



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

EUROSYSTEMET

## MAKROØKONOMISKE FREMSKRIVNINGER FOR EUROOMRÅDET UDARBEJDET AF ECB'S STAB OG OFFENTLIGGJORT I MARTS 2013<sup>1</sup>

*Væksten i realt BNP ventes at forblive moderat i 2014 og at tage til i fart fra 2015. En gradvis stigning i den indenlandske og udenlandske efterspørgsel forventes at blive drivkraften bag den ventede stigning i aktiviteten. Den udenlandske efterspørgsel vil blive understøttet af det globale opsving, som bliver gradvis stærkere, mens den indenlandske efterspørgsel forventes at nyde godt af den voksende tillid i en situation med aftagende usikkerhed, en meget lempelig pengepolitik og fald i oliepriserne, som bør understøtte de disponible realindkomster. Den indenlandske efterspørgsel bør også blive understøttet af en mindre stram finanspolitik i de kommende år og den gradvise bedring af vilkårene for kreditgivning. Samtidig forventes den negative indvirkning, som behovet for yderligere justering af balancerne i den private sektor og den høje arbejdsløshed har på vækstudsigterne, at blive gradvis mindre i løbet af fremskrivningsperioden. Realt BNP ventes at stige med 1,2 pct. i 2014, 1,5 pct. i 2015 og 1,8 pct. i 2016.*

*Den gradvise stigning i efterspørgslen og et igangværende fald i overskudskapacitet i sammenhæng med fast forankrede inflationsforventninger forventes at føre til en stigning i HICP-inflationen i løbet af fremskrivningsperioden. HICP-inflationen i euroområdet ventes at blive 1,0 pct. i 2014, 1,3 pct. i 2015 og 1,5 pct. i 2016. Disse moderate inflationsudsigter forventes hovedsagelig at skyldes faldende priser på olie futures og den aktuelle uudnyttede kapacitet i økonomien. På grund af et stigende, men stadig moderat, indenlandsk omkostningspres og på baggrund af den forventede gradvise bedring i den økonomiske aktivitet ventes HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer at stige fra 1,1 pct. i 2014 til 1,7 pct. i 2016.*

*I forhold til de makroøkonomiske fremskrivninger, som blev offentliggjort i ECB Månedsoversigt for december 2013, er fremskrivningen af væksten i realt BNP for 2014 blevet opjusteret marginalt. Fremskrivningen af den samlede HICP-inflation er blevet nedjusteret med 0,1 procentpoint for 2014 som følge af de seneste data, mens den er uændret for 2015.*

*Denne artikel sammenfatter de makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet, ikke kun for 2014-2015, men for første gang også for 2016. En så langvarig fremskrivningsperiode er dog forbundet med meget stor usikkerhed,<sup>2</sup> hvilket bør tages i betragtning ved fortolkningen af de makroøkonomiske fremskrivninger.*

### INTERNATIONALE FORHOLD

I fremskrivningsperioden ventes der en gradvis stigning i væksten i realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet), fra 3,4 pct. i 2013 til 4,1 pct. i 2016. I de udviklede økonomier er væksten taget noget til i 2. halvår 2013, hvorimod den på vækstmarkederne har været aftagende som følge af en svag indenlandsk efterspørgsel, et begrænset råderum for yderligere stimulerende indenlandske tiltag og spændinger på de finansielle markeder. På kort sigt peger de globale tillidsindikatorer i retning af et gunstigt erhvervs-klima, hvilket er i overensstemmelse med en gradvis styrkelse af den globale aktivitet. Selv om der for nylig er opstået finansielle spændinger i nogle af vækstøkonomierne, er de overordnede globale finansielle markedsforhold fortsat stort set stabile, efter at Federal Open Market Committee traf beslutning om at begynde med gradvis at ophøre med at opkøbe aktiver. Dette står i kontrast til den uro, det skabte i midten af 2013, da Federal Reserve første gang annoncerede muligheden af at ophøre med at opkøbe aktiver. Det globale opsving ventes fortsat at tage gradvis til i styrke. I de udviklede økonomier bør den mindske-

<sup>1</sup> De makroøkonomiske fremskrivninger, der er udarbejdet af ECB's stab, indgår i Styrelsesrådets vurdering af den økonomiske udvikling og de forhold, der udgør en risiko for prisstabiliteten. Information om de anvendte procedurer og metoder findes i "A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises", ECB, juni 2001, der findes på ECB's websted. Skæringsdatoen for at inkludere de seneste informationer i disse fremskrivninger var 20. februar 2014.

<sup>2</sup> Se artiklen "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections" i ECB Månedsoversigt for maj 2013.

nedgearing i den private sektor og mindre finanspolitisk konsolidering styrke tilliden og støtte den indenlandske efterspørgsel, selv om der kun ventes en langsom bedring på arbejdsmarkedene. En stærkere vækst i de udviklede økonomier bør understøtte vækstøkonomierne.

Verdenshandlen er steget for nylig, hvilket er i tråd med den svage fremgang i den økonomiske aktivitet. De seneste data tyder på en forbedring på kort sigt. Fremadrettet forventes en gradvis stigning i verdenshandlen, omend konjunktuelasticiteten i slutningen af fremskrivningsperioden forbliver under niveauet før den globale krise. Væksten i verdenshandlen (ekskl. euroområdet) ventes at stige fra 3,8 pct. i 2013 til 6,2 pct. i 2016. På grund af en langsommere vækst i efterspørgslen fra euroområdets vigtigste handelspartnere end fra resten af verden ventes en noget svagere stigning i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet.

