



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

EUROSYSTEMET

MAKROØKONOMISKE FREMSKRIVNINGER FOR EUROOMRÅDET UDARBEJDET AF ECB'S STAB OG OFFENTLIGGJORT I SEPTEMBER 2014¹

De seneste indikatorer tyder på en svagere udvikling på kort sigt i betragtning af den træge handelsudvikling, de geopolitiske spændinger og usikkerheden om reformprocessen i nogle eurolande. Ikke desto mindre er de underliggende faktorer, som er nødvendige for en vedvarende bedring, fortsat til stede i basisfremskrivningen. Den indenlandske efterspørgsel vil blive påvirket positivt af den ekspansive pengepolitik – som er blevet styrket af de ordinære og ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger, der blev truffet i juni 2014 – og mere gunstige kreditforhold. I basisfremskrivningen antages en stort set neutral finanspolitik efter flere år med betydelige finanspolitiske stramminger. Desuden vil det private forbrug blive understøttet af effekten af lave råvarepriser og stigende indkomst, efterhånden som arbejdsmarkedet forbedres. Investeringerne vil blive påvirket positivt af et mindsket behov for balancetilpasning og af catching up-effekter efter flere år med en afdæmpet aktivitet, selv om de i første omgang holdes tilbage af rigelig uudnyttet kapacitet. Det gradvise globale opsving vil påvirke eksporten positivt, idet den styrkes af effekterne af den svagere effektive eurokurs. Realt BNP ventes at stige med 0,9 pct. i 2014, 1,6 pct. i 2015 og 1,9 pct. i 2016. Da disse vækstrater ligger over den estimerede potentielle vækst, bidrager de til en gradvis reduktion i produktionsgab.

HICP-inflationen i euroområdet forventes at forblive lav i den nærmeste fremtid med et gennemsnit på 0,6 pct. i 2014. Derefter ventes en langsom stigning til 1,1 pct. i 2015 og til 1,4 pct. i 2016. Den ventede stigning i den samlede inflation afspejler forventningen om en forbedring i den økonomiske aktivitet, som fører til løn- og avancestigninger. Desuden forventes det opadrettede prispres at blive forstærket som følge af den stigning i råvarepriserne ekskl. energi og mere generelt i importpriserne i euroområdet, som antages, og som også er relateret til den svagere eurokurs. Den resterende uudnyttede kapacitet og det fald i oliepriserne, som antages, og som afspejler den nedadrettede tendens i futures, lægger imidlertid en dæmper på inflationsudsigterne.

I forhold til de fremskrivninger, der blev offentliggjort i ECB Månedsoversigt for juni 2014, er fremskrivningen af væksten i realt BNP for 2014 blevet nedjusteret med 0,2 procentpoint som følge af et svagere resultat end forventet for 2. kvartal og en lavere eksport i 2. halvår. Fremskrivningen for 2015 er også blevet nedjusteret, hvilket hovedsagelig skyldes et mindre positivt overhæng. Fremskrivningen for 2016 er derimod blevet opjusteret med 0,1 procentpoint, hvilket primært skyldes den gunstige effekt af forbedrede finansieringsvilkår for private investeringer. HICP-inflationen er blevet nedjusteret med 0,2 procentpoint for 2014 som følge af den lavere end forventede HICP-inflation i de seneste par måneder. For 2015 og 2016 er fremskrivningen uændret, idet en lavere underliggende dynamik i HICP-inflationen ekskl. energi end tidligere forventet stort set opvejes af noget stærkere stigninger i inflationen i HICP's energikomponent på baggrund af antagelserne om højere oliepriser og en lavere valutakurs.

ECB's seneste pengepolitiske foranstaltninger er kun medtaget i basisscenariet i kraft af deres effekt på de tekniske finansielle antagelser (markedsrenter og aktiekurser, inkl. valutakursen). Det er derfor sandsynligt, at basisfremskrivningen undervurderer virkningen af den pengepolitiske pakke, da den ikke medtager andre kanaler (se boks 2).

¹ 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 21. august 2014.

Denne artikel sammenfatter de makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet for perioden 2014-16. En så langvarig fremskrivningsperiode er forbundet med meget stor usikkerhed², hvilket bør tages i betragtning ved fortolkningen af fremskrivningerne.

Litauen er for første gang medtaget i fremskrivningerne.

INTERNATIONALE FORHOLD

I fremskrivningsperioden ventes der en stigning i væksten i realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet) fra 3,7 pct. i 2014 til 4,2 pct. i 2015 og 4,3 pct. i 2016. På trods af volatilitet på kort sigt er væksten i de udviklede økonomier uden for euroområdet tiltagende. Aktiviteten på vækstmarkederne er også steget igen, anført af en kraftig stigning i Kina. Globale indikatorer bekræfter, at væksten styrkes på kort sigt. På lidt længere sigt forventes en styrkelse af den globale aktivitet. Den meget lempelige pengepolitik i de udviklede økonomier understøtter fortsat de finansielle markeder og det globale opsving. De udviklede økonomier bør også i stigende grad nyde godt af en aftagende modvind som følge af en svagere nedgearing i den private sektor, det mindskede behov for budgetkonsolidering og forbedrede arbejdsmarkeder. Derimod vil infrastrukturflaskehalse, kapacitetsbegrænsninger og makroøkonomiske ubalancer i adskillige vækstøkonomier sandsynligvis lægge en dæmper på vækstpotentialet, mens andre vækstøkonomier tilpasser sig strammere finansielle forhold og den kommende normalisering af pengepolitikken i USA.

Verdenshandlen er aftaget noget siden slutningen af 2013. Fremover forventes stigende investeringer i de udviklede økonomier uden for euroområdet at stimulere en gradvis opgang i verdenshandlen. Strukturelle faktorer vurderes dog også at spille en rolle, herunder det langsommere integrationstempo gennem de globale forsyningskæder. Som følge heraf antager fremskrivningen mindre elasticitet i verdenshandlen i forhold til aktiviteten end før den globale finansielle krise, hvilket er i overensstemmelse med tidligere fremskrivninger. Verdenshandlen (ekskl. euroområdet) ventes at stige med 3,9 pct. i 2014, 5,5 pct. i 2015 og 5,9 pct. i 2016. Mens importefterspørgslen fra eurorådets vigtigste handelspartnere forventes at stige langsommere end importefterspørgslen fra resten af verden, ventes en lidt svagere stigning i væksten i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet end i væksten i verdenshandlen (se tabel 1).

