



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

EUROSYSTEMET

MAKROØKONOMISKE FREMSKRIVNINGER FOR EUROOMRÅDET UDARBEJDET AF EUROSYSTEMETS STAB OG OFFENTLIGGJORT I JUNI 2015¹

1. UDSIGTER FOR EUROOMRÅDET: OVERBLIK OG HOVEDTRÆK

Junifremskrivningerne bekræfter udsigterne til et opsving i euroområdet. Ifølge Eurostats foreløbige skøn steg realt BNP med 0,4 pct. i 1. kvartal 2015, og de seneste konjunkturbarometre tyder på, at konjunkturopsvinget fortsætter. På lidt længere sigt er de faktorer, som ligger til grund for det forventede vedvarende økonomiske opsving, stadig til stede.

Eksterne faktorer vil understøtte udsigterne for aktiviteten. På trods af en beskeden stigning understøtter antagelsen om forholdsvis lave oliepriser både det private forbrug og erhvervsinvesteringerne. Desuden ventes en vis stigning i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet i fremskrivningsperioden. Den udenlandske efterspørgsel understøttes primært af en stærkere vækst i de udviklede økonomier, mens udsigterne for vækstmarkederne er blevet noget mere afdæmpede.

ECB's seneste pengepolitiske foranstaltninger forventes at understøtte den samlede efterspørgsel. Bankernes udlånsrenter er faldet yderligere som følge af ECB's udvidede program til opkøb af værdipapirer (opkøbsprogrammet), aktiekurserne er steget betydeligt, og eurokursen er deprecieret markant. Den samlede efterspørgsel og især anlægsinvesteringerne og eksporten forventes således at nyde godt af den ekspansive pengepolitik. De seneste ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger forventes også at understøtte den samlede efterspørgsel via porteføljusteringskanalen og via tillidseffekter.

Den indenlandske efterspørgsel bør også blive styrket af andre faktorer. Finanspolitikens stramhedsgrad, målt som en ændring i den konjunkturkorrigerede primære offentlige saldo, forventes at være stort set neutral i fremskrivningsperioden i modsætning til den kontraktive finanspolitik, der har været ført indtil 2013. Kreditforholdene er blevet yderligere forbedret, hvilket fremgår af de seneste undersøgelser af bankernes udlån i euroområdet, som indikerer en nettolempe af både kreditstandarder og udlånsbetingelser. Ikke-finansielle virksomheders gæld (målt som procent af BNP) faldt yderligere en smule i 2014 og fortsatte således tendensen siden 2012. Husholdningerne synes også at have gjort fremskridt med at nedbringe deres gæld, navnlig i lande med en forholdsvis høj gældsbyrde. Endvidere forventes justeringsprocessen på boligmarkederne at være afsluttet i mange lande, hvor boligpriserne tilsyneladende har nået lavpunktet.

Der er dog stadig strukturelle begrænsninger. Den offentlige sektors gældsætning er fortsat med at vokse, omend i et langsommere tempo, og forventes at forblive høj i nogle lande. Selv om udviklingen på arbejdsmarkedet generelt bliver mere positiv, vil den dog stadig være overskygget af en høj strukturel arbejdsløshed i nogle lande. Desuden vil bekymringer med hensyn til det langsigtede vækstpotentiale og langsomme fremskridt med gennemførelsen af strukturreformer, fortsat rigelig ledig kapacitet og stor gæld i virksomhederne i nogle lande også fremover lægge en dæmper på investeringerne.

¹ De makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdet af Eurosystemets stab indgår i Styrelsesrådets vurdering af den økonomiske udvikling og de forhold, der udgør en risiko for prisstabiliteten. Information om de anvendte procedurer og metoder findes i *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, ECB, juni 2001, der findes på ECB's websted. Skæringsdatoen for at inkludere de seneste informationer i disse fremskrivninger var 20. maj 2015.