**Tabel 1 Internationale forhold**

(Årlige ændringer i procent)

	Marts 2014				Justeringer siden december 2013		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
Realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet)	3,4	3,9	4,0	4,1	0,1	0,0	-0,1
Verdenshandlen (ekskl. euroområdet) <sup>1)</sup>	3,8	5,1	6,2	6,2	-0,2	-0,5	-0,2
Udenlandsk efterspørgsel i euroområdet <sup>2)</sup>	3,0	4,5	5,6	5,8	0,0	-0,5	-0,1

1) Beregnet som et vejte gennemsnit af importen.

2) Beregnet som et vejte gennemsnit af euroområdets handelspartners import.

I forhold til de makroøkonomiske fremskrivninger, som blev offentliggjort i ECB Månedsoversigt for december 2013, er de globale vækstudsigter næsten ikke blevet justeret. Den forventede udenlandske efterspørgsel i euroområdet er blevet nedjusteret for 2014, men er stort set uændret for 2015. Justeringerne for 2014 afspejler en ugunstig effekt, som skyldes en lavere vækst i handlen i 2. halvår 2013 end tidligere ventet, og som forventes at fortsætte på kort sigt.

## Boks 1

### TEKNISKE ANTAGELSER OM RENTER, VALUTAKURSER, RÅVAREPRISER OG FINANSPOLITIK

De tekniske antagelser om renter og råvarepriser bygger på markedsforventninger. Skæringsdatoen var 12. februar 2014. Antagelsen om de korte renter er af rent teknisk art. De korte renter måles ved 3-måneders EURIBOR, hvor markedsforventningerne udledes af futuresrenten. Med denne metode opnås et gennemsnitligt niveau for disse korte renter på 0,3 pct. i 2014, 0,4 pct. i 2015 og 0,8 pct. i 2016. Markedsforventningerne til den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet tyder på en gennemsnitlig rente på 2,8 pct. i 2014, 3,2 pct. i 2015 og 3,6 pct. i 2016<sup>1</sup>. Som følge af renteutviklingen på forwardmarkedet og det gradvise gennemslag på udlånsrenten, som ændringerne i markedsrenten har haft, forventes de sammensatte bankudlånsrenter på lån til den ikke-finansielle private sektor i euroområdet at nå et lavpunkt omkring begyndelsen af 2014 for gradvis at stige derefter. For så vidt angår råvarepriserne, antages prisen på Brent-råolie på grundlag af udviklingen på futuresmarkederne i den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen, at falde fra 108,8 dollar pr. tønde i 2013 til 96,9 dollar i 2016. Priserne på råvarer ekskl. energi i amerikanske dollar antages at falde i 2014 for derefter at stige i 2015 og 2016<sup>2</sup>.

De bilaterale valutakurser antages at forblive uændrede i fremskrivningsperioden på det gennemsnitlige niveau for den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen 12. februar 2014. Det indebærer en

EUR/USD-kurs på 1,36 fra 2014 til 2016, hvilket er 2,1 pct. højere end i 2013. Den effektive eurokurs antages at være i gennemsnit 1,6 pct. højere end i 2013.

#### Tekniske antagelser

	Marts 2014				Justeringer siden december 2013 <sup>1)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
3-måneders EURIBOR (i pct., pr. år)	0,2	0,3	0,4	0,8	0,0	0,0	-0,1
10-årige statsobligationsrenter (i pct., pr. år)	2,9	2,8	3,2	3,6	0,0	-0,3	-0,3
Oliepris (USD/pr. tønde)	108,8	105,8	101,1	96,9	0,6	1,8	1,9
Råvarepriser, ekskl. energi, i USD (årlige ændringer i pct.)	-5,2	-2,5	3,1	4,8	0,2	0,1	-0,7
USD/EUR-kurs	1,33	1,36	1,36	1,36	0,2	0,9	0,8
Nominal effektiv eurokurs (årlige ændringer i pct.)	3,8	1,6	0,0	0,0	0,1	0,8	0,0

1) Justeringer udtrykkes i procent, for så vidt angår niveauer, forskelle, hvad angår vækstrater, og i procentpoint, for så vidt angår justeringer af renter og obligationsrenter. Justeringer beregnes på grundlag af uafrundede tal.

De finanspolitiske antagelser bygger på de enkelte eurolandes nationale budgetplaner, som de forelå den 20. februar 2014. De omfatter alle politiske tiltag, der allerede er vedtaget af de nationale parlamenter, eller som foreligger i form af tilstrækkeligt detaljerede planer fra regeringernes side, som sandsynligvis vil gå igennem lovgivningsprocessen.

I forhold til ECB Månedsoversigt for december 2013 er ændringerne i de tekniske antagelser forholdsvis små. De omfatter lidt lavere lange renter i euroområdet, lidt højere oliepriser i amerikanske dollar og en mindre stigning i eurokursen.

- 1) Antagelsen om den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet er baseret på den vægtede gennemsnitlige rente på landenes 10-årige benchmarkobligation, vægtet i forhold til årlige BNP-tal og forlænget med terminsudviklingen, som udledes af ECB's 10-årige par-rente fra rentekurven for alle obligationer i euroområdet, med den indledende forskel mellem de to serier, som er holdt konstant i fremskrivningsperioden. Spændene mellem landespecifikke statsobligationsrenter og det tilsvarende euroområdegennemsnit antages at være konstante i fremskrivningsperioden.
- 2) Antagelser om olie- og fødevarerpriser er baseret på futureskontrakter indtil udgangen af fremskrivningsperioden. Priserne på råvarer ekskl. energi og fødevarer antages at følge futureskontrakterne indtil 1. kvartal 2015 for derefter at udvikle sig på linje med den globale økonomiske aktivitet. Priser af bedrift (i euro), som anvendes i EU til at udarbejde prognoser for forbrugerpriser på fødevarer, er fremskrevet ved hjælp af en økonometrisk model, som tager højde for udviklingen i de internationale råvarepriser på fødevarer.