Tabel 1 Internationale forhold

(Årlige ændringer i procent)

	September 2014				Juni 2014			Justeringer siden juni 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet)	3,7	3,7	4,2	4,3	3,6	4,0	4,1	0,1	0,2	0,2
Verdenshandlen (ekskl. euroområdet) ¹⁾	3,4	3,9	5,5	5,9	4,3	5,7	5,9	-0,3	-0,2	0,0
Udenlandsk efterspørgsel i euroområdet ²⁾	2,9	3,5	5,0	5,6	3,7	5,2	5,6	-0,3	-0,3	-0,1

Anm.: Justeringer beregnes på grundlag af uafrundede tal.

1) Beregnet som et vægtet gennemsnit af importen.

2) Beregnet som et vægtet gennemsnit af eurorådets handelspartners import.

I forhold til de makroøkonomiske fremskrivninger, som blev offentliggjort i ECB Månedsoversigt for juni 2014, er udsigterne for den globale vækst blevet opjusteret med 0,1 procentpoint i 2014 og med 0,2 procentpoint i både 2015 og 2016. Disse justeringer er dog af teknisk karakter og afspejler helt og holdent en opdatering af BNP-vægte på grundlag af den købekraftsparitet, der er anvendt til at udarbejde aggregater for den globale aktivitet med større vægt på de hurtigere voksende vækstmarkedsøkonomier,

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

og ikke et ændret syn på landeniveau.³ Hvis der ses bort fra virkningerne af de ændrede vægte, er BNP-væksten stort set uændret. Den udenlandske efterspørgsel i euroområdet er blevet nedjusteret med 0,3 procentpoint i 2014 og 2015 og med 0,1 procentpoint i 2016. Nedjusteringerne afspejler den vurdering, at verdenshandlen sandsynligvis bliver svagere end tidligere forventet, samt mere pessimistiske udsigter for handlen med Rusland og Ukraine (se boks 4).

Boks 1

TEKNISKE ANTAGELSER OM RENTER, VALUTAKURSER, RÅVAREPRISER OG FINANSPOLITIK

De tekniske antagelser om renter og råvarepriser bygger på markedsforventninger. Skæringsdatoen var 13. august 2014. De korte renter henviser til 3-måneders EURIBOR, hvor markedsforventningerne udledes af futuresrenten. Metoden giver et gennemsnitligt niveau for disse korte renter på 0,2 pct. i 2014 og 2015 og 0,3 pct. i 2016. Markedsforventningerne til den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet tyder på en gennemsnitlig rente på 2,3 pct. i 2014, 2,2 pct. i 2015 og 2,5 pct. i 2016¹. Som følge af renteutviklingen på forwardmarkedet og det gradvise gennemslag på udlånsrenten af ændringer i markedsrenten forventes de sammensatte bankudlånsrenter på lån til den ikke-finansielle private sektor i euroområdet at forblive stort set stabile i 2014 og 2015 for derefter at stige gradvis i 2016.

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 109,8 dollar pr. tønde i 2. kvartal 2014 til 102,7 dollar i 2016. Priserne på råvarer ekskl. energi i amerikanske dollar antages at falde betydeligt i 2014, hvorefter de stiger moderat i 2015 og noget hurtigere i 2016².

De bilaterale valutakurser antages at forblive uændrede i fremskrivningsperioden på det gennemsnitlige niveau for den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen 13. august 2014. Det indebærer en EUR/USD-kurs på 1,36 i 2014 og på 1,34 i 2015 og 2016.

Tekniske antagelser

	September 2014				Juni 2014			Justeringer siden juni 2014 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
3-måneders EURIBOR (i pct., pr. år)	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,0	-0,1	-0,2
10-årige statsobligationsrenter (i pct., pr. år)	2,9	2,3	2,2	2,5	2,4	2,6	3,0	-0,1	-0,4	-0,5
Oliepris (USD/pr. tønde)	108,8	107,4	105,3	102,7	107,2	102,2	98,2	0,2	3,0	4,5
Råvarepriser, ekskl. energi, i USD (årlige ændringer i pct.)	-5,0	-4,8	0,1	4,4	0,3	1,7	4,6	-5,1	-1,6	-0,2
USD/EUR-kurs	1,33	1,36	1,34	1,34	1,38	1,38	1,38	-1,8	-3,3	-3,3
Nominal effektiv eurokurs (EER20) (årlige ændringer i pct.)	3,8	1,4	-0,8	0,0	2,6	0,1	0,0	-1,2	-0,9	0,0

Anm.: Justeringer beregnes på grundlag af uafrundede tal.

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.

De finanspolitiske antagelser afspejler de enkelte eurolandes vedtagne budgetlove og tillægsbudgetter, deres mellemlangsigtede budgetplaner og veldefinerede finanspolitiske foranstaltninger fra de opdaterede stabilitetsprogrammer, der forelå pr. 21. august 2014. De omfatter alle politiske tiltag, som allerede er vedtaget af de nationale parlamenter, eller som foreligger i form af tilstrækkeligt detaljerede planer fra

³ Efter offentliggørelsen af International Comparison Programs 2011-undersøgelse vedrørende nye benchmarks for købekraftsparitet opdaterede IMF sine World Economic Outlook-estimer af BNP værdiansat til købekraftsparitet (se boksen i IMF's WEO update af juli 2014).

regeringernes side, som sandsynligvis vil gå igennem lovgivningsprocessen. Samlet set indebærer disse antagelser, i gennemsnit, kun en mindre finanspolitisk konsolidering i fremskrivningsperioden, på grundlag af budgetplaner for 2014 og begrænsede oplysninger for 2015 og 2016. Den finanspolitiske konsolidering, som antages i fremskrivningsperioden, er betydeligt lavere end den, der er set i de seneste år.

I forhold til ECB Månedsoversigt for juni 2014 omfatter de vigtigste ændringer i de tekniske antagelser lavere korte og lange renter i euroområdet samt en svagere effektiv eurokurs. Mens oliepriserne i amerikanske dollar er noget højere end i junifremskrivningerne, er råvarepriserne ekskl. energi lavere.