De aktuelle makroøkonomiske fremskrivninger dækker perioden 2015-2017. En så langvarig fremskrivningsperiode er forbundet med meget stor usikkerhed, hvilket bør tages i betragtning ved fortolkningen af de makroøkonomiske fremskrivninger. Se artiklen *An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections* i ECB Månedsoversigt for maj 2013.

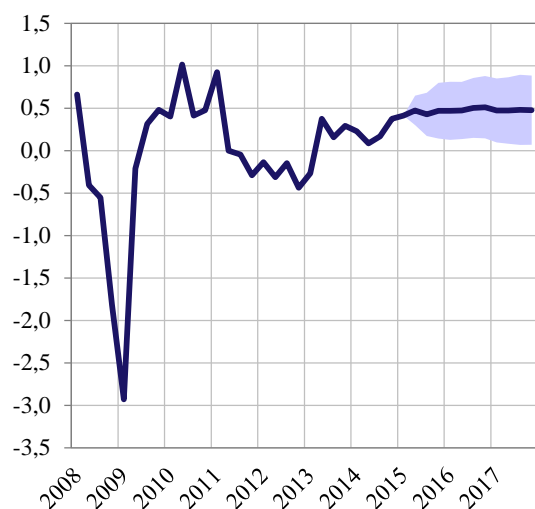
Generelt ventes væksten i realt BNP at stige betydeligt fra 0,9 pct. i 2014 til 1,5 pct. i 2015, 1,9 pct. i 2016 og 2,0 pct. i 2017. Til gengæld skønnes den potentielle produktionsvækst at tiltage med omkring 1 pct. i fremskrivningsperioden, idet bidraget fra arbejdskraft og kapital forventes at forblive afdæmpet. Det negative produktionsgab ventes derfor at indsnævres væsentligt mod slutningen af fremskrivningsperioden.

Figur 1 Makroøkonomiske fremskrivninger¹⁾

(Kvartalsvise observationer)

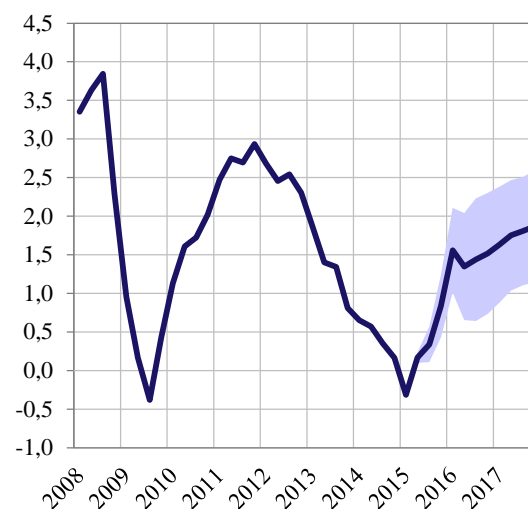
Realt BNP i euroområdet²⁾

(Ændringer i pct. kvartal-til-kvartal)



HICP for euroområdet

(Ændringer i pct. år-til-år)



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 disse forskelle. 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.

HICP-inflationen vurderes at have nået lavpunktet i januar 2015 og er steget i de seneste par måneder. Den vigtigste faktor bag stigningen var et aftagende nedadrettet pres fra HICP-energiinflationen som følge af stigningen i oliepriserne i amerikanske dollar. Desuden var der et opadrettet pres fra en stærkere HICP-fødevarer-inflation, der afspejlede stigninger i råvarepriserne på fødevarer. Virkningen af disse stigninger i råvarepriserne blev forstærket af en depreciering af euroen. HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer har derimod fortsat været afdæmpet i de seneste måneder og har endnu ikke vist tegn på stigning. Et stigende prispres på HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer kan indtil videre kun ses i de tidligere led i priskæden, især i importpriserne, og har endnu ikke påvirket de indenlandske producentpriser.

