



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

EUROSYSTEMET

## MAKROØKONOMISKE FREMSKRIVNINGER FOR EUROOMRÅDET UDARBEJDET AF EUROSYSTEMETS STAB OG OFFENTLIGGJORT I DECEMBER 2013<sup>1</sup>

Realt BNP ventes at stige noget fra og med 4. kvartal 2013, og stigningen bliver lidt større mod slutningen af 2014. En gradvis bedring i den indenlandske og den udenlandske efterspørgsel ventes at blive drivkraften bag den ventede permanente forøgelse af aktiviteten. Den indenlandske efterspørgsel understøttes af den aftagende usikkerhed, en ekspansiv pengepolitik – som yderligere er blevet styrket af den seneste rentenedsættelse og orienteringen om den fremtidige renteutvikling (forward guidance) – mindre fiscal drag og et fald i råvarepriserne, som understøtter de disponible realindkomster. Med tiden vil den også nyde godt af, at begrænsningerne i kredituddet gradvist reduceres. I fremskrivningsperioden bliver aktiviteten desuden understøttet af den gunstige effekt, som en gradvis styrkelse af den udenlandske efterspørgsel har på eksporten. På trods af visse fremskridt i genopretningen, som har forbedret betingelserne for vækst i en række stressede lande, bliver udsigterne på mellemlangt sigt afdæmpet af behovet for yderligere justering af den private og den offentlige sektors balancer og den høje arbejdsløshed. Realt BNP ventes at falde med 0,4 pct. i 2013 og at stige med 1,1 pct. i 2014 og 1,5 pct. i 2015. Indtil slutningen af perioden forventes der en betydelig træghed i økonomien.

HICP-inflationen i euroområdet ventes at blive 1,4 pct. i 2013, 1,1 pct. i 2014 og 1,3 pct. i 2015. De moderate udsigter for prisudviklingen forventes delvis at blive drevet af den nedadrettede effekt, som faldende priser på olie og energi har på energipriserne, euroens tidligere appreciering og en vedvarende træghed i økonomien. Stigningerne i fødevarerpriserne ventes også at falde betydeligt på grund af tidligere fald i de internationale fødevarerpriser og antagelsen om en moderat stigning i løbet af fremskrivningsperioden. HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer ventes kun at stige svagt, fra 1,1 pct. i 2013 til 1,3 pct. i 2014 og 1,4 pct. i 2015. Dette skyldes et afdæmpet indenlandsk omkostningspres i forbindelse med den moderate bedring i aktiviteten.

I forhold til de makroøkonomiske fremskrivninger, som blev offentliggjort i ECB Månedsoversigt for september 2013, er fremskrivningen af væksten i realt BNP uændret i 2013, mens den er blevet opjusteret med 0,1 procentpoint i 2014. Fremskrivningen af den samlede HICP-inflation er blevet nedjusteret med 0,1 procentpoint i 2013 og med 0,2 procentpoint i 2014.

### INTERNATIONALE FORHOLD

I fremskrivningsperioden ventes der en gradvis stigning i væksten i realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet), fra 3,3 pct. i 2013 til 3,9 pct. i 2014 og 4,1 pct. i 2015. I de udviklede økonomier er væksten taget noget til i fart i løbet af 2013. På vækstmarkederne har væksten derimod været aftagende som følge af en svagere indenlandsk efterspørgsel og et begrænset råderum for yderligere stimulerende indenlandske tiltag. På kort sigt peger de globale tillidsindikatorer i retning af et forbedret erhvervs-klima, hvilket er i overensstemmelse med en vedvarende stigning i den globale aktivitet. Efter Federal Open Market Committee's beslutning om at udsætte det gradvise ophør af opkøb af aktiver, har finansieringsforholdene stabiliseret sig på det seneste, og det bør overordnet set støtte bedringen i verdensøkonomien. Bedringen ventes dog stadig at blive langsom. Genopretningen i den private sektor – hvor der sker fremskridt, men som ikke er afsluttet – og den finanspolitiske konsolidering ventes at påvirke væksten i de udviklede økonomier negativt, omend knap så meget som hidtil. Opsvinget på vækstmarkederne ventes at blive afdæmpet, da strukturelle faktorer, herunder flaskehalse i infrastrukturen og kapacitetsbegrænsninger, sandsynligvis vil lægge en dæmper på væksten.