1. Antagelsen om den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet er baseret på den vægtede gennemsnitlige rente på landenes 10-årige benchmarkobligation, vægtes 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 konstant 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 futureskontrakter indtil 3. 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

Det økonomiske opsving i euroområdet gik i stå i 2. kvartal 2014 efter fire kvartaler med moderat vækst. Den svage aktivitet i 2. kvartal afspejler tilsyneladende delvis den negative rolle, som flere engangsfaktorer spiller. For det første blev aktiviteten i 1. kvartal påvirket af en usædvanlig opadrettet effekt fra det lave antal helligdage (da hele skolernes påskeferie faldt i 2. kvartal) og fra det varme vintervejr, som havde sat skub i byggeriet. Hverken sæsonkorrigeringen eller korrigeringen for antal arbejdsdage tog tilstrækkelig højde for disse opadrettede effekter i 1. kvartal. Da de aftog i 2. kvartal, lagde det en dæmper på væksten. For det andet kan negative kalendereffekter forbundet med det usædvanlig store antal fridage omkring helligdagene i mange eurolande have reduceret antallet af effektive arbejdsdage i maj, hvilket der heller ikke var taget tilstrækkelig højde for i korrigeringen for antal arbejdsdage.

For så vidt angår 2. halvår 2014, ligger tillidsindikatorerne stadig tæt på det langfristede gennemsnit, men den seneste tids svækkelse tyder dog på en forholdsvis beskedne stigning i aktiviteten i den nærmeste fremtid. Svækkelsen af konjunkturbarometrene finder sted på baggrund af den seneste tids yderligere intensivering af geopolitiske spændinger (se boks 4), samtidig med at der er usikkerhed med hensyn til den økonomiske reformproces i nogle eurolande. Alt i alt indebærer fremskrivningen en ret moderat stigning i aktiviteten i 2. halvår 2014, som er svagere end tidligere forventet.

På lidt længere sigt forventes en gradvis stigning i væksten i realt BNP i løbet af fremskrivningsperioden, når det antages, at de globale spændinger ikke eskalerer yderligere. Væksten i realt BNP forventes at stige i 2015 og 2016, idet vækstforskellene på tværs af landene ventes at falde, takket være de fremskridt, der gøres med at afhjælpe fragmenteringen af de finansielle markeder, mindre forskelle mellem landenes finanspolitiske linjer og den positive effekt, som tidligere strukturelle reformer i flere lande har på aktiviteten. Den ventede stigning i aktiviteten vil primært blive understøttet af en styrkelse af den indenlandske efterspørgsel som følge af den ekspansive pengepolitik – der er styrket yderligere af de seneste ordinære og ekstraordinære foranstaltninger – en stort set neutral finanspolitik efter flere år med væsentlige finanspolitiske stramninger og kreditforhold, som igen er neutrale. Derudover forventes det private forbrug at blive påvirket positivt af en stigning i den disponible realindkomst, som skyldes den gunstige effekt af lave prisstigninger på råvarer og en stigende lønvækst. De private boliginvesteringer og investeringer ekskl. boliger vil sandsynligvis også blive styrket af den aftagende negative virkning af balancejusteringsbehov og en catching up-effekt efter flere år med et lavt investeringsniveau. Aktiviteten vil også i stigende grad blive understøttet af en gradvis styrkelse af den udenlandske efterspørgsel, som har draget fordel af den seneste tids depreciering af den effektive eurokurs og tidligere styrkelse af konkurrenceevnen. Der er dog stadig en række faktorer, som bremser udviklingen mod hurtigere vækst. I fremskrivningsperioden forventes kun en gradvis reduktion af den negative virkning, som den høje

arbejdsløshed i nogle lande har på udsigterne for det private forbrug, hvorimod en stor uudnyttet kapacitet i nogle lande og muligvis udbudsbegrænsninger i andre lande forventes fortsat at hæmme investeringsudgifterne. Endvidere lægger de aktuelle geopolitiske spændinger en dæmper på de kortsigtede udsigter for investeringer og eksport. Målt som årligt gennemsnit forventes realt BNP at stige med 0,9 pct. i 2014, 1,6 pct. i 2015 og 1,9 pct. i 2016. Dette vækstmønster afspejler et jævnt stigende bidrag fra den indenlandske efterspørgsel kombineret med et lille positivt bidrag fra nettoeksporten.

Et nærmere kig på efterspørgselskomponenterne viser, at der senere i 2014 og i løbet af 2015 ventes en stigende eksport til lande uden for euroområdet som følge af en gradvis styrkelse af den udenlandske efterspørgsel i euroområdet og en positiv virkning af euroens seneste depreciering. Generelt set har den seneste tids spændinger mellem EU og Rusland en begrænset effekt på euroområdets udenlandske efterspørgsel og eksport, men nogle lande med forholdsvis stærke handelsforbindelser til Rusland kan være påvirket i mere betydelig grad. Euroområdets eksportmarkedsandele ventes at falde marginalt i løbet af fremskrivningsperioden, men med en ret uensartet udvikling i eurolandene, der afspejler forskellige udviklingstendenser i konkurrenceevnen samt forskellige handelsmønstre. Samhandlen inden for euroområdet ventes at stige noget langsommere end eksporten til lande uden for euroområdet på grund af den stadig forholdsvis svage indenlandske efterspørgsel i euroområdet.

Der ventes en gradvis stigning i erhvervsinvesteringerne i fremskrivningsperioden, som understøttes af den styrkede indenlandske og udenlandske efterspørgsel på et tidspunkt, hvor der er akkumulerede behov for genanskaffelsesinvesteringer, af meget lave renter og et forventet øget gennemslag til udlånsrenterne i nogle lande, stigende avancer og øgede effekter af kreditudbudsforholdene. Den negative indvirkning af en lavere trendvækst og yderligere omstrukturering af virksomhedernes balancer i nogle eurolande står dog i vejen for en stærkere vækst i erhvervsinvesteringerne. I slutningen af fremskrivningsperioden forventes erhvervsinvesteringerne stadig at være 6 pct. under toppunktet før krisen med betydelige forskelle mellem eurolandene.

Der ventes en gradvis stigning i boliginvesteringerne i 2. halvår 2014, hvorefter de ventes at stige hurtigere i 2015, efterhånden som aktiviteten øges på baggrund af lave realkreditrenter og forbedrede kreditforhold, og justeringsbehovene gradvis aftager. I nogle lande lægger justeringen på boligmarkedet og/eller den fortsat svage vækst i den disponible realindkomst dog stadig en dæmper på boligbyggeriet. Som følge af de fortsatte udgiftsbegrænsninger i flere eurolande, der opvejer den mere ekspansive offentlige investeringstendens i andre, forventes de offentlige investeringer at forblive beskedne i hele fremskrivningsperioden.