## FREMSKRIVNINGER AF VÆKSTEN I REALT BNP

Realt BNP fortsatte den moderate stigning i 4. kvartal 2013, hvor det steg med 0,3 pct. i forhold til 3. kvartal efter stigninger på 0,3 pct. og 0,1 pct. i henholdsvis 2. og 3. kvartal 2013 (se figuren). De seneste konjunkturbarometre har tilsyneladende stabiliseret sig over det langsigtede gennemsnit, hvilket peger på en yderligere stigning i aktiviteten i 1. kvartal 2014. Den meget milde vinter i nogle lande har sandsynligvis understøttet aktiviteten i 1. kvartal. Den underliggende vækst ventes fortsat at være moderat i 2014, hvorefter der ventes en vis stigning. De primære faktorer bag stigningen i aktiviteten i fremskrivningsperioden forventes at være en gradvis opgang i den indenlandske efterspørgsel på baggrund af øget tillid i en situation med aftagende usikkerhed, den meget lempelige pengepolitik og lavere oliepriser (som understøtter de disponible realindkomster). Den indenlandske efterspørgsel forventes også at drage fordel af en mindre stram finanspolitik i de kommende år og af den gradvise bedring af vilkårene for kreditgivningen. Desuden vil den samlede aktivitet i fremskrivningsperioden i voksende omfang blive støttet af den gunstige virkning, som en gradvis styrkelse af den udenlandske efterspørgsel har på eksporten, selv om den i begyndelsen bliver delvis dæmpet af virkningen af den tidligere appreciering af den effektive eurokurs. Den negative indvirkning, som behovet for yderligere

justering af den private og offentlige sektors balance, den høje arbejdsløshed og den stadig relativt høje usikkerhed har på vækstudsigterne, forventes at blive gradvis mindre i løbet af fremskrivningsperioden.

Samlet set viser fremskrivningerne, at opsvinget forbliver afdæmpet set i et historisk perspektiv, og at realt BNP i euroområdet først forventes at komme op over niveauet fra før krisen (niveauet i 1. kvartal 2008) fra og med udgangen af 2015. Målt som årligt gennemsnit forventes realt BNP at stige med 1,2 pct. i 2014, 1,5 pct. i 2015 og 1,8 pct. i 2016. Dette vækstmønster afspejler et jævnt stigende bidrag fra den indenlandske efterspørgsel kombineret med et lille positivt bidrag fra nettoeksporten. Da væksten forventes at overstige den underliggende potentielle vækst, bliver den uudnyttede kapacitet mindre i løbet af fremskrivningsperioden.

Et nærmere kig på de komponenter, som bidrager til væksten, viser, at der i 2014 og 2015 ventes en tiltagende stigning i eksporten til lande uden for euroområdet som følge af en styrket udenlandsk efterspørgsel i euroområdet og en gradvis aftagende negativ virkning af euroens tidligere apreciering. Euroområdets eksportmarkedsandele ventes at falde noget i løbet af fremskrivningsperioden på grund af effekten af nylige tab af konkurrenceevne. Samhandlen inden for euroområdet ventes at stige langsommere end eksporten til lande uden for euroområdet på grund af den forholdsvis svage indenlandske efterspørgsel i euroområdet.

Erhvervsinvesteringerne ventes gradvis at stige, dog ikke så hurtigt, at de når at komme op på niveauet før krisen. En række faktorer forventes at understøtte erhvervsinvesteringerne, nemlig den ventede gradvise styrkelse af den indenlandske og den udenlandske efterspørgsel, meget lave renter, mindre usikkerhed, behovet for at modernisere kapitalapparatet efter flere år med et lavt investeringsniveau, ophør af den ulige adgang til kredit og en vis stigning i avancerne, efterhånden som aktiviteten stiger. Den samlede negative effekt af rigelig uudnyttet kapacitet, behovet for yderligere tilpasninger af virksomhedernes balancer, ulige finansieringsforhold på nogle områder og en forholdsvis stor usikkerhed i nogle lande vurderes dog kun at aftage gradvis i løbet af fremskrivningsperioden.

Der ventes en beskeden stigning i boliginvesteringerne i 1. halvår 2014, og efterfølgende ventes de kun at tiltage svagt i resten af fremskrivningsperioden. Yderligere behov for tilpasning på boligmarkedet i nogle lande og en svag vækst i den disponible realindkomst påvirker stadig udsigterne negativt. Selv om boliginvesteringer i andre lande er forholdsvis attraktive, understøttet af historisk lave realkreditrenter, kan dette kun have en gradvis effekt, idet byggesektoren i disse lande allerede er tæt på kapacitetsgrænsen. Som følge af planlagte finanspolitiske konsolideringstiltag i flere eurolande forventes de offentlige investeringer at forblive forholdsvis beskeden i hele fremskrivningsperioden.

Beskæftigelsen (målt i antal personer) ventes at stige en smule i 2014 for derefter at stige yderligere. Det afdæmpede opsving i beskæftigelsen afspejler den beskeden stigning i aktiviteten, den forsinkelse, hvormed beskæftigelsen normalt reagerer på udsving i produktionen, en stigning i antallet af præsterede timer pr. beskæftiget, yderligere reduktioner i beskæftigelsen i den offentlige sektor og den øgede usikkerhed i nogle lande, som påvirker ansættelsesplaner i den private sektor negativt. Disse faktorer vil sandsynligvis opveje den positive virkning af arbejdsmarkedsreformer, som har øget fleksibiliteten og sænket grænsen for, hvornår produktionsvæksten fører til flere arbejdspladser, i nogle stressramte lande. Der forventes en moderat stigning i arbejdsstyrken i fremskrivningsperioden, i takt med at visse dele af befolkningen gradvis vender tilbage til arbejdsmarkedet. Arbejdsløsheden forventes at falde lidt i løbet af fremskrivningsperioden, men den ventes dog at holde sig over 11 pct. i 2016. Arbejdskraftproduktiviteten (målt i produktion pr. beskæftiget) ventes at stige en smule i fremskrivningsperioden på grund af den forventede acceleration i den økonomiske aktivitet og beskæftigelsens forsinkede reaktion derpå.