Generelt ventes en yderligere stigning i HICP-inflationen i løbet af 2015 og et gennemsnit på 0,3 pct. for hele året. Sammen med den forventede stigning i oliepriserne, som kan udledes af futuresmarkederne (se boks 2), forventes opadrettede basiseffekter at føre til en mindre negativ udvikling i HICP-energiinflationen i løbet af året. HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer forventes at stige gradvist i løbet af 2015. Den aftagende træghed på arbejdsmarkedet og i økonomien som helhed forventes at føre til kraftigere vækst i lønninger og avancer. Desuden bør den lavere eurokurs og indirekte effekter af de stigninger i råvarepriserne (både energi og råvarer ekskl. energi), som antages, bidrage til stigningen i HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer.

Den samlede inflation forventes at stige yderligere til 1,5 pct. i 2016 og til 1,8 pct. i 2017 som følge af en yderligere nedgang i den uudnyttede kapacitet i økonomien og et positivt eksternt prispres. Disse forventede stigninger afspejler de forsinkede effekter af valutakurskanalen og den stigende kurve for

olieprisfutures. HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer forventes også at stige yderligere til 1,7 pct. i 2017.

2. REALØKONOMIEN

Der forventes et bredt funderet konjunkturopsving i euroområdet i fremskrivningsperioden. I 1. kvartal 2015 fortsatte det momentum i aktiviteten, som sås i slutningen af 2014. Konjunkturbarometre tyder på et fortsat konjunkturopsving i midten af 2015. De positive udsigter afspejler især en forventet positiv indvirkning på aktiviteten, som skyldes euroens depreciering siden midten af 2014, lave renter, delvis som følge af opkøbsprogrammet, og positive indkomsteffekter på grund af lavere energipriser.

De private forbrugsudgifter forventes at forblive den største drivkraft bag opsvinget. Udsigterne for væksten i den disponible realindkomst på kort sigt er stadig gunstige, selv om stigningen forventes at blive dæmpet noget af effekten af det delvise skifte i energiprisernes fald. Derefter forventes det, at lønindtægten tiltager på baggrund af en stabil beskæftigelsesvækst og en stigende nominel lønsum pr. ansat, samtidig med at anden personindkomst også ventes at stige, efterhånden som den overordnede økonomi atter styrkes. Lave finansieringsomkostninger og lempeligere finansieringsforhold bør støtte det private forbrug og, i et vist omfang, husholdningernes nettoformue – hvilket afspejler både stigninger i finansielle aktivpriser i 2015 og yderligere forventede forbedringer på boligmarkederne i perioden 2016-2017. Samlet set ventes en gennemsnitlig årlig vækst i det private forbrug på 1,7 pct. i fremskrivningsperioden.

Opsparingskvoten forventes at falde en smule i de næste par kvartaler, efter at den først var steget som følge af de olieprisrelaterede stigninger i realindkomsten. Derefter indebærer modsatrettede effekter i forskellige lande, at opsparingskvoten vil være stort set uændret i resten af fremskrivningsperioden. På den ene side har meget lave renter en tendens til at modvirke opsparing via en intertemporal substitutionseffekt. Desuden kan en yderligere forbedring af forbrugertilliden, sammen med en gradvist faldende arbejdsløshed, i nogle lande resultere i lavere opsparing af forsigtighedshensyn. Hertil kommer, at husholdningerne måske i stigende grad vil foretage større indkøb, som tidligere blev udskudt, og dermed mindske opsparingskvoten. På den anden side ventes den fortsat store usikkerhed i forbindelse med statsgældskrisen og den høje arbejdsløshed og gældsætning i andre lande at opretholde et vist opadrettet pres på opsparingen.

Efter otte års nedgang forventes faldet i boliginvesteringerne i euroområdet at ophøre i 2015. Udsigterne for boliginvesteringerne vil dog kun blive gradvist bedre, idet de fortsat overskygges af de skrøbeligheder, der stadig findes i nogle lande. Boliginvesteringerne bør dog efterhånden tiltage, understøttet af en vedvarende vækst i den disponible realindkomst, meget lave realkreditrenter og lempeligere finansieringsvilkår. Dette bør resultere i en større vækst i udlån til husholdninger. Det er dog sandsynligt, at et højt gælds niveau hos husholdningerne i nogle lande og ugunstige demografiske effekter i andre vil modvirke en stærkere stigning i boliginvesteringerne.