Beskæftigelsen (målt i antal personer) steg moderat i 1. halvår 2014. Beskæftigelsesvæksten ventes dog fortsat at være svag i 2. halvår 2014 for derefter at stige moderat i 2015 og 2016. Den forventede stigning i beskæftigelsen afspejler opsvinget i aktiviteten, den opadrettede effekt af tidligere løntilbageholdenhed og den positive virkning af arbejdsmarkedsreformer, som især i nogle stressede lande har øget fleksibiliteten og styrket jobskabelsen i den private sektor. Yderligere nedskæringer i antallet af offentligt ansatte i nogle lande vil dog dæmpe den samlede beskæftigelsesvækst. Arbejdsstyrken forventes at øges moderat i fremskrivningsperioden som følge af indvandring, og efterhånden som den gradvis forbedrede arbejdsmarkedssituation stimulerer visse befolkningssegmenters deltagelse. Arbejdsløsheden er faldet lidt i de seneste måneder, hvilket hovedsagelig afspejler vendingen i beskæftigelsen. Den forventes at falde yderligere i fremskrivningsperioden, men dog at forblive væsentligt højere end før krisen. Arbejdskraftproduktiviteten (målt i produktion pr. beskæftiget) ventes at stige som følge af den forventede stigning i væksten i realt BNP og beskæftigelsens forsinkede reaktion på udviklingen i aktiviteten.

Tabel 2 Makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet¹

(Årlige ændringer i procent)

	September 2014				Juni 2014			Justeringer siden juni 2014 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Realt BNP ³⁾	-0,4	0,9	1,6	1,9	1,0	1,7	1,8	-0,2	-0,1	0,1
		[0,7 - 1,1] ⁴⁾	[0,6 - 2,6] ⁴⁾	[0,6 - 3,2] ⁴⁾	[0,6 - 1,4] ⁴⁾	[0,6 - 2,8] ⁴⁾	[0,5 - 3,1] ⁴⁾			
Privat forbrug	-0,6	0,7	1,4	1,6	0,7	1,5	1,6	0,0	-0,1	0,0
Offentligt forbrug	0,2	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,0	0,0
Faste bruttoinvesteringer	-2,6	1,1	3,1	3,9	1,7	3,1	3,5	-0,6	0,0	0,4
Eksport ⁵⁾	1,7	3,1	4,5	5,3	3,6	4,8	5,3	-0,5	-0,3	0,0
Import ⁵⁾	0,7	3,5	4,5	5,3	3,6	4,8	5,5	-0,1	-0,4	-0,2
Beskæftigelse	-0,8	0,3	0,6	0,7	0,3	0,5	0,7	0,0	0,1	0,0
Arbejdsløshed (i pct. af arbejdsstyrken)	11,9	11,6	11,2	10,8	11,8	11,5	11,0	-0,2	-0,2	-0,3
HICP	1,4	0,6	1,1	1,4	0,7	1,1	1,4	-0,2	0,0	0,0
		[0,5 - 0,7] ⁴⁾	[0,5 - 1,7] ⁴⁾	[0,7 - 2,1] ⁴⁾	[0,6 - 0,8] ⁴⁾	[0,5 - 1,7] ⁴⁾	[0,6 - 2,2] ⁴⁾			
HICP ekskl. energi	1,4	0,8	1,3	1,6	1,0	1,3	1,6	-0,2	-0,1	0,0
HICP ekskl. energi og fødevarer	1,1	0,9	1,2	1,5	1,0	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
HICP ekskl. energi, fødevarer og afgiftsændringer ⁶⁾	1,0	0,8	1,2	1,5	0,9	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
Enhedslønomkostninger	1,2	1,0	0,8	1,1	0,9	0,7	1,1	0,1	0,0	0,0
Lønsum pr. ansat	1,6	1,6	1,8	2,2	1,6	1,9	2,2	0,0	-0,1	0,1
Arbejdskraftsproduktivitet	0,4	0,6	1,0	1,1	0,7	1,1	1,0	-0,1	-0,1	0,1
Offentlig budgetsaldo (i pct. af BNP)	-3,0	-2,6	-2,4	-1,9	-2,5	-2,3	-1,9	-0,1	0,0	0,0
Strukturel budgetbalance (i pct. af BNP) ⁷⁾	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,0	-2,0	-1,9	0,0	0,0	0,0
Den offentlige sektors bruttogæld (i pct. af BNP)	92,7	93,9	93,1	91,5	93,4	92,6	91,1	0,5	0,5	0,4
Betalingsbalancens løbende poster (i pct. af BNP)	2,4	2,3	2,3	2,4	2,6	2,6	2,8	-0,3	-0,3	-0,4

1) Litauen er medtaget i fremskrivningerne for 2015. De gennemsnitlige ændringer i pct. år/år i 2015 er beregnet ud fra et euroområde, der allerede i 2014 omfattede Litauen. Fremskrivningen af nationalregnskabsvariablene er baseret på ENS 95-standarden.

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 Boutheyllain, 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 2007). Fremskrivningen af den strukturelle saldo er ikke udledt af et samlet mål for produktionsgab. 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 og i boksen "The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position" i denne udgave af Månedsoversigten.

Der forventes en stigning i det private forbrug i fremskrivningsperioden, idet det følger væksten i den disponible realindkomst tæt. Væksten i den disponible realindkomst ventes at blive understøttet af en højere arbejdsindkomst som følge af stigende beskæftigelse og højere lønvækst, en mindre ugunstig effekt af budgetkonsolideringen, et stigende bidrag fra anden personlig indkomst (primært relateret til udbytte) og lave råvarepriser. Opsparingskvoten forventes at forblive uændret. Dette afspejler modsatte effekter fra på den ene side den nedadrettede effekt af faldende renter og en gradvis

faldende arbejdsløshed, som medfører mindre behov for opsparing af forsigtighedshensyn, og på den anden side opadrettede effekter af mindre tvungen nedsparring i nogle lande, idet den stigende disponible indkomst fremmer forbruget. Det offentlige forbrug antages at stige moderat i fremskrivningsperioden.

Importen fra lande uden for euroområdet ventes at stige moderat i fremskrivningsperioden. Importen er stadig begrænset af den beskedne vækst i den samlede efterspørgsel i euroområdet og en vis nedadrettet effekt fra den seneste depreciering af euroen. Nettohandlen forventes at bidrage moderat til væksten i realt BNP i fremskrivningsperioden. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster forventes at forblive stort set stabil på 2,4 pct. af BNP i 2016.