**Tabel 2 Makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet<sup>1)</sup>**

(Årlige ændringer i procent)

	Marts 2014				Justeringer siden december 2013 <sup>2)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
Realt BNP <sup>3)</sup>	-0,4	1,2	1,5	1,8	0,0	0,1	-0,1
		[0,8 – 1,6] <sup>4)</sup>	[0,4 – 2,6] <sup>4)</sup>	[0,7 – 2,9] <sup>4)</sup>			
Privat forbrug	-0,6	0,7	1,2	1,4	0,0	0,0	0,0
Offentligt forbrug	0,2	0,4	0,4	0,7	0,1	0,1	0,0
Faste bruttoinvesteringer	-2,9	2,1	2,7	3,7	0,1	0,5	-0,1
Eksport <sup>5)</sup>	1,1	3,6	4,7	5,1	0,1	-0,1	-0,2
Import <sup>5)</sup>	0,0	3,5	4,7	5,2	0,1	0,0	0,0
Beskæftigelse Arbejdsløshed (pct. af arbejdsstyrken)	-0,8 12,1	0,2 11,9	0,5 11,7	0,7 11,4	0,0 0,0	0,0 -0,1	0,1 -0,1
HICP	1,4	1,0	1,3	1,5	0,0	-0,1	0,0
		[0,7 – 1,3] <sup>4)</sup>	[0,6 – 2,0] <sup>4)</sup>	[0,7 – 2,3] <sup>4)</sup>			
HICP ekskl. energi	1,4	1,2	1,5	1,7	0,0	-0,1	0,0
HICP ekskl. energi og fødevarer	1,1	1,1	1,4	1,7	0,0	-0,2	0,0
HICP ekskl. energi, fødevarer og afgifter <sup>6)</sup>	1,0	1,0	1,4	1,7	0,0	-0,1	0,0
Enhedslønomkostninger	1,2	0,8	1,0	1,2	-0,2	-0,2	0,0
Lønsum pr. ansat	1,7	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1	-0,1
Arbejdskraftproduktivitet	0,4	0,9	1,0	1,1	0,1	0,1	-0,1
Offentlig budgetsaldo (pct. af BNP)	-3,2	-2,7	-2,5	-2,1	0,0	-0,1	-0,1
Strukturel budgetbalance (pct. af BNP) <sup>7)</sup>	-2,5	-2,2	-2,2	-2,0	0,0	0,0	-0,1
Den offentlige sektors bruttogæld (pct. af BNP)	92,9	93,5	93,2	92,2	-0,3	-0,1	0,2
Betalingsbalancens løbende poster (pct. af BNP)	2,2	2,4	2,6	2,7	0,2	0,2	0,0

1) Data for euroområdet omfatter Letland med undtagelse af HICP-data for 2013. Den gennemsnitlige ændring i HICP i pct. år/år i 2014 er beregnet ud fra et euroområde, der allerede i 2013 omfattede Letland.

2) Justeringer er beregnet på grundlag af uafroundedede tal.

3) Data korrigeret for antal arbejdsdage.

4) Intervallerne omkring fremskrivningerne er baserede på forskellen mellem den faktiske udvikling og tidligere fremskrivninger, der er blevet udarbejdet over en årrække. Intervallernes bredde er to gange den gennemsnitlige absolutte værdi af denne forskel. Metoden, som er anvendt til at beregne intervallerne, og som indbefatter en korrektion for ekstraordinære begivenheder, er beskrevet i "New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges", ECB, december 2009, der findes på ECB's websted.

5) Omfatter samhandlen i euroområdet.

6) Delindekset er baseret på skøn over afgifters reelle effekt. Dette kan afvige fra Eurostats data, som antager et fuldstændigt og umiddelbart gennemslag af skatteeffekten på HICP.

7) Beregnet som den offentlige budgetsaldo fratrukket den midlertidige effekt af den økonomiske konjunktur og regeringernes midlertidige foranstaltninger. Beregningen følger ESCB's fremgangsmåde i forbindelse med konjunkturkorrigerede budgetsaldi (se Bouthevillain, C. et al., "Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach", Working Paper Series, nr. 77, ECB, september 2001) og ESCB's definition på midlertidige foranstaltninger (se Kremer, J. et al., "A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances", Working Paper Series, nr. 579, ECB, januar 2006). Fremskrivningen af den strukturelle saldo er ikke udledt af et samlet mål for outputgab. Ifølge ESCB's metode beregnes de konjunkturelle komponenter separat for forskellige indtægts- og udgiftskomponenter. En nærmere diskussion, også med henvisning til Kommissionens metode, findes i boksen "Cyclical adjustment of the government budget balance" i Månedsoversigten for marts 2012.

Der forventes en yderligere styrkelse af det private forbrug i 2014 og fremover, i takt med at den disponible realindkomst stiger som følge af en højere arbejdsindkomst, en gradvis bedring af arbejdsmarkedet, en langsommere budgetkonsolidering og lav inflation. Stigningen i den disponible realindkomst dæmpes kun delvis af en svag stigning i opsparingskvoten. Det offentlige forbrug ventes at stige moderat i løbet af fremskrivningsperioden.

Væksten i importen fra lande uden for euroområdet ventes at accelerere en smule i løbet af fremskrivningsperioden, hvilket delvis skyldes virkningen af euroens tidligere appreciering. Den ventes dog fortsat at blive begrænset af en beskeden vækst i den samlede efterspørgsel. Nettoeksporten forventes at bidrage positivt, men beskeden til væksten i realt BNP i fremskrivningsperioden, og overskuddet på betalingsbalancens løbende poster forventes at stige, så det når op på 2,7 pct. af BNP i 2016.