Erhvervsinvesteringerne vil gradvist tiltage, drevet af opkøbsprogrammet og konjunkturopsvinget. Erhvervsinvesteringerne vil fortsætte den beskedne stigning i 2015 efter at have været hæmmet af en øget usikkerhed på grund af statsgældskrisen i euroområdet, lav lønsomhed, rigelig ledig kapacitet og begrænsninger i kreditbudet i nogle lande. Den negative virkning af disse faktorer forventes dog at aftage i løbet af fremskrivningsperioden. Desuden bør det samlede pres fra nedgearingen i euroområdets virksomheder i mindre grad end tidligere begrænse erhvervsinvesteringerne i fremskrivningsperioden. Ydermere ventes styrkelsen af den indenlandske og den udenlandske efterspørgsel, behovet for at modernisere kapitalapparatet efter flere år med et lavt investeringsniveau, den lempelige pengepolitik og en stigning i avancerne at øge udgifterne til produktionsmidler. Sammenlignet med tidligere konjunkturcykler vil stigningen i erhvervsinvesteringer dog blive bremset af den resterende usikkerhed, finansielle flaskehalse og svagere udsigter for væksten i produktionspotentialet.

Den udenlandske efterspørgsel i euroområdet har været svagere end forventet på det seneste som følge af afmatning i vækstøkonomierne. Den udenlandske efterspørgsel i euroområdet ventes at stige moderat, efterhånden som den globale aktivitet stiger (se boks 1). Den forventes at stige i

fremskrivningsperioden, dog i et tempo, som ligger et godt stykke under niveauet før krisen, hvilket skyldes både en lavere global aktivitet og en lavere handelsetasticitet i forhold til væksten. Stigningen i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet vil dække over en vis divergens inden for eurolandene, der afspejler forskelle i sektors og regioners handelsmønstre, samt at nogle eurolande er mere negativt påvirket end andre på grund af deres eksponering over for Rusland og SNG-regionen samt over for olieeksporterende lande.

Boks 1

INTERNATIONALE FORHOLD

Den globale vækst aftog i begyndelsen af 2015, hvor den globale økonomi fortsatte det moderate, men ujævne opsving, og hvor udviklingen fortsat var forskellig i de udviklede økonomier og vækstmarkedsøkonomierne. Fremover ventes væksten i realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet) at stige i fremskrivningsperioden fra 3,4 pct. i 2015 til lidt over 4 pct. i 2016-2017. Blandt de faktorer, som bør støtte den globale vækst, er det seneste års fald i oliepriserne, som forventes at komme de olieimporterende lande til gavn. På trods af de ventede pengepolitiske stramminger i USA bør lempelige finansielle forhold i de udviklede økonomier også understøtte den globale efterspørgsel. Endvidere er den modvind, som siden den finansielle krise har bremset væksten i flere udviklede økonomier – nedgearing i den private sektor, finanspolitisk konsolidering og svage arbejdsmarkeder – ved at aftage og giver herved grundlag for et mere vedvarende opsving i disse økonomier. Udsigterne i vækstøkonomierne er derimod blevet svagere og fortsætter de seneste års afmatning. I nogle af vækstøkonomierne hæmmer vedvarende makroøkonomiske ubalancer i stigende grad vækstpotentialet. Andre vækstøkonomier er ved at tilpasse sig til lavere råvarepriser og den kommende normalisering af pengepolitikken i de udviklede økonomier.

Væksten i verdenshandlen aftog mærkbart i begyndelsen af 2015, men forventes at blive styrket i fremskrivningsperioden. Verdenshandlen (ekskl. euroområdet) forventes at stige fra ca. 2 pct. i 2015 til ca. 5 pct. i 2016 og 2017. I fremskrivningsperioden forventes handlens elasticitet i forhold til aktiviteten dog at holde sig under niveauet før krisen som følge af en mindre handelsintensiv sammensætning af væksten i globalt BNP.