I forhold til de makroøkonomiske fremskrivninger, som blev offentliggjort i Månedsoversigten for juni 2014, er fremskrivningen af væksten i realt BNP i 2014 blevet nedjusteret med 0,2 procentpoint, hvilket primært afspejler et svagere resultat end forventet for 2. kvartal. Desuden medfører virkningen på eksporten af en lavere global efterspørgsel sammen med øgede geopolitiske spændinger og, i mindre omfang, en nedgang i investeringerne en nedjustering af aktiviteten i 2. halvår 2014. Fremskrivningen for 2015 er blevet nedjusteret med 0,1 procentpoint, hvilket primært skyldes et mindre overhæng. Fremskrivningen for 2016 er blevet opjusteret med 0,1 procentpoint, hovedsagelig som følge af den positive effekt på de private investeringer af mere gunstige finansieringsforhold – understøttet af de målrettede langfristede markedsoperationer.

FREMSKRIVNINGER AF PRISER OG OMKOSTNINGER

Ifølge Eurostats foreløbige skøn var den samlede HICP-inflation 0,3 pct. i august 2014. Den afdæmpede aktuelle inflation afspejler et fald i energipriser og fødevarerpriser samt en afdæmpet udvikling i priserne på industrivarer ekskl. energi og priserne på tjenesteydelser.

Den samlede HICP-inflation ventes at falde en smule fra 0,6 pct. i 2. kvartal 2014 til 0,4 pct. i 3. kvartal for derefter at stige igen til 0,7 pct. i 4. kvartal 2014. Der ventes en yderligere gradvis stigning i HICP-inflationen i løbet af fremskrivningsperioden til 1,5 pct. i 4. kvartal 2016. Indsnævringen af det negative produktionsgab, som er forbundet med det tiltagende opsving, der fører til en stigende vækst i løn og avancer, bør have en opadrettet virkning på inflationen. Derudover forventes stigninger i råvarepriserne ekskl. energi og importpriserne i euroområdet, som styrkes af den lavere eurokurs, at støtte stigninger i forbrugerpriserne i euroområdet. Ikke desto mindre ventes den resterende uudnyttede kapacitet i økonomien at holde inflationen nede indtil 2016, idet der kun ventes en delvis indsnævring af det negative produktionsgab frem til 2016, hvilket indebærer meget beskedne løn- og avancestigninger. Også den antagede nedgang i oliepriserne ifølge futuresmarkederne ventes at begrænse inflationen.

Nærmere betragtet forventes energiprisinflationen at forblive klart negativ i 3. kvartal 2014 for derefter at ligge omkring nul i resten af fremskrivningsperioden. Virkningen på forbrugerenergipriserne af den svagt nedadrettede udvikling i futureskurven for priserne på råolie opvejes i løbet af fremskrivningsperioden delvis af opadrettede effekter fra faktorer som deprecieringen af euroen og prisudviklingen i andre energikomponenter. Samlet set ventes energiprisernes bidrag til HICP-inflationen i fremskrivningsperioden at være nul, hvilket er betydeligt lavere end det gennemsnitlige bidrag på 0,5 procentpoint i perioden fra 1999 til 2013. Udviklingen i denne HICP-komponent udgør således en stor del af baggrunden for de mere moderate inflationsudsigter i fremskrivningsperioden sammenlignet med udviklingen i de første 15 år af Den Monetære Union.

Prisstigningerne på fødevarer forventes fortsat at være tæt på nul i 3. kvartal 2014, hvorefter de imidlertid ventes at stige kraftigt i de efterfølgende kvartaler frem til midten af 2015, hvor de store nedadrettede vejreflekter på priserne på uforarbejdede fødevarer og de nedadrettede basiseffekter sandsynligvis vil aftage. Derefter ventes prisstigningerne på fødevarer at fortsætte deres stigning, som dog bliver mere gradvis, og at nå op på 2,0 pct. i slutningen af fremskrivningsperioden. Den yderligere styrkelse af prisstigningerne på fødevarer afspejler antagelsen om en stigning i priserne af bedrift i EU, som er i overensstemmelse med den gradvise styrkelse af det økonomiske opsving. Samlet set ventes fødevarerpriserne at bidrage til HICP-inflationen med 0,2 procentpoint i fremskrivningsperioden, hvilket

er lavere end det gennemsnitlige bidrag på 0,5 procentpoint i perioden fra 1999 til 2013. Dette er også en del af baggrunden for de forholdsvis moderate inflationsudsigter.

HICP-inflationen ekskl. fødevarer og energi forventes at have nået et lavpunkt på 0,8 pct. i perioden mellem 4. kvartal 2013 og 3. kvartal 2014. Den ventes at stige gradvis i løbet af fremskrivningsperioden, efterhånden som opsvinget tager til, idet produktionsgabets indsnævres, og løn- og avancevæksten øges. Dette mål for den underliggende inflation forventes at nå op på 1,5 pct. i 4. kvartal 2016. Denne HICP-komponents gennemsnitlige bidrag til den samlede HICP-inflation i fremskrivningsperioden er med 0,8 procentpoint også lavere end det langsigtede gennemsnit på 1,1 procentpoint.

Afgiftsstigninger, som indgår i finanspolitiske konsolideringsplaner, forventes at yde et mindre positivt bidrag på omkring 0,1 procentpoint til HICP-inflationen i 2014. Da der ikke findes informationer om vedtagne finanspolitiske tiltag i den resterende fremskrivningsperiode, forventes bidragene fra afgifter på nuværende tidspunkt at være ubetydelige i 2015 og 2016 (i forhold til et historisk gennemsnit på 0,2 pct.).

Eksterne prislefaktorer har haft en betydelig nedadrettet effekt på den seneste udvikling i HICP-inflationen. Den årlige vækst i importdeflatoren faldt brat fra 2,4 pct. i 2012 til -2,0 pct. i 1. kvartal 2014. Dette fald afspejlede svage globale priser som følge af en træg global vækst, den tidligere appreciering af euroen og fald i oliepriserne og råvarepriserne ekskl. olie. Det markante eksterne nedadrettede prispress forventes at ophøre i 2. halvår 2014, hvor der forudses at komme et vendepunkt i den årlige vækst i importdeflatoren. I fremskrivningsperioden forventes en stigning i den årlige ændringstakt for importdeflatoren frem til begyndelsen af 2015, som ventes efterfulgt af en stort set stabil vækst på omkring 1,4 pct. i den resterende del af fremskrivningsperioden, hvilket er tæt på det langsigtede gennemsnit. Stigningen i importdeflatorens vækstrate afspejler den antagede stigning i de globale priser på baggrund af styrkelsen af den globale økonomi, den forventede stigning i priserne på råvarer ekskl. energi og den lavere eurokurs.