<sup>1</sup> Eurosystemets stab har på grundlag af de informationer, der var tilgængelige pr. 22. november 2013, udarbejdet fremskrivninger af den makroøkonomiske udvikling i euroområdet. Fremskrivningerne er udarbejdet i et samarbejde mellem eksperter fra ECB og de nationale centralbanker i euroområdet. De indgår to gange om året i Styrelsesrådets vurdering af den økonomiske udvikling og de forhold, der udgør en risiko for prisstabiliteten. Yderligere 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.

Verdenshandlen er steget siden begyndelsen af 2013, hvilket er i tråd med det svage opsving i den økonomiske aktivitet. Foreliggende indikatorer peger dog i retning af en relativt svag udvikling på kort sigt. I fremskrivningsperioden ventes verdenshandlen at stige gradvist, men at forblive under det niveau, den befandt sig på før krisen. Verdenshandlen (ekskl. euroområdet) ventes at stige 3,9 pct. i 2013, 5,6 pct. i 2014 og 6,4 pct. i 2015. På grund af en langsommere vækst i efterspørgslen fra eurorådets vigtigste handelspartnere end fra resten af verden ventes stigningen i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet at blive noget svagere end stigningen i verdenshandlen (3,0 pct. i 2013, hvorefter der ventes en kraftigere stigning på 5,0 pct. i 2014 og 5,7 pct. i 2015).

**Tabel 1. Internationale forhold**

(Årlige ændringer i pct.)

	December 2013				Justeringer siden september 2013		
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014
Realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet)	3,8	3,3	3,9	4,1	0,0	-0,1	-0,1
Verdenshandlen (ekskl. euroområdet) <sup>1)</sup>	4,5	3,9	5,6	6,4	0,2	-0,3	-0,1
Udenlandsk efterspørgsel i euroområdet <sup>2)</sup>	4,0	3,0	5,0	5,7	0,3	0,1	-0,1

1) Beregnet som et vejet gennemsnit af importen.

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

I forhold til de makroøkonomiske fremskrivninger, der blev offentliggjort i ECB Månedsoversigt for september 2013, er de globale vækstudsigter blevet nedjusteret marginalt, fordi små opjusteringer af væksten i de udviklede økonomier er blevet udlignet af nedjusteringer af aktiviteten i vækstøkonomierne. Udsigterne for den udenlandske efterspørgsel i euroområdet har været stort set uændrede i fremskrivningsperioden.

#### Boks 1

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

De tekniske antagelser om renter og råvarepriser bygger på markedsforventninger. Skæringsdatoen var 14. november 2013. 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 0,2 pct. i 2013, 0,3 pct. i 2014 og 0,5 pct. i 2015. Markedsforventningerne til den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet tyder på en gennemsnitlig rente på 2,9 pct. i 2013, 3,1 pct. i 2014 og 3,6 pct. i 2015<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 sidst i 2013 og i begyndelsen af 2014 for gradvist 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 112,0 dollar pr. tønde i 2012 til 108,2 dollar i 2013, 103,9 dollar i 2014 og 99,2 dollar pr. tønde i 2015. Priserne på råvarer ekskl. energi i amerikanske dollar antages at falde med 5,4 pct. i 2013 og med 2,6 pct. i 2014, inden de stiger med 3,7 pct. i 2015<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. Det indebærer en USD/EUR-kurs på 1,33 i 2013 og 1,34 i 2014 og 2015, hvilket er 4,6 pct. højere end i 2012. Euroens effektive eurokurs antages at appreciere med 3,7 pct. i 2013, 0,8 pct. i 2014 og at forblive uændret i 2015.

## Tekniske antagelser

	December 2013				Justeringer siden september 2013 <sup>1,2</sup>	
	2012	2013	2014	2015	2013	2014
3-måneders EURIBOR (i pct., pr. år)	0,6	0,2	0,3	0,5	0,0	-0,2
10-årige statsobligationsrenter (i pct., pr. år)	3,8	2,9	3,1	3,6	-0,1	-0,4
Oliepris (USD/pr. tønde)	112,0	108,2	103,9	99,2	0,4	1,1
Råvarepriser, ekskl. energi, i USD (årlige ændringer i pct.)	-7,2	-5,4	-2,6	3,7	0,0	-2,5
USD/EUR-kurs	1,29	1,33	1,34	1,34	0,5	1,2
Nominel effektiv eurokurs (årlige ændringer i pct.)	-5,3	3,7	0,8	0,0	0,1	0,1

1) Justeringer udtrykkes i procent, for så vidt angår niveauer, forskelle i vækstrater, og i procentpoint, for så vidt angår justeringer af renter og obligationsrenter.