Sammenlignet med martsfremskrivningerne er den globale aktivitet blevet nedjusteret for 2015 som følge af svagere udsigter på kort sigt. Den udenlandske efterspørgsel i euroområdet er ligeledes blevet nedjusteret, især for 2015. Dette skyldes den lavere import, der ventes i nogle af de større vækstøkonomier, navnlig Rusland.

Internationale forhold

(Årlige ændringer i procent)

	Juni 2015				Marts 2015			Justeringer siden marts 2015		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet)	3,7	3,4	4,1	4,1	3,8	4,2	4,1	-0,4	-0,1	0,0
Verdenshandlen (ekskl. euroområdet) ¹⁾	2,7	2,0	4,8	5,2	3,9	5,1	5,4	-1,8	-0,3	-0,2
Udenlandsk efterspørgsel i euroområdet ²⁾	2,9	2,2	4,6	5,0	3,2	4,7	5,1	-1,0	-0,2	-0,1

Note: Justeringer beregnes på grundlag af uafrundede tal.

1) Beregnet som et vægtet gennemsnit af importen.

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

En gradvis stigning i den udenlandske efterspørgsel og den svagere eurokurs bør støtte eksportvæksten i fremskrivningsperioden og føre til stigninger i eksportmarkedsandelene. Væksten i importen fra lande uden for euroområdet forventes at tage gradvist til i fremskrivningsperioden som følge af den styrkede samlede efterspørgsel i euroområdet. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster forventes at falde noget og at være på 2,0 pct. af BNP i 2017.

Arbejdsmarkedsforholdene i euroområdet forventes at blive yderligere forbedret i fremskrivningsperioden. Opsvinget i beskæftigelsen fortsatte i løbet af 2014 og tog til i 1. kvartal 2015. Det aktuelle opsving er fortsat stærkere end antydnet af den historiske elasticitet i beskæftigelsen i forhold til den samlede aktivitet, hvilket sandsynligvis skyldes den positive effekt af løntilbageholdenhed og de seneste arbejdsmarkedsreformer. Antallet af beskæftigede skønnes fortsat at stige betydeligt i fremskrivningsperioden, især drevet af det økonomiske opsving og i nogle lande understøttet af finanspolitiske incitament og tidligere arbejdsmarkedsreformer. Antal arbejdstimer pr. ansat ventes at stige noget, men stadig at ligge langt under niveauet før krisen. Arbejdsstyrken forventes kun at vokse moderat, idet væksten dæmpes af afskrækningseffekter som følge af fortsat høj arbejdsløshed i nogle lande og ugunstige demografiske faktorer i andre.

Boks 2

TEKNISKE ANTAGELSER OM RENTER, VALUTAKURSER OG RÅVAREPRISER

Sammenlignet med martsfremskrivningerne omfatter ændringerne i de tekniske antagelser markant højere oliepriser i amerikanske dollar, en depreciering af euroen og lidt højere lange renter i euroområdet.

De tekniske antagelser om renter og råvarepriser bygger på markedsforventningerne på skæringsdatoen 12. maj 2015. De korte renter refererer til 3-måneders EURIBOR, hvor markedsforventningerne udledes af futuresrenten. Metoden giver et gennemsnitligt niveau for disse korte renter på 0,0 pct. i 2015 og 2016 og 0,2 pct. i 2017. Markedsforventningerne til den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet tyder på en gennemsnitlig rente på 1,3 pct. i 2015, 1,7 pct. i 2016 og 1,9 pct. i 2017.¹ Som følge af renteutviklingen på forwardmarkedet og det gradvise gennemslag af ændringer i markedsrenten på udlånsrenten forventes de sammensatte bankudlånsrenter på lån til den ikke-finansielle private sektor i euroområdet at falde noget i 2015 for derefter at stige beskedent i 2016 og 2017. 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 12. maj, at falde fra 98,9 dollar pr. tønde i 2014 til 63,8 dollar i 2015 for derefter at stige til 71,0 dollar i 2016 og 73,1 dollar i 2017. Priserne på råvarer ekskl. energi i amerikanske dollar antages at falde betydeligt i 2015 og at stige i 2016 og 2017.² De bilaterale valutakurser antages at forblive uændrede i fremskrivningsperioden på det gennemsnitlige niveau for den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen 12. maj. Dette indebærer en dollarkurs på 1,12 pr. euro i fremskrivningsperioden.