Hvad angår det indenlandske prispress, forventes den gradvise bedring af arbejdsmarkedsforholdene i euroområdet at medføre en vis stigning i lønsum pr. ansat. I de to første år af fremskrivningsperioden ventes væksten i enhedslønsumkostninger at falde til 1,0 pct. i 2014 og yderligere til 0,8 pct. i 2015, hvorefter den stiger en smule til 1,1 pct. i 2016. Faldet i enhedslønsumkostningerne i de to første år af fremskrivningsperioden skyldes den beskedne dynamik i væksten i lønsum pr. ansat kombineret med en styrkelse af væksten i arbejdskraftsproduktiviteten. I 2016 forventes væksten i enhedslønsumkostninger at stige en smule som følge af en øget vækst i lønsum pr. ansat ledsaget af en stort set stagnerende produktivitetsvækst. Dette mønster afspejler både løn- og beskæftigelsesvækstens forsinkede reaktion på den økonomiske bedring på baggrund af den betydelige træghed på euroområdet arbejdsmarkeder, som kun mindskes langsomt.

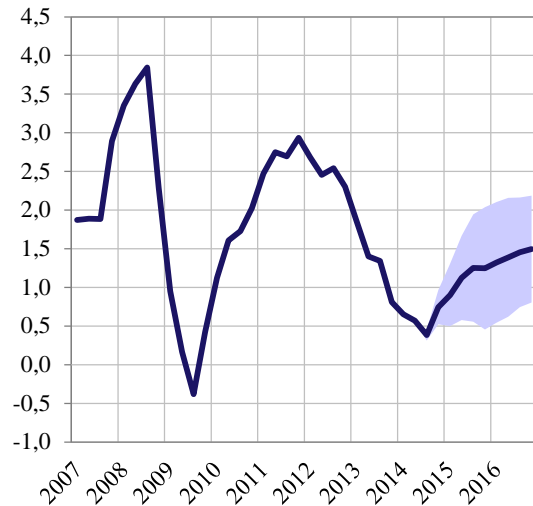
I 2014 forventes et fald i avancerne (målt som forskellen mellem BNP-deflatoren i faktorpriser og væksten i enhedslønsumkostninger). Derefter ventes de at stige gradvis, understøttet af det økonomiske konjunkturopsving.

Figur 1 Makroøkonomiske fremskrivninger¹⁾

(Kvartalsvise observationer)

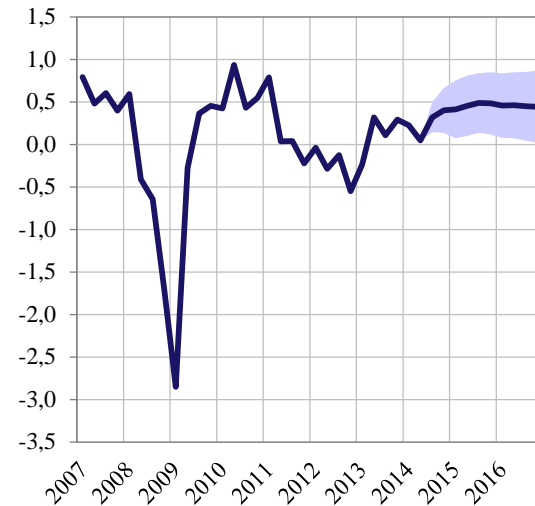
HICP for euroområdet

(Ændringer i pct. år-til-år)



Realt BNP i euroområdet²⁾

(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. Intervallerne 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 juni 2014, er fremskrivningen af den samlede HICP-inflation blevet nedjusteret med 0,2 procentpoint for 2014, hovedsagelig som følge af de seneste par måneders lavere HICP-inflation end forventet. Fremskrivningen for HICP-inflationen i 2015 og 2016 er uændret. Dette afspejler nedjusteringer i HICP ekskl. energi og opjusteringer i HICP's energikomponenter, som stort set opvejer hinanden. Hvad de førstnævnte angår, forventes de seneste inflationsresultater, der er svagere end forventet, at medføre en mere vedholdende lavere underliggende dynamik i HICP-inflationen ekskl. energi end tidligere ventet. Samtidig indebærer antagelser om højere oliepriser og en lavere valutakurs en opjustering af energikomponenten i HICP.

FINANSPOLITISKE UDSIGTER

På baggrund af antagelserne i boks 1 ventes det offentlige underskuds andel af BNP i euroområdet at falde gradvis fra 3,0 pct. i 2013 til 1,9 pct. i 2016. Faldet skyldes primært en forbedring af konjunktursituationen. Der ventes en vis bedring i den strukturelle budgetsaldo gennem hele fremskrivningsperioden som følge af budgetkonsolideringstiltag i nogle eurolande og den forventede afvikling af statsstøtte til den finansielle sektor. Den fortsat moderate vækst i offentlige udgifter forventes at mere end opveje lettelser af direkte skatter i flere lande. Med de aktuelle antagelser vedrørende finanspolitikken vil den strukturelle bedring dog fortsætte i et meget langsommere tempo end i de seneste år. Euroområdet offentlige bruttogæld som andel af BNP ventes at toppe på 93,9 pct. i 2014 for derefter at falde til 91,5 pct. i 2016.

BEHANDLINGEN AF ECB'S PENGEPOLITISKE PAKKE FRA JUNI 2014 I FREMSKRIVNINGERNE

Den pengepolitiske pakke, som blev annonceret 5. juni 2014, indeholder en bred vifte af foranstaltninger. Nogle af dem blev gennemført med det samme (nedsættelse af ECB's officielle renter og forlængelse af procedurerne med auktioner til fast rente med fuld tildeling), mens andre trådte i kraft pr. september 2014 (målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO'er)), og andre endnu ikke var blevet specificeret og besluttet på skæringsdatoen for disse fremskrivninger (direkte opkøb af asset-backed securities).

På denne baggrund er der i disse fremskrivninger valgt at lade den pengepolitiske pakke påvirke basisscenariet, i det omfang den har påvirket de markedsbaserede tekniske finansielle antagelser (dvs. markedsrenter og aktiekurser, herunder valutakursen). Gennemslaget af ændringer i disse antagelser forventes at være i overensstemmelse med tidligere regelmæssige mønstre. Der er således ikke foretaget nogen skønsmæssige justeringer af standarddrammen for opstilling af modeller med henblik på at udlede antagelser om effekten af udlånsrenten og kreditudbuddet eller af andre aspekter af udledningen af basisscenariet.