I forhold til de makroøkonomiske fremskrivninger, som blev offentliggjort i Månedsoversigten for december 2013, er fremskrivningen af væksten i realt BNP for 2014 blevet opjusteret en smule.

## FREMSKRIVNINGER AF PRISER OG OMKOSTNINGER

Ifølge Eurostats foreløbige skøn var den samlede HICP-inflation 0,8 pct. i februar 2014, hvilket er uændret i forhold til 4. kvartal 2013. Den aktuelle lave inflation skyldes en kombination af faldende energipriser og moderate prisstigninger på fødevarer samt en afdæmpet udvikling i priserne på tjenester og industrivarer ekskl. energi (se afsnit 3 og boksen med titlen "*Impact of services and non-energy industrial good prices on the recent decline in HICP inflation*" i denne udgave af Månedsoversigten).

Fremadrettet forventes HICP-inflationen at forblive lav på kort sigt for derefter at stige i slutningen af 2014 og fremefter, i takt med at aktiviteten gradvis bedres. På årsbasis ventes inflationen at blive 1,0 pct. i 2014, 1,3 pct. i 2015 og 1,5 pct. i 2016. Ved udgangen af 2016 forventes den at være 1,7 pct.

Disse moderate inflationsudsigter forventes hovedsagelig at skyldes de faldende priser på olie futures og den aktuelle uudnyttede kapacitet i økonomien. Den gradvise stigning i efterspørgslen og det igangværende fald i den uudnyttede kapacitet i sammenhæng med fast forankrede inflationsforventninger forventes at give mulighed for en stigning i avancerne og stigende enhedsløn- og omkostninger i store dele af euroområdet. Desuden bør det gradvise aftagende behov for justeringer af omkostninger og priser i stressramte lande også bidrage til en stigning i HICP-inflationen i fremskrivningsperioden.

Nærmere bestemt forventes energipriserne at falde noget i løbet af fremskrivningsperioden på grund af den antagelse, der er gjort om udviklingen i oliepriserne. Dette har en nedadrettet effekt på HICP-inflationen. Energiprisernes bidrag til den samlede årlige HICP-inflation forventes at være næsten ubetydeligt i fremskrivningsperioden, hvilket skal sammenholdes med et gennemsnitligt bidrag på 0,5 procentpoint siden 1999.

Prisstigningerne på fødevarer forventes fortsat at aftage i de første tre kvartaler af 2014 som følge af det tidligere fald i råvarepriserne på fødevarer (i euro) og nedadrettede basiseffekter. De forventes at stige i resten af fremskrivningsperioden på linje med antagelsen om stigende råvarepriser på fødevarer i denne periode. Fødevareprisernes opadrettede bidrag til den samlede HICP-inflation ventes at være 0,3 procentpoint i gennemsnit i fremskrivningsperioden, hvilket er en smule lavere end det gennemsnitlige bidrag siden 1999 (0,5 procentpoint).

I 2014 ventes en gradvis stigning i HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer, som i gennemsnit bliver 1,1 pct. på årsbasis, hvorefter den ventes at stige til 1,4 pct. i 2015 og 1,7 pct. i 2016. Denne udvikling forventes at være drevet af det gradvise opsving i den økonomiske aktivitet, som ventes ifølge fremskrivningerne. Det gennemsnitlige bidrag fra denne komponent til den samlede HICP-inflation i fremskrivningsperioden ventes at være omkring 1,0 procentpoint, som også er en smule lavere end det gennemsnitlige bidrag siden 1999 (1,1 procentpoint).

Afgiftsstigninger, som indgår i finanspolitiske konsolideringsplaner, forventes at yde et betydeligt positivt bidrag på omkring 0,2 procentpoint til HICP-inflationen i 2014. Bidragets størrelse kan sammenlignes

med bidraget i 2013. I 2015 og 2016 ventes disse bidrag at være ubetydelige, da der ikke findes detaljerede informationer om finanspolitiske foranstaltninger for disse år. Inflationen, målt som HICP-inflation ekskl. energi, fødevarer og afgiftsændringer, ventes derfor at stige noget kraftigere end indekset inkl. afgifter.

Det eksterne prispres aftog i løbet af 2013 som følge af en træg global efterspørgsel, apprecieringen af den effektive eurokurs og fald i oliepriser og priser på råvarer ekskl. olie. Disse faktorer førte til et fald i importdeflatoren i løbet af året. På baggrund af den styrkelse af den globale efterspørgsel, som ventes i fremskrivningsperioden, den forventede stigning i råvarepriser ekskl. energi og de aftagende virkninger af euroens tidligere appreciering forventes importdeflatoren imidlertid at stige i 2014 og i resten af fremskrivningsperioden. Den ventes at nå op på en årlig ændring på ca. 1,1 pct. i 2016, hvilket er tæt på dens langsigtede gennemsnitlige stigningstakt.

Hvad angår det indenlandske prispres, ventes den årlige vækst i lønsum pr. ansat at forblive stort set uændret i 2014, inden den tager til i 2015 og 2016. Dette sker på baggrund af aktuelt svage arbejdsmarkedsforhold i euroområdet, som imidlertid langsomt bedres. Væksten i enhedslønomkostninger forventes at falde i 2014 som følge af den konjunkturbestemte stigning i produktivitetsvæksten på baggrund af den forsinkelse, hvormed beskæftigelsen reagerer på et økonomisk opsving, og den stort set uændrede vækst i lønsum pr. ansat i løbet af året. Efterhånden som opsvinget tager til i styrke i 2015 og 2016, og arbejdsmarkedet gradvis bedres, forventes den noget større vækst i lønsum pr. ansat end i produktiviteten at føre til en lille stigning i væksten i enhedslønomkostningerne.