Tekniske antagelser

	Juni 2015				Marts 2015			Justeringer siden marts 2015 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
3-måneders EURIBOR (i pct., pr. år)	0,2	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
10-årige statsobligationsrenter (i pct., pr. år)	2,0	1,3	1,7	1,9	1,2	1,4	1,6	0,1	0,3	0,3
Oliepris (USD/pr. tønde)	98,9	63,8	71,0	73,1	58,5	66,8	70,7	9,0	6,3	3,4
Råvarepriser, ekskl. energi, i USD (årlige ændringer i pct.)	-6,2	-13,6	2,9	4,9	-11,0	2,6	4,8	-2,6	0,3	0,0
USD/EUR-kurs	1,33	1,12	1,12	1,12	1,14	1,13	1,13	-1,8	-1,5	-1,5
Nominel effektiv eurokurs (EER19) (årlige ændringer i pct.)	0,6	-9,5	-0,2	0,0	-7,9	-0,2	0,0	-1,6	0,0	0,0

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

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 euroområdet gennemsnit antages at være konstant i fremskrivningsperioden.

2. Antagelser om olie- og fødevarerpriser er baseret på futureskontrakter indtil udgangen af fremskrivningsperioden. Priserne på andre råvarer ekskl. energi og fødevarer antages at følge futureskontrakter indtil 2. kvartal 2016 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 økonomisk model, som tager højde for udviklingen i de internationale råvarerpriser på fødevarer.

Arbejdsløshedsprocenten forventes at falde, men at forblive på et historisk højt niveau. Arbejdsløshedstallet forventes at falde med omkring 2,8 mio. i fremskrivningsperioden og dermed at nå det laveste niveau siden medio 2009. Det vil dog fortsat være ca. 4,5 mio. højere end lavpunktet før krisen. Faldet afspejler den stigende beskæftigelses nedadrettede effekt, som delvis udlignes af den opadrettede effekt af en voksende arbejdsstyrke, omend i langt mindre omfang end tidligere. Arbejdsløshedsprocenten forventes således at falde markant i fremskrivningsperioden og at nå 10,0 pct. i 2017.

Vækstudsigterne er stort set uændrede i forhold til de foregående fremskrivninger. Kun væksten i realt BNP i 2017 er nedjusteret en smule på grund af en svagere vækst i de private investeringer.

3. PRISER OG OMKOSTNINGER

Den gennemsnitlige HICP-inflation ventes at blive 0,3 pct. i 2015 og at stige til 1,5 pct. i 2016 og 1,8 pct. i 2017. HICP-inflationen forventes at stige i løbet af 2015, hvor den presses op af energikomponenten på grund af opadrettede basiseffekter og antagelsen om stigende oliepriser, der kan udledes af futuresmarkederne, samt af deprecieringen af euroen siden medio 2014, en antagelse om stigninger i råvarepriserne ekskl. energi og stigende indenlandske prispres som resultat af det økonomiske opsving. I 2016 og 2017 ventes den samlede inflation at stige yderligere, eftersom det indenlandske prispres bliver stærkere på grund af en støt indsnævring af produktionsgabene, og idet der forventes et vedvarende opadrettet eksternt prispres, især via forsinkede effekter af euroens depreciering.