2) Justeringer beregnes på grundlag af uafrundede tal.

De finanspolitiske antagelser bygger på de enkelte eurolandes nationale budgetplaner, som de forelå den 22. november 2013. 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 de makroøkonomiske fremskrivninger, der blev offentliggjort i ECB Månedsoversigt for september 2013, er ændringerne i de tekniske antagelser forholdsvis små. De omfatter højere oliepriser i amerikanske dollar, en mindre stigning i eurokursen og lavere renter i euroområdet.

<sup>1</sup> 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 euroområde-gennemsnit antages at være konstante i fremskrivningsperioden.

<sup>2</sup> 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 4. kvartal 2014 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 steg med 0,1 pct. i 3. kvartal 2013 efter en stigning på 0,3 pct. i 2. kvartal (se figuren). De seneste konjunkturbarometre peger i retning af en moderat stigning i aktiviteten i 4. kvartal 2013. I løbet af 2014 og 2015 ventes en vis stigning i væksten. Et gradvist opsving i den indenlandske efterspørgsel forventes at blive den primære faktor bag den stigning, der sker i aktiviteten i løbet af fremskrivningsperioden. Den indenlandske efterspørgsel nyder godt af den forbedrede tillid, som understøttes af aftagende usikkerhed, den ekspansive pengepolitik – som yderligere er blevet styrket af den seneste rentenedsættelse og orienteringen om den fremtidige renteutvikling (forward guidance) – en mindre stram finanspolitik og et fald i prisstigningerne på råvarer, som bør understøtte de disponible realindkomster. Med tiden forventes den indenlandske efterspørgsel også at nyde godt af, at begrænsningerne i kreditudbuddet gradvist reduceres. I fremskrivningsperioden bliver aktiviteten desuden i stigende grad understøttet af den gunstige effekt, som en gradvis styrkelse af den udenlandske efterspørgsel har på eksporten. På trods af visse fremskridt i genopretningen i nogle stressede eurolande, hvor betingelserne for eksportdrevet vækst er blevet forbedret, forventes den resterende påkrævede justering af den private og den offentlige sektors balancer og den høje arbejdsløshed at påvirke vækstudsigterne negativt i fremskrivningsperioden.

Samlet set viser fremskrivningerne, at opsvinget forbliver afdæmpet set i et historisk perspektiv, og at realt BNP i euroområdet først forventes at nå niveauet før krisen (hvilket vil sige niveauet i 1. kvartal 2008) ved udgangen af 2015. Målt som årligt gennemsnit ventes realt BNP at falde med 0,4 pct. i 2013, hvilket primært skyldes et negativt overhæng fra udviklingen gennem 2012, inden det stiger med 1,1 pct. i 2014 og 1,5 pct. i 2015. Dette vækstmønster afspejler et jævnt stigende bidrag fra den indenlandske efterspørgsel kombineret med et stigende bidrag fra eksporten.

Et nærmere kig på de komponenter, som bidrager til væksten, viser, at der i 4. kvartal 2013 ventes en bedring i eksporten til lande uden for euroområdet, der som følge af en styrket udenlandsk efterspørgsel i euroområdet tager fart i løbet af 2014 og 2015. Eksporten til lande inden for euroområdet ventes at stige langsommere end eksporten til lande uden for euroområdet på grund af den forholdsvis svage indenlandske efterspørgsel inden for euroområdet.