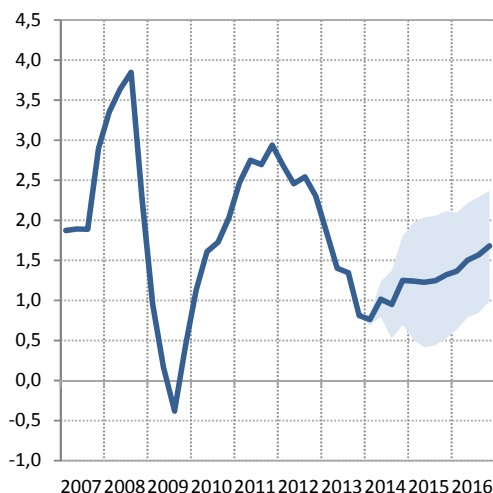
Væksten i indtjeningsindikatoren (målt som forskellen mellem BNP-deflatoren i faktorpriser og væksten i enhedslønomkostninger) forventes at blive styrket i 2014 og stige yderligere en smule i fremskrivningsperioden understøttet af de forventede forbedringer af de økonomiske forhold.

**Figur 1 Makroøkonomiske fremskrivninger<sup>1)</sup>**

(Kvartalsvise observationer)

**HICP for euroområdet**

(Ændringer i pct. år-til-år)



**Realt BNP i euroområdet<sup>2)</sup>**

(Ændringer i pct. kvartal-til-kvartal)



1) Intervallerne omkring de centrale fremskrivningsværdier er baserede på forskellen mellem den egentlige udvikling og tidligere fremskrivninger, der er blevet udarbejdet over en årrække. Intervallernes bredde er to gange den gennemsnitlige absolutte værdi af denne forskel. Metoden, som er anvendt til at beregne intervallerne, og som indbefatter en korrektion for ekstraordinære begivenheder, er beskrevet i "New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges", ECB, december 2009, der findes på ECB's websted.

2) Data korrigeret for antal arbejdsdage.

I forhold til de makroøkonomiske fremskrivninger, der blev offentliggjort i ECB Månedsoversigt for december 2013, er fremskrivningen af den samlede HICP-inflation blevet nedjusteret med 0,1 procentpoint for 2014, mens den er uændret for 2015.

## FINANSPOLITISKE UDSIGTER

På baggrund af antagelserne i boks 1 ovenfor ventes det offentlige underskuds andel af BNP i euroområdet at falde fra 3,2 pct. af BNP i 2013 til 2,7 pct. i 2014, hvorefter der ventes et yderligere fald til 2,1 pct. i 2016. Det lavere underskud i 2014 afspejler budgetkonsolideringstiltag i en række eurolande og udfasningen af statsstøtten til den finansielle sektor. I 2015-2016 forventes det gradvise fald i det offentlige underskud, som ventes ifølge fremskrivningerne, primært at være drevet af et positivt bidrag fra den konjunkturelle komponent, i takt med at overskudskapaciteten mindskes, og, i mindre omfang, af en fortsat forbedring i den strukturelle komponent, idet den positive udvikling i sidstnævnte dog ventes at blive langsommere end i de seneste år. Derfor ventes den strukturelle offentlige saldo, dvs. den konjunkturkorrigerede saldo ekskl. alle midlertidige foranstaltninger, at blive mærkbart forbedret i 2014 og i mindre grad i resten af fremskrivningsperioden. Eurorådets offentlige bruttogæld som andel af BNP ventes at nå sit toppunkt på 93,5 pct. i 2014, hvorefter den forventes at falde til 92,2 pct. i 2016.

### Boks 2

#### FØLSOMHEDSANALYSE

Fremskrivninger er i høj grad baseret på tekniske antagelser vedrørende udviklingen i de centrale variable. Da nogle af disse variable kan have en stor effekt på fremskrivningerne for euroområdet, kan fremskrivningernes følsomhed over for alternative udviklingsmønstre for disse underliggende antagelser bidrage til at analysere usikkerheden i forbindelse med fremskrivningerne. I denne boks gennemgås den usikkerhed, der er findes i tilknytning til tre vigtige underliggende antagelser samt fremskrivningernes følsomhed med hensyn til disse antagelser.<sup>1</sup>

#### 1) En alternativ udvikling i oliepriserne

Antagelserne for oliepriserne i de aktuelle fremskrivninger, der er udarbejdet af ECB's stab, er udledt af markedsforventninger, der måles ved priserne på olie futures i den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen. På nuværende tidspunkt tyder de på støt faldende oliepriser i fremskrivningsperioden. Der hersker dog fortsat usikkerhed vedrørende udviklingen. Der er usikkerhed om udviklingen i både efterspørgsel og udbud.

Hvad efterspørgslen angår, kan en vækstnedgang i vækstøkonomierne have en negativ effekt på globale råvarepriser. På den anden side kan olieprisen muligvis stige i tilfælde af et stærkere opsving, globalt og især i den amerikanske økonomi. På udbudssiden vurderes effekten af stigningen i skiferolieproduktionen i fremskrivningsperioden samtidig at være begrænset, hvilket der er to grunde til. For det første er størstedelen af skiferolieeffekterne allerede blevet indregnet i prisen, og for det andet vil selv betydelige ændringer i størrelsen af den amerikanske produktion muligvis kun have en mindre effekt på de internationale priser, da de kan blive opvejet af en reaktion fra olieproduktionen i Saudi Arabien. Samtidig kan der komme et opadrettet pres på oliepriserne fra udbudssiden i forbindelse med uventede geopolitiske begivenheder.