Der er mange yderligere potentielle kanaler, som ikke er medtaget i basisscenariet. Det drejer sig fx om gennemslaget af nedsættelsen af bankernes finansieringsomkostninger til deres udlånsrente, gunstige kreditforhold og bankernes brug af TLTRO-midler til køb af aktiver. Derfor vil basisscenariet sandsynligvis undervurdere virkningen af den pengepolitiske pakke, hvilket udgør en klar opadrettet risiko for basisfremskrivningerne for vækst og inflation.

FØLSOMHEDSANALYSER

Fremskrivninger er i høj grad baseret på tekniske antagelser vedrørende udviklingen i visse 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 analysen af usikkerheden i forbindelse med fremskrivningerne. I denne boks gennemgås den usikkerhed, der findes i tilknytning til tre vigtige underliggende antagelser, samt fremskrivningernes følsomhed med hensyn til disse antagelser.¹

1) En alternativ udvikling i oliepriserne

Antagelserne for oliepriserne i de aktuelle fremskrivninger er udledt af markedsforventninger, der måles ved priserne på olie futures. De forudsiger et fald i oliepriserne i fremskrivningsperioden (se boks 1). Der hersker dog fortsat usikkerhed vedrørende udviklingen.

Det forventede fald i oliepriserne kan afspejle den markedsopfattelse, at olieproduktionen i flere OPEC-lande, som for nylig er blevet reduceret på grund af politisk ustabilitet eller geopolitiske spændinger, til dels vil stige igen og/eller vil blive opvejet af en stigning i den globale produktion af skiferolie. Der kan dog komme olieprisstigninger i tilfælde af uventede geopolitiske begivenheder i større olieproducerende lande (fx Rusland) på kort og mellemlangt sigt eller et stærkere globalt opsving på mellemlangt sigt.

Alt i alt ser en højere oliepris end antaget i basisfremskrivningen, 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.² Den alternative udvikling antager oliepriser, der er 3 pct., 6 pct. og 10 pct. højere end futurespriserne for henholdsvis 2014, 2015 og 2016. På grundlag af ECB's stabs makroøkonomiske modeller vil den højere oliepris føre til en HICP-inflation, der er 0,1-0,2 procentpoint højere end basisfremskrivningen for 2015 og 2016. Samtidig vil højere oliepriser dæmpe væksten i realt BNP, som vil være 0,1 procentpoint lavere i 2015 og 2016.

2) En alternativ valutakursudvikling

Basisfremskrivningen antager en uændret effektiv eurokurs indtil afslutningen af fremskrivningsperioden. En svækkelse af euroen kan dog være resultatet af forværrede vækst- og inflationsforventninger i euroområdet i forhold til den amerikanske økonomi og af forventninger om forskellig pengepolitik i de to økonomier, som ville medføre markedsforventninger om en længere periode med lave renter i euroområdet og en hurtigere normalisering i USA. En alternativ udvikling i eurokursen, som indebærer en stærkere depreciering, er udledt af 25 pct.-fraktile af den fordeling, der fremkommer ved de implicite risikoneutrale tætheder, udledt ved optioner, for EUR/USD-kursen 13. august 2014. Denne udvikling indebærer en gradvis depreciering af euroen over for den amerikanske dollar til en kurs på 1,24 i 2016, som er 7,4 pct. under basisantagelsen. De tilsvarende antagelser for den nominelle effektive eurokurs afspejler tidligere regelmæssige mønstre, hvorved ændringer i EUR/USD-kursen afspejler ændringer i den effektive valutakurs med en elasticitet på ca. 52 pct. Dette giver en gradvis divergens i den effektive eurokurs fra basisscenariet, som vil være 3,9 pct. under basisscenariet i 2016.

Resultaterne af ECB's stabs makroøkonomiske modeller peger i dette tilfælde på en højere vækst i realt BNP (0,1-0,3 procentpoint i 2015 og 2016) og højere HICP-inflation i 2015 og 2016 (0,2-0,3 procentpoint).

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 stabilitetsprogrammerne for 2014 og i EU-/IMF-programmer. 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 2015-16, som for de fleste landes vedkommende ikke er omfattet af de aktuelle budgetter. Derfor er det ikke kun nødvendigt, men også sandsynligt, at adskillige 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, som påvirker den samlede efterspørgsel i modsætning til andre underskudsreducerende faktorer, og de dermed forbundne makroøkonomiske feedbackeffekter.

Med udgangspunkt i denne fremgangsmåde vurderes den yderligere konsolidering i euroområdet at blive meget begrænset (under 0,1 pct. af BNP) i 2014, mens flere yderligere tiltag vurderes at være sandsynlige i 2015 (omkring 0,3 pct. af BNP) og noget færre i 2016 (omkring 0,1 pct. af BNP), hvilket giver en samlet yderligere konsolidering på ca. 0,4 pct. af BNP ved udgangen af 2016. For så vidt angår sammensætningen af de finanspolitiske tiltag, 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, mens stimulerende tiltag i form af nedsættelser af direkte skatter og sociale bidrag vurderes at være sandsynlige i 2016.

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 New Area-Wide Model (NAWM³).

Virksomheden på væksten i realt BNP af den yderligere finanspolitiske konsolidering er begrænset i 2014, men skønnes at blive omkring -0,2 procentpoint i 2015 og 2016. Effekten på HICP-inflationen skønnes at blive ca. 0,1 procentpoint i 2015.

Den aktuelle analyse indeholder således en række nedadrettede risici i forhold til basisfremskrivningen for væksten i realt BNP, især i 2015 og 2016, idet ikke alle påtænkte finanspolitiske konsolideringstiltag indgår i basisfremskrivningen. Der er dog også mindre opadrettede risici 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 de mulige kortsigtede effekter af en sandsynlig yderligere finanspolitisk konsolidering. Selv om endog 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.⁴ Derfor bør resultaterne af denne analyse ikke fortolkes, som om der sættes spørgsmålstegn 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 det økonomiske opsving.

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

(I pct. af BNP)

	2014	2015	2016
Regeringernes budgetmål ¹⁾	-2,4	-1,8	-1,1
Finanspolitiske basisfremskrivninger	-2,6	-2,4	-1,9
Yderligere finanspolitisk konsolidering (akkumuleret) ²⁾	0,0	0,3	0,4
Effekten af yderligere finanspolitisk konsolidering (procentpoint) ³⁾			
Vækst i realt BNP	0	-0,2	-0,2
HICP-inflation	0	0,1	0

1) Nominelle mål i det seneste EU-/IMF-program for de relevante lande og opdaterede stabilitetsprogrammer for 2014 for de øvrige lande.

2) Følsomhedsanalyse baseret på vurderinger foretaget af ECB's 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.

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., 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 artiklen "Fiscal multipliers and the timing of consolidation", ECB Månedsoversigt, april 2014.