Erhvervsinvesteringerne ventes at stige i 4. kvartal 2013, hvorefter de ventes at stige lidt kraftigere i løbet af 2014. I løbet af fremskrivningsperioden ventes stigningen i erhvervsinvesteringerne at blive understøttet af en række faktorer: den forventede 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, mere lige adgang til kredit og større avancer, efterhånden som aktiviteten stiger. Den samlede negative effekt af en lav kapacitetsudnyttelse, behovet for yderligere tilpasninger af virksomhedernes balancer, ulige finansieringsforhold og en forholdsvis stor usikkerhed i nogle lande og sektorer i euroområdet vurderes fortsat at påvirke udsigterne negativt. På kort sigt ventes der en beskedent stigning i boliginvesteringerne, inden stigningerne bider sig fast fra medio-2014 og frem. Stigningerne forventes dog at forblive afdæmpede, hvilket skyldes yderligere behov for tilpasning på boligmarkedet i nogle lande, svag vækst i den disponible realindkomst og generelle forventninger om et fortsat fald i boligpriserne i nogle lande. Selv om boliginvesteringer i visse lande er relativt attraktive, understøttet af historisk lave realkreditrenter og stigende boligpriser, kan dette kun have en gradvis effekt, idet byggesektoren i disse lande allerede er tæt på kapacitetsgrænsen. Som følge af de planlagte finanspolitiske konsolideringstiltag i flere eurolande, forventes de offentlige investeringer at forblive beskedne i fremskrivningsperioden.

Beskæftigelsen (målt i antal personer) ventes stort set at stagnere i løbet af de kommende kvartaler, inden den stiger en smule fra medio 2014 og frem. Opsvinget i beskæftigelsen ventes at blive afdæmpet på grund af den beskedne stigning i aktiviteten og den forsinkelse, med hvilken beskæftigelsen normalt reagerer på udsving i produktionen. Sidstnævnte skyldes, at antallet af præsterede timer pr. ansat stiger, inden antallet af ansatte stiger. I nogle stressede økonomier er produktionsvæksten dog nået over den grænse, hvor der bliver skabt flere arbejdspladser, takket være virkningerne af arbejdsmarkedsreformerne. Arbejdsstyrken forventes at stagnere i 2013 og at stige moderat efterfølgende, i takt med at visse dele af befolkningen gradvis vender tilbage til arbejdsmarkedet. Det bør medvirke til at dæmpe lønvæksten og øge den potentielle vækst i BNP. Der ventes et beskedent fald i arbejdsløshedsprocenten i løbet af fremskrivningsperioden. Arbejdskraftproduktiviteten (målt i produktion pr. ansat) steg i løbet af 2013, og stigningen ventes at bide sig fast i den resterende del af fremskrivningsperioden på grund af den forventede acceleration i den økonomiske aktivitet og den forsinkelse, som beskæftigelsen reagerer med.

Tabel 2. Makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet

(Årlige ændringer i pct.)<sup>1), 2)</sup>

	December 2013				Justeringer siden september 2013		
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014
Realt BNP <sup>3)</sup>	-0,6	-0,4	1,1	1,5	-0,1	0,0	0,1
		[-0,5 – -0,3]	[0,4 – 1,8]	[0,4 – 2,6]			
Privat forbrug	-1,4	-0,6	0,7	1,2	0,0	0,0	0,0
Offentligt forbrug	-0,6	0,1	0,3	0,4	-0,1	0,2	-0,3
Faste bruttoinvesteringer	-3,9	-3,0	1,6	2,8	0,1	0,6	-0,1
Eksport <sup>4)</sup>	2,7	1,1	3,7	4,8	0,0	0,2	0,0
Import <sup>4)</sup>	-0,8	-0,1	3,5	4,7	0,1	0,4	-0,3
Beskæftigelse	-0,6	-0,8	0,2	0,4	0,0	0,2	0,2
Arbejdsløshed (pct. af arbejdsstyrken)	11,4	12,1	12,0	11,8	0,0	-0,1	-0,2
HICP	2,5	1,4	1,1	1,3	0,0	-0,1	-0,2
		[1,4 – 1,4]	[0,6 – 1,6]	[0,5 – 2,1]			
HICP ekskl. energi	1,9	1,5	1,3	1,5	0,0	-0,1	-0,2
HICP ekskl. energi og fødevarer	1,5	1,1	1,3	1,4	0,0	0,0	-0,1
HICP ekskl. energi, fødevarer og afgifter <sup>5)</sup>	1,3	1,0	1,1	1,4	0,0	0,0	-0,1
Enhedslønomkostninger	1,8	1,4	0,9	1,0	0,1	0,1	0,1
Lønsum pr. ansat	1,8	1,8	1,8	2,1	0,1	0,0	0,0
Arbejdskraftproduktivitets	0,0	0,4	0,9	1,1	0,0	-0,1	-0,1
Offentlig budgetsaldo (pct. af BNP)	-3,7	-3,2	-2,6	-2,4	0,0	0,0	0,2
Strukturel budgetbalance (pct. af BNP) <sup>6)</sup>	-3,1	-2,5	-2,2	-2,1	0,1	0,0	0,1
Den offentlige sektors bruttogæld (pct. af BNP)	90,6	93,2	93,6	93,1	0,2	0,2	-0,2
Betalingsbalancens løbende poster (pct. af BNP)	1,4	2,0	2,2	2,6	0,0	-0,6	-0,7

1) Letland er medtaget i 2014 og 2015-fremskrivningerne. For 2014 er de gennemsnitlige årlige ændringer i pct. beregnet ud fra et euroområde, der allerede i 2013 omfattede Letland.