Alt i alt ser en højere oliepris end antaget i basisscenariet, i sammenhæng med et globalt opsving, ud til at være sandsynlig. Derfor er der i denne følsomhedsanalyse taget højde for en opjustering af udviklingen i priserne på olie futures på grundlag af udnyttelsen af produktionskapaciteten i USA.<sup>2</sup> I det alternative udviklingsscenario antages oliepriserne at ligge 2 pct., 8 pct. og 14 pct. over futurespriserne i henholdsvis 2014, 2015 og 2016. På grundlag af ECB's stabs makroøkonomiske modeller ville den højere oliepris føre til en HICP-inflation i 2015 og 2016, der er 0,2 procentpoint højere end basisfremskrivningen. Samtidig ville højere oliepriser også dæmpe væksten i realt BNP, som ville være 0,1 procentpoint lavere i 2016.



## 2) En lavere eurokurs

Den nominelle effektive eurokurs, målt i forhold til euroområdet 20 største handelspartnere, er blevet styrket i de seneste måneder og ligger på nuværende tidspunkt 3 pct. over dens langsigtede historiske gennemsnit siden 1999. Denne styrkelse er af markedsdeltagere først og fremmest blevet tilskrevet globale investorers aktuelle reduktioner af deres vækstmarkedsaktiver (idet en del af kapitalen strømmer ind i euroområdet), store råvareeksporterende landes valutakorrekationer og den vedvarende svage japanske yen.

Basisfremskrivningen antager uændrede bilaterale valutakurser i fremskrivningsperioden på det gennemsnitlige niveau for den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen 12. februar 2014. På baggrund heraf opstilles som illustration en stiliseret alternativ udvikling for eurokursen, hvor det antages, at euroen, hvis man ser på den nominelle effektive kurs, deprecierer med 3 pct. fra og med 2. kvartal 2014. Resultaterne af den depreciering, som antages, peger på en ca. 0,1-0,2 procentpoint højere vækst i realt BNP og HICP-inflation hvert år i fremskrivningsperioden.

## 3) Yderligere finanspolitisk konsolidering

Som anført i boks 1 omfatter de finanspolitiske antagelser alle politiske tiltag, der allerede er vedtaget af de nationale parlamenter, eller hvor der foreligger tilstrækkeligt detaljerede planer fra regeringernes side, som sandsynligvis vil gå igennem lovgivningsprocessen. For de fleste landes vedkommende lever de foranstaltninger, som er indeholdt i basisfremskrivningen, ikke op til de finanspolitiske konsolideringskrav i stabilitets- og vækstpagtens korrigerende og forebyggende del. Forpligtelsen til at leve op til disse krav afspejles primært i de finanspolitiske mål, som regeringerne har skitseret i deres finanslove eller udkast til budgetplaner for 2014, i EU-/IMF-programmer og til en vis grad i stabilitetsprogrammerne fra 2013 (som skal opdateres i april 2014). Imidlertid mangler de bagvedliggende tiltag for at nå disse mål ofte, eller de er ikke tilstrækkeligt udspecificerede. De er derfor ikke taget med i betragtning i basisfremskrivningen, især i perioden 2015-2016, som for de fleste landes vedkommende ikke er omfattet af den igangværende budgetlægning. Derfor er det ikke kun nødvendigt, men også sandsynligt, at de fleste regeringer inden 2016 vedtager yderligere finanspolitiske konsolideringstiltag end dem, som er medtaget i basisfremskrivningen.

### Antagelser, som ligger til grund for den finanspolitiske følsomhedsanalyse

Udgangspunktet for den finanspolitiske følsomhedsanalyse er det "finanspolitiske gab" mellem regeringernes budgetmål og budgettet ifølge fremskrivningen. Til at måle den sandsynlige yderligere finanspolitiske konsolidering inddrages landespecifikke forhold og informationer om størrelse og sammensætning. De landespecifikke oplysninger skal bl.a. forklare usikkerhed i relation til de finanspolitiske mål, sandsynligheden for yderligere finanspolitiske konsolideringstiltag og de dermed forbundne makroøkonomiske feedbackeffekter.

Med udgangspunkt i denne fremgangsmåde vurderes den yderligere konsolidering i euroområdet at blive omkring 0,1 pct. af BNP i 2014, mens flere yderligere tiltag vurderes at være sandsynlige i 2015 (omkring 0,6 pct. af BNP) og noget færre i 2016 (omkring 0,3 pct. af BNP), hvilket giver en samlet yderligere konsolidering på ca. 1,0 pct. af BNP ved udgangen af 2016. For så vidt angår sammensætningen af de finanspolitiske foranstaltninger, søger følsomhedsanalysen at inddrage lande- og tidsspecifikke profiler på de yderligere konsolideringsbestræbelser, der er mest sandsynlige. I den aktuelle følsomhedsanalyse vurderes den samlede finanspolitiske konsolidering for euroområdet i højere grad at være rettet mod udgiftssiden af budgettet, men også at omfatte stigninger i afgifter, direkte skatter og sociale bidrag.

### Den makroøkonomiske effekt af yderligere finanspolitisk konsolidering

I tabellen nedenfor findes en sammenfatning af simuleringresultaterne, for så vidt angår effekten af den finanspolitiske følsomhedsanalyse på væksten i realt BNP og HICP-inflationen i euroområdet, på baggrund af ECB's NAWM.<sup>3</sup>

### Den skønnede makroøkonomiske effekt af yderligere finanspolitisk konsolidering på væksten i realt BNP og HICP-inflationen i euroområdet

(pct. af BNP)

Antagelser	2014	2015	2016
Regeringernes budgetmål <sup>1)</sup>	-2,4	-1,6	-0,8
Finanspolitiske basisfremskrivninger	-2,7	-2,5	-2,1
Yderligere finanspolitisk konsolidering (akkumuleret) <sup>2)</sup>	0,1	0,7	1,0
Effekten af yderligere finanspolitisk konsolidering (procentpoint) <sup>3)</sup>			
Vækst i realt BNP	-0,1	-0,4	-0,1
HICP-inflation	0,0	0,1	0,1

1) Nominelle mål i det seneste EU-/IMF-program for de relevante lande, seneste henstillinger vedrørende proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud for lande, der er underlagt proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud, finanslove og udkast til budgetplaner for 2014 og opdaterede stabilitetsprogrammer for 2013 for lande, der ikke er underlagt proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud.