KONSEKVENSER AF SPÆNDINGERNE MELLEM EU OG RUSLAND FOR UDSIGTERNE FOR EUROOMRÅDETS HANDEL

De intensiverede geopolitiske spændinger og et dermed forbundet fald i tilliden kan have påvirket aktiviteten i euroområdet negativt på det seneste. Den seneste tids spændinger mellem EU og Rusland er dog i basisfremskrivningen antaget kun at have haft meget beskedne negative konsekvenser for euroområdets handel. Euroområdets udenlandske efterspørgsel og eksport forventes primært at blive påvirket via to kanaler.

For det første er udsigterne for den russiske økonomi blevet forværret. Det mindsker Ruslands indenlandske efterspørgsel og import i fremskrivningsperioden set i forhold til de fremskrivninger, der blev offentliggjort i juniudgaven af Månedsoversigten, og får negative konsekvenser for euroområdets efterspørgsel og eksport. Øgede spændinger i Ukraine har udløst yderligere, primært finansielle, sanktioner over for Rusland fra EU og USA. Efter en nedgang i Ruslands BNP på 0,3 pct. kvartal-til-kvartal i 1. kvartal 2014 forventes aktiviteten i de kommende kvartaler at forblive svag og at afspejle træge investeringer, som delvis skyldes Bank of Russias rentestigninger, meget stammere indenlandske og eksterne finansieringsforhold, kapitaludstrømning og øget usikkerhed. Det private forbrug forventes endvidere at blive dæmpet af de usikre økonomiske udsigter og en lavere disponibel realindkomst som følge af højere inflation, der også skyldes deprecieringen af den russiske rubel. I løbet af fremskrivningsperioden trækker nedgangen i den indenlandske efterspørgsel Ruslands BNP- og importvækst ned, hvilket medfører en nedjustering af den russiske import i forhold til den foregående fremskrivning. Da Rusland står for ca. 4,5 pct. af udlandets efterspørgsel i euroområdet, vil den lavere russiske import reducere udlandets efterspørgsel i euroområdet marginalt, med omkring 0,1 procentpoint mod slutningen af udgangen af 2016, sammenlignet med junifremskrivningerne.

For det andet har Rusland vedtaget et importforbud for visse fødevarer fra lande, som har indført sanktioner mod russiske statsborgere og virksomheder, herunder også import af fødevarer fra euroområdet. Det russiske importforbud påvirker ca. 2 pct. af Ruslands samlede import af varer og tjenesteydelser og repræsenterer en yderligere afdæmpning i landets importvækst i løbet af fremskrivningsperioden. For at tage højde for virkningerne af disse importrestriktioner antages det, at ca. en tredjedel af den import, som er omfattet af importforbuddet, umiddelbart kan erstattes af andre udenlandske leverandører. Resten antages at ville medføre et lille fald i Ruslands importvækst sidst i 2014 og i begyndelsen af 2015. I forhold til junifremskrivningerne vil effekten heraf være et fald på mindre end 0,1 procentpoint i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet i begyndelsen af 2015.

Selv om den negative effekt på den udenlandske efterspørgsel i euroområdet sandsynligvis bliver lille, kan den afhængig af enkelte eurolandes handelsforbindelser med Rusland blive større for disse landes vedkommende. Det ser desuden ud til, at de seneste spændinger har medført et fald i erhvervstilliden i euroområdet.

Det er derfor nødvendigt at tage visse forbehold i forbindelse med disse skøn. Den negative indvirkning af det russiske importforbud på euroområdets eksport kan blive større, end det fremgår af nedjusteringen af den udenlandske efterspørgsel, idet importforbuddet er rettet specifikt mod euroområdet og visse andre OECD-lande, og dette fremgår ikke af handelsandelene, som er faste. En større nedjustering af euroområdets eksport end forventet ovenfor ville således være mere plausibel. På den anden side lykkes det måske eurolandene at finde alternative eksportmarkeder og dermed afbøde effekten af importforbuddet.

Endelig kan en yderligere intensivering af spændingerne i regionen, som det blev drøftet i Månedsoversigten for juni 2014 (se boksen med titlen "Euroområdets eksponering i forbindelse med krisen i Ukraine"), udløse yderligere sanktioner mod Rusland og russiske gengældelsesforanstaltninger mod EU. Skulle dette blive tilfældet, kan indvirkningen på aktiviteten og inflationen i euroområdet blive betydeligt større.

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 korrigerende for antal arbejdsdage (se tabellen nedenfor).

Sammenligning af prognoser for euroområdets 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	September 2014	0,9 [0,7-1,1]	1,6 [0,6-2,6]	1,9 [0,6-3,2]	0,6 [0,5-0,7]	1,1 [0,5-1,7]	1,4 [0,7-2,1]
Europa-Kommissionen	Maj 2014	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
OECD	Maj 2014	1,2	1,7	-	0,7	1,1	-
Euro Zone Barometer	August 2014	1,0	1,5	1,7	0,6	1,1	1,5
Consensus Economics Forecast	August 2014	1,0	1,5	1,6	0,6	1,1	1,5
Survey of Professional Forecasters.	August 2014	1,0	1,5	1,7	0,7	1,2	1,5
IMF	Juli 2014	1,1	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Kilder: Europa-Kommissionens europæiske økonomiske forårsprognose 2014; IMF World Economic Outlook, opdatering juli 2014 (BNP), IMF World Economic Outlook, april 2014; OECD Economic Outlook, maj 2014; 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.

I de foreliggende prognoser fra disse andre organisationer og institutioner ventes væksten i realt BNP i euroområdet i 2014 at blive en smule højere, end det fremgår af fremskrivningerne udarbejdet af ECB's stab. Fremskrivningerne for væksten i realt BNP i 2015 og 2016 er de samme eller en smule lavere end ECB's stabs fremskrivninger. For så vidt angår inflationen, peger prognoserne fra flertallet af de andre organisationer og institutioner i retning af en gennemsnitlig årlig HICP-inflation i 2014 og 2015, der ligger tæt på eller en smule højere end de fremskrivninger, som ECB's stab har offentliggjort. Den gennemsnitlige HICP-inflation forventes at blive mellem 1,3 pct. og 1,5 pct. i 2016 ifølge de øvrige foreliggende fremskrivninger, mod 1,4 pct. i ECB's stabs fremskrivninger. På nuværende tidspunkt ligger alle foreliggende prognoser for 2015 og 2016 inden for intervallerne i ECB-fremskrivningerne, som er anført i tabellen.

© 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.