2) Intervallerne omkring fremskrivningerne 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 også findes på ECB's websted.

3) Data korrigeret for antal arbejdsdage.

4) Omfatter samhandlen i euroområdet.

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

6) 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 konjunkturkorregerede 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 2007).

Det private forbrug forventes at stige sidst i 2013, idet det understøttes af en faldende opsparingskvote i sammenhæng med et fald i den disponible realindkomst. Der forventes en yderligere stigning i det private forbrug fra begyndelsen af 2014, i takt med at stigningen i den disponible realindkomst accelererer som

følge af forbedrede arbejdsmarkedsforhold og lav inflation, men på trods af en lille stigning i opsparingskvoten. Det offentlige forbrug ventes at stige moderat i løbet af fremskrivningsperioden.

Importen fra lande uden for euroområdet ventes at accelerere en smule i løbet af fremskrivningsperioden, selvom den fortsat begrænses af en afdæmpet samlet efterspørgsel. Nettoeksporten forventes kun at bidrage marginalt til væksten i realt BNP i fremskrivningsperioden. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster forventes at stige i løbet af fremskrivningsperioden og at nå op på 2,6 pct. af BNP i 2015.

I forhold til de makroøkonomiske fremskrivninger, der blev offentliggjort i ECB Månedsoversigt for september 2013, er fremskrivningen af BNP-væksten uændret for 2013 og opjusteret med 0,1 procentpoint i 2014, hvilket primært skyldes et mere positivt overhæng i forbindelse med en lille opjustering af udsigterne ved udgangen af 2013.

## FREMSKRIVNINGER AF PRISER OG OMKOSTNINGER

I november 2013 var den samlede HICP-inflation 0,9 pct. (mod 2,5 pct. i 2012). Faldet i inflationen i løbet af 2013 skyldes primært et mindre bidrag fra energi- og fødevarerpriser samt en afdæmpet udvikling i priserne på tjenester og industrivarer ekskl. energi (se afsnit 3 i denne udgave af ECB Månedsoversigt).

Fremadrettet ventes HICP-inflationen at forblive lav. Den forventes dog at stige en anelse mod slutningen af 2014 og at stige yderligere i 2015 i takt med, at aktiviteten gradvis bedres. På årsbasis ventes inflationen at blive 1,4 pct. i 2013, 1,1 pct. i 2014 og 1,3 pct. i 2015.

De moderate udsigter for inflationen afspejler, at energipriserne påvirker inflationen i nedadgående retning på grund af faldende priser på olie futures, euroens tidligere appreciering og en vedvarende træghed i økonomien. Nærmere bestemt forventes energipriserne at falde yderligere i 2014 og 2015 på grund af den antagelse, der er gjort om udviklingen i oliepriserne. Bidraget fra energikomponenten til den samlede HICP-inflation forventes derfor at blive ubetydeligt i 2014 og svagt negativt i 2015, hvilket er langt under det historiske gennemsnit. Prisstigningstakten for fødevarer forventes at falde i de første tre kvartaler af 2014 som følge af nedadrettede basiseffekter og det forventede fald i internationale og europæiske råvarepriser på fødevarer, inden den stiger en smule i 2015, i takt med at råvarepriserne på fødevarer antages at stige igen (se figuren). HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer ventes at stige moderat i løbet af 2014 og at nå 1,4 pct. på årsbasis i 2015. Da den opadrettede effekt af tidligere afgiftsstigninger antages at aftage i 2014 og 2015, ventes inflationen, målt som HICP-inflation ekskl. energi, fødevarer og afgiftsændringer, at stige noget kraftigere i løbet af fremskrivningsperioden (se også boks 5 i denne udgave af ECB Månedsoversigt).