2) Følsomhedsanalyse baseret på vurderinger foretaget af Eurosystemets stab.

3) Afvigelser fra basisforløbet udtrykkes i procentpoint, for så vidt angår væksten i realt BNP og HICP-inflationen (begge på årsbasis). Den makroøkonomiske effekt er simuleret ved hjælp af ECB's New Area-Wide Model.

Den makroøkonomiske effekt af yderligere finanspolitisk konsolidering er begrænset i 2014, mens den skønnes at blive ca. -0,4 procentpoint i 2015 og at være begrænset igen i 2016. Effekten på HICP-inflationen skønnes at blive ca. 0,1 procentpoint.

Den aktuelle analyse indeholder således en række nedadrettede risici i forhold til basisfremskrivningen for væksten i realt BNP, særligt i 2015, idet ikke alle påtænkte finanspolitiske konsolideringstiltag indgår i basisfremskrivningen. Opadrettede risici findes dog også i tilknytning til inflationen, idet en del af den yderligere konsolidering vurderes at komme fra afgiftsstigninger.

Det bør understreges, at denne finanspolitiske følsomhedsanalyse kun analyserer en mulig kortsigtet effekt af en sandsynlig yderligere finanspolitisk konsolidering. Selv om selv veludformede finanspolitiske konsolideringstiltag ofte har en negativ effekt på væksten i realt BNP på kort sigt, er der positive effekter på aktiviteten på længere sigt, som ligger uden for analysens tidshorizont.<sup>4</sup> Endelig bør resultaterne af denne analyse ikke fortolkes, som om der sættes spørgsmålstejn ved behovet for yderligere finanspolitiske konsolideringsbestræbelser i fremskrivningsperioden. For der er helt klart behov for yderligere konsolideringsbestræbelser for igen at nå frem til sunde offentlige finanser i euroområdet. Uden denne konsolidering er der risiko for, at prissætningen af statsobligationerne påvirkes negativt. Ydermere kan tilliden blive påvirket negativt, hvilket kan hindre den økonomiske bedring.

1 Alle simuleringer er foretaget ud fra den antagelse, at der ikke sker politiske ændringer eller ændringer af andre variable, der vedrører de tekniske antagelser og de internationale forhold uden for euroområdet.

2 En detaljeret beskrivelse af den model, som er anvendt til at udlede denne opjustering, kan ses i Pagano, P. og Pisani, M., "Risk-adjusted forecasts of oil prices", The B.E. Journal of Macroeconomics, bd. 9, nr. 1, art. 24, 2009.

3 En beskrivelse af New Area-Wide Model findes i Christoffel, K., Coenen, G. og Warne, A., "The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis", Working Paper Series, nr. 944, ECB, oktober 2008.

4 En mere detaljeret analyse af den makroøkonomiske effekt af den finanspolitiske konsolidering findes i boksen "The role of fiscal multipliers in the current consolidation debate", ECB Månedsoversigt, december 2012.

### Boks 3

#### PROGNOSER UDARBEJDET AF ANDRE ORGANISATIONER

En række internationale organisationer og private institutioner udarbejder prognoser for euroområdet. 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 finanspolitiske, finansielle og eksogene variable, herunder oliepriser og andre råvarepriser. Endelig anvendes der forskellige metoder i de forskellige prognoser, når det gælder korrigering for antal arbejdsdage (se tabellen nedenfor).

I de foreliggende prognoser fra disse andre organisationer og institutioner forventes væksten i realt BNP i 2014 og 2015 at følge det samme mønster, som fremgår af fremskrivningerne udarbejdet af ECB's stab. Fremskrivningerne for væksten i realt BNP i 2016 ligger inden for intervallet i fremskrivningerne udarbejdet af ECB's stab. For så vidt angår inflationen, peger fremskrivningerne fra flertallet af de andre organisationer og institutioner i retning af en gennemsnitlig årlig HICP-inflation i 2014 og 2015, der ligger tæt på ECB's stabs fremskrivninger. Den gennemsnitlige HICP-inflation ventes at blive mellem 1,5 pct. og 1,8 pct. i de øvrige foreliggende fremskrivninger, hvilket ligger inden for intervallet i ECB's stabs fremskrivninger.

#### Sammenligning af prognoser for euroområdet vækst i realt BNP og for HICP-inflationen

(Årlige ændringer i procent)

	Offentliggjort	BNP-vækst			HICP-inflation		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Fremskrivninger udarbejdet af ECB's stab	Marts 2014	1,2	1,5	1,8	1,0	1,3	1,5
		[0,8 – 1,6]	[0,4 – 2,6]	[0,7-2,9]	[0,7-1,3]	[0,6 – 2,0]	[0,7 – 2,3]
Europa-Kommissionen	Februar 2014	1,2	1,8	-	1,0	1,3	-
OECD	November 2013	1,0	1,6	-	1,2	1,2	-
Euro Zone Barometer	Februar 2014	1,1	1,5	1,5	1,0	1,3	1,8
Consensus Economics Forecasts	Februar 2014	1,0	1,4	1,5	1,0	1,4	1,8
Survey of Professional Forecasters	Februar 2014	1,0	1,5	1,7	1,1	1,4	1,7
IMF	Januar 2014	1,0	1,4	1,5	1,5	1,4	1,5

Kilder: Europa-Kommissionens europæiske økonomiske vinterprognose 2014; IMF World Economic Outlook, opdatering januar 2014 (BNP), IMF World Economic Outlook, oktober 2013; OECD Economic Outlook, november 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, 2014

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.