udligner den lille vækst i lønsum pr. ansat. Efter et kraftigt fald i 2012 forventes avancerne (beregnet som forholdet mellem BNP-deflatoren målt i basispriser og enhedslønoms-kostninger) at stagnere i 2013 på grund af den svage indenlandske aktivitet. Derefter ventes en lavere vækst i enhedslønoms-kostningerne og gradvis forbedrede økonomiske forhold at understøtte en stigning i avancerne. Stigninger i afgifter og administrativt fastsatte priser, som indgår i finanspolitiske konsolideringsplaner, forventes at yde et betydeligt bidrag til HICP-inflationen i 2013 og 2014. Bidraget bliver dog en smule mindre end i 2012.

### Sammenligning med juni 2013-fremskrivningerne

I forhold til de makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet pr. juni 2013, som blev udarbejdet af Eurosystemets stab og offentliggjort i ECB Månedsoversigt for juni 2013, er fremskrivningen af realt BNP blevet opjusteret med 0,2 procentpoint i 2013, hvilket for en stor dels vedkommende skyldes nye tal. 2014-fremskrivningen er blevet nedjusteret med 0,1 procentpoint, hvilket skyldes effekten af en lavere udenlandsk efterspørgsel, en højere effektiv eurokurs og højere renter. Fremskrivningen af den samlede HICP-inflation er blevet opjusteret med 0,1 procentpoint i 2013 som følge af højere end forventede fødevarerpriser og antagelsen om højere oliepriser. 2014-inflationsfremskrivningen er uændret.

**Tabel B. Sammenligning med juni 2013-fremskrivningerne**

(Gennemsnitlig ændring i pct. år/år)

	2013	2014
Realt BNP – juni 2013	-0,6 [-1,0 – -0,2]	1,1 [0,0 – 2,2]
Realt BNP – september 2013	-0,4 [-0,6 – -0,2]	1,0 [0,0 – 2,0]
HICP – juni 2013	1,4 [1,3 – 1,5]	1,3 [0,7 – 1,9]
HICP – september 2013	1,5 [1,4 – 1,6]	1,3 [0,7 – 1,9]

### 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 udarbejder, 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 korrigering for antal arbejdsdage.

Intervallerne i de aktuelle prognoser fra disse andre organisationer og institutioner viser en vækst i realt BNP i euroområdet i både 2013 og 2014, som ligger inden for – og tæt på midtpunktet i – de intervaller, som fremgår af ECB's stabs fremskrivninger. Hvad angår inflationen, viser disse prognoser, at HICP-inflationen bliver en anelse højere i 2013 end den, der fremgår af usikkerhedsintervallet i ECB's stabs fremskrivninger, og også højere end disses midtpunkt. For 2014's vedkommende ligger intervallet for

HICP-inflationen i de andre institutioners prognoser inden for intervallet af ECB's stabs fremskrivninger og tæt på disses midtpunkt.

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

(Gennemsnitlig ændring i pct. år/år)

	Offentliggjort	BNP-vækst		HICP-inflation	
		2013	2014	2013	2014
OECD	Maj 2013	-0,6	1,1	1,5	1,2
Europa-Kommissionen	Maj 2013	-0,4	1,2	1,6	1,5
IMF	Juli 2013	-0,6	0,9	1,7	1,5
Survey of Professional Forecasters.	August 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Consensus Economics Forecast	August 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Euro Zone Barometer	August 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Fremskrivninger udarbejdet af ECB's stab	September 2013	-0,4	1,0	1,5	1,3
		[-0,6 – -0,2] [0,0 – 2,0]		[1,4 – 1,6] [0,7 – 1,9]	

Kilder: Europa-Kommissionens økonomiske forårsprognose 2013; IMF World Economic Outlook Update, juli 2013, vedrørende væksten i realt BNP og World Economic Outlook, april 2013, vedrørende inflationen; OECD Economic Outlook, maj 2013; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics 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, 2013

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.

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