Det eksterne prispres aftog i løbet af de første tre kvartaler af 2013 som følge af en træg global efterspørgsel, apprecieringen af den effektive eurokurs og faldet i oliepriser og priser på råvarer ekskl. olie. År-til-år skønnes importdeflatoren således at være faldet i løbet af denne periode. Selvom importdeflatoren fortsætter med at falde i de efterfølgende kvartaler som følge af disse faktorer, ventes den at stige svagt fra medio 2014 og frem, idet den nedadrettede effekt af den tidligere euroappreciering aftager, i takt med at råvarepriser ekskl. energi stiger, og importefterspørgslen tiltager, hvilket muliggør højere avancer.

Hvad angår det indenlandske prispres, forventes den årlige vækst i lønsum pr. ansat at forblive uændret på 1,8 pct. i 2013 og 2014, inden den stiger til 2,1 pct. i 2015. Væksten i enhedslønomkostningerne ventes ifølge fremskrivningerne at falde fra 1,8 pct. i 2012 til 1,4 pct. i 2013 og til 0,9 pct. i 2014 på grund af den konjunkturbestemte stigning i produktivitetsvæksten, der afspejler den forsinkelse, hvormed beskæftigelsen reagerer på en stigende aktivitet, kombineret med en stort set uændret vækst i lønsum pr. ansat. I 2015 ventes en lidt større stigning i væksten i lønsum pr. ansat end i arbejdskraftsproduktiviteten at føre til en lille stigning i væksten i enhedslønomkostningerne.

Efter et kraftigt fald i 2012 ventes indtjeningsindikatoren (målt som forskellen mellem BNP-deflatoren i faktorpriser og væksten i enhedslønomkostninger) at stabilisere sig i 2013 takket være den gradvise, om end beskedne, forbedring i aktiviteten i løbet af året. Derefter forventes en gradvis forbedring af de økonomiske forhold at understøtte et beskedent opsving i avancerne.

Stigninger i afgifter og administrativt fastsatte priser, som indgår i de finanspolitiske konsolideringsplaner, forventes at yde et betydeligt opadrettet bidrag til HICP-inflationen i 2013 og 2014.

I henhold til basisfremskrivningen ventes dette bidrag ikke at blive mindre i 2015. Dette skyldes dog til dels en mangel på detaljeret information om de finanspolitiske tiltag dette år.

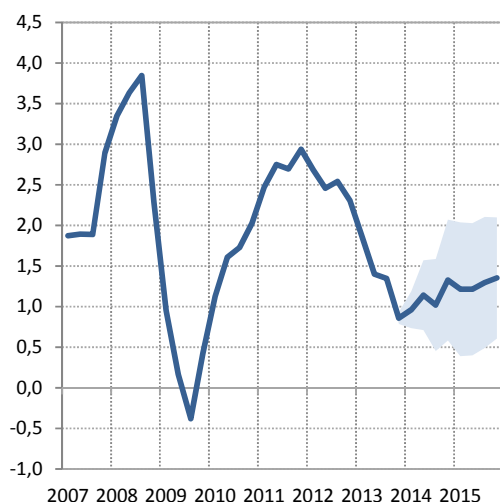
I forhold til de makroøkonomiske fremskrivninger, der blev offentliggjort i ECB Månedsoversigt for september 2013, er fremskrivningen af den samlede HICP-inflation blevet nedjusteret med 0,1 procentpoint i 2013, da inflationen har været lavere end forventet. Fremskrivningen af inflationen til 2014 er blevet nedjusteret med 0,2 procentpoint, hvilket også skyldes lavere råvarepriser.

## Makroøkonomiske fremskrivninger<sup>1</sup>

(Kvartalsvise observationer)

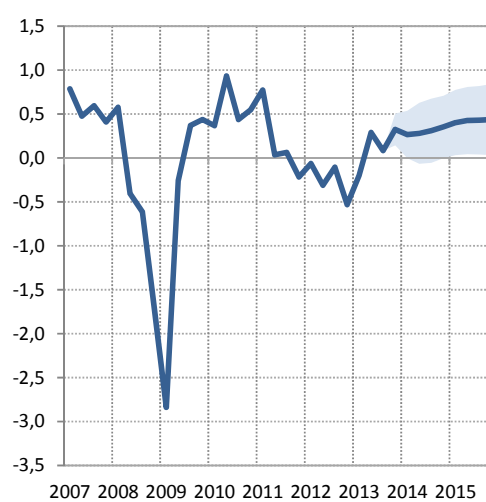
### HICP for euroområdet

(Ændringer i pct. år-til-år)



### Realt BNP i euroområdet

(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 også findes på ECB's websted.

2) Data korrigeret for antal arbejdsdage.

## FINANSPOLITISKE UDSIGTER

På baggrund af antagelserne i boks 1 ovenfor ventes det offentlige underskud i euroområdet at falde fra 3,7 pct. af BNP i 2012 til 3,2 pct. i 2013, hvorefter der ventes et yderligere fald til 2,6 pct. i 2014 og 2,4 pct. i 2015. Det lavere underskud i 2013 afspejler budgetkonsolideringstiltag i mange lande i euroområdet og en delvis udfasning af statsstøtten til den finansielle sektor. Faldet i det offentlige underskud i 2014 og 2015 er drevet af et positivt bidrag fra den cykliske komponent og en stadig forbedring i den strukturelle komponent. Den positive udvikling i sidstnævnte ventes dog at blive langsommere end i 2013 og vil primært blive drevet af en fortsat moderat vækst i de offentlige udgifter. Derfor ventes der en mærkbar forbedring af den strukturelle offentlige saldo, dvs. den konjunkturkorrigerede saldo ekskl. alle midlertidige foranstaltninger, i 2013 og i mindre udstrækning i resten af fremskrivningsperioden. Eurorådets offentlige bruttogæld som andel af BNP ventes at nå sit toppunkt på 93,6 pct. i 2014, hvorefter den forventes at falde til 93,1 pct. i 2015.

## FINANSPOLITISK FØLSOMHEDSANALYSE

Følsomhedsanalyser gennemføres normalt for at kvantificere risici i tilknytning til fremskrivningers basisforløb, som skyldes usikkerhed om de underliggende antagelser. I denne boks præsenteres de resultater, som ville kunne opnås, hvis der blev gennemført yderligere finanspolitisk konsolidering til at nå finanspolitiske mål.

Som nævnt 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 hverken stabilitets- og vækstpaktens korrigerende eller forebyggende del. Forpligtelsen til at leve op til disse krav afspejles primært i de finanspolitiske mål, som regeringerne har skitseret i deres opdaterede stabilitetsprogrammer for 2013, i EU/IMF-programmer og til en vis grad i de seneste udkast til budgetplaner for 2014. De bagvedliggende tiltag for at nå disse mål mangler imidlertid ofte, eller er ikke tilstrækkeligt udspecificerede, og de er derfor ikke taget med i betragtning i basisfremskrivningen. Dette gælder navnlig for 2015, som for de fleste landes vedkommende ikke er omfattet af den igangværende budgetlægning. Det er derfor ikke blot nødvendigt, men også sandsynligt, at regeringerne vedtager flere finanspolitiske konsolideringstiltag inden 2015, end dem, der er medtaget i basisfremskrivningen. Effekten af sådanne yderligere konsolideringstiltag på væksten i reelt BNP og HICP-inflationen kan måles ved hjælp af en finanspolitisk følsomhedsanalyse. Det er vigtigt at foretage en sådan følsomhedsanalyse for at kunne vurdere de risici, der knytter sig til 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 sandsynlige yderligere konsolidering i euroområdet at blive stort set nul i 2013 og ca. 0,2 pct. af BNP i 2014, mens en større konsolidering vurderes at være sandsynlig i 2015 (ca. 0,6 pct. af BNP, hvilket giver en samlet yderligere konsolidering på ca. 0,8 pct. af BNP ved udgangen af 2015). For så vidt angår sammensætningen af de finanspolitiske foranstaltninger, søger følsomhedsanalysen at inddrage lande- og tidsspecifikke profiler på de yderligere konsolideringsbestrebelse, der er mest sandsynlige. I den aktuelle følsomhedsanalyse vurderes den finanspolitiske konsolidering for euroområdet som helhed at være tippet over mod udgiftssiden af budgettet, men også at omfatte stigninger i 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 reelt BNP og HICP-inflationen i euroområdet, på baggrund af ECB's New Area-Wide Model<sup>1)</sup>.



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

<b>Antagelser (pct. af BNP)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Regeringernes budgetmål <sup>1)</sup>	-3.1	-2.4	-1.6
Finanspolitiske basisfremskrivninger	-3.2	-2.6	-2.4
Yderligere finanspolitisk konsolidering (akkumuleret) <sup>2)</sup>	0,0	0,2	0,8
<b>Effekten af yderligere finanspolitisk konsolidering (procentpoint)<sup>3)</sup></b>			
Vækst i realt BNP	0,0	-0,1	-0,3
HICP-inflation	0,0	0,0	0,2

<sup>1)</sup> 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, udkast til budgetplaner for 2014 og opdaterede stabilitetsprogrammer for 2013 for lande, der ikke er underlagt proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud.

<sup>2)</sup> Følsomhedsanalyse baseret på vurderinger foretaget af Eurosystemets stab.

<sup>3)</sup> 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 2013 og 2014. I 2015 skønnes effekten på væksten i realt BNP at blive ca. -0,3 procentpoint, mens effekten på HICP-inflationen skønnes at blive ca. 0,2 procentpoint. Basisforløbet indeholder således en række nedadrettede risici i forhold til BNP, særligt i 2015, idet ikke alle påtænkte finanspolitiske konsolideringstiltag indgår i basisfremskrivningen endnu. 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. Selvom selv veludformede finanspolitiske konsolideringsforanstaltninger 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 tidshorisont.<sup>2)</sup>

Endelig 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 igen kan hindre den økonomiske bedring.

<sup>1)</sup> 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, 2008.

<sup>2)</sup> 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 udarbejdet af Eurosystemets stab, idet de er afsluttet på forskellige tidspunkter. Hertil kommer, at de anvender forskellige (delvis uspecificerede) metoder til at udlede antagelser om finanspolitiske variable samt finansielle og eksterne variable, herunder oliepriser og andre råvarepriser. Endelig anvendes der forskellige metoder i de forskellige prognoser, når det gælder korrigering for antal arbejdsdage (se tabellen nedenfor).

I de foreliggende prognoser fra disse andre organisationer og institutioner forventes realt BNP i euroområdet at falde med 0,4 pct. i 2013, hvilket er det samme som i fremskrivningerne udarbejdet af Eurosystemets stab. Væksten i realt BNP ventes gradvist at stige til mellem 0,9 pct. og 1,1 pct. i 2014 og til mellem 1,3 pct. og 1,7 pct. i 2015, en udvikling, der svarer til den, der fremgår af Eurosystemets stabs fremskrivninger.

For så vist angår inflationen peger de andre organisationer og institutioners prognoser i retning af en gennemsnitlig HICP-inflation på mellem 1,4 pct. og 1,5 pct. i 2013, hvilket er tæt på Eurosystemets stabs fremskrivninger. Den gennemsnitlige HICP-inflation ventes at blive mellem 1,2 pct. og 1,5 pct. i 2014 og mellem 1,2 pct. og 1,6 pct. i 2015 i de øvrige foreliggende prognoser.

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

(Årlige ændringer i pct.)		BNP-vækst			HICP-inflation		
	Offentliggjort	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Fremskrivninger udarbejdet af Eurosystemets stab	December 2013	-0,4 [-0,5 – -0,3]	1,1 [0,4 – 1,8]	1,5 [0,4– 2,6]	1,4 [1,4– 1,4]	1,1 [0,6 – 1,6]	1,3 [0,5 – 2,1]
Europa-Kommissionen	November 2013	-0,4	1,1	1,7	1,5	1,5	1,4
OECD	November 2013	-0,4	1,0	1,6	1,4	1,2	1,2
Euro Zone Barometer	November 2013	-0,4	1,1	1,5	1,5	1,4	1,6
Consensus Economics Forecast	November 2013	-0,4	0,9	1,3	1,4	1,3	1,6
Survey of Professional Forecasters.	November 2013	-0,4	1,0	1,5	1,4	1,5	1,6
IMF	Oktober 2013	-0,4	1,0	1,4	1,5	1,5	1,4

Kilder: Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2013; 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 Eurosystemets stab og OECD's prognoser opgiver årlige vækstrater, der er korrigeret for antal arbejdsdage pr. år, hvilket ikke gælder de årlige vækstrater, som opgives af Europa-Kommissionen og IMF. I andre prognoser bliver det ikke præciseret, om de opgivne data er korrigeret for antal arbejdsdage.

© Den Europæiske Centralbank, 2013

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

Alle rettigheder forbeholdt.

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