Udviklingen i råvarepriser og valutakursen er vigtige faktorer bag inflationsstigningen. De seneste knap to års fald i priserne på råvarer (både energi og råvarer ekskl. energi) og euroens appreciering i perioden frem til begyndelsen af 2014 har lagt et betydeligt nedadrettet pres på HICP-inflationen, hvilket i vid udstrækning ligger til grund for det nylige bratte fald i inflationen til et meget lavt niveau. Skiftet i den eksterne prisudvikling fra nedadrettet til opadrettet forventes at understøtte inflationsstigningen indtil 2017. I fremskrivningsperioden vil der sandsynligvis komme opadrettede prispres fra de stigninger i priserne på råvarer (både energi og råvarer ekskl. energi), som antages, og som afspejles i futureskurven. Euroens depreciering siden medio 2014 vil også bidrage til den stigende tendens i inflationen, og på baggrund af valutakursudviklingens betydeligt forsinkede effekter på inflationen forventes den seneste tids opadrettede eksterne prisudvikling at bidrage til, at inflationen stiger frem til slutningen af fremskrivningsperioden. På grundlag af resultaterne i en række undersøgelser af gennemslaget af et fald i valutakursen på euroområdet inflation gennem tiden forventes den opadrettede effekt af euroens depreciering dog at blive lavere end i tidligere episoder.

De forbedrede forhold på arbejdsmarkedet forventes at føre til en stærkere lønvækst. En fortsat beskæftigelsesvækst og et fald i arbejdsløsheden ventes at understøtte en gradvis stigning i væksten i lønsum pr. ansat fra 1,5 pct. i 2014 til 2,3 pct. i 2017.

Stigningen i lønvæksten dæmpes af flere faktorer. Blandt disse kan nævnes den resterende træghed på arbejdsmarkedet og den justeringsproces med hensyn til omkostningskonkurrenceevnen, der finder sted i nogle eurolande. Desuden vil strukturreformer på arbejdsmarkedet, som nogle eurolande har gennemført under krisen for at støtte beskæftigelsesvæksten, sandsynligvis lægge en dæmper på lønvæksten under det aktuelle opsving. Samtidig med at lønstigningerne forventes at blive moderate, forventes den nedadrettede effekt på lønningerne af anden runde-effekter af det seneste fald i oliepriserne også at være begrænset. Dette afspejler den omstændighed, at automatiske lønindekseringsordninger primært gælder prisstigninger, og at disse ordninger i nogle af de lande, hvor de anvendes, er blevet midlertidigt sat ud af kraft eller begrænset.

Der ventes kun en svag vækst i enhedslønomkostningerne under det økonomiske opsving. Omkostningspresset fra lønstigningerne forventes at blive delvist udlignet af den konjunkturbestemte acceleration af produktiviteten frem til 2017. Væksten i enhedslønomkostninger forventes at stige til 1,3 pct. i 2017.

Tabel 1 Makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet¹⁾

(Årlige ændringer i procent)

	Juni 2015				Marts 2015			Justeringer siden marts 2015 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Realt BNP ³⁾	0,9	1,5	1,9	2,0	1,5	1,9	2,1	0,0	0,0	-0,1
		[1,2 - 1,8] ^{4) 5)}	[0,8 - 3,0] ^{4) 5)}	[0,7 - 3,3] ^{4) 5)}	[1,1 - 1,9] ⁴⁾	[0,8 - 3,0] ⁴⁾	[0,9 - 3,3] ⁴⁾			
Privat forbrug	1,0	1,9	1,6	1,6	1,8	1,6	1,6	0,1	0,0	0,0
Offentligt forbrug	0,7	0,7	0,7	0,8	1,0	0,6	0,8	-0,3	0,2	0,0
Faste bruttoinvesteringer	1,2	1,9	3,5	3,9	1,7	4,1	4,6	0,1	-0,6	-0,7
Eksport ⁶⁾	3,8	4,2	5,4	5,6	4,1	5,1	5,5	0,1	0,2	0,1
Import ⁶⁾	4,1	4,8	5,8	5,9	4,3	5,5	5,8	0,5	0,3	0,1
Beskæftigelse	0,6	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,0	0,0	0,0
Arbejdsløshed (i pct. af arbejdsstyrken)	11,6	11,1	10,6	10,0	11,1	10,5	9,9	0,0	0,1	0,0
HICP	0,4	0,3	1,5	1,8	0,0	1,5	1,8	0,3	0,0	-0,1
		[0,2 - 0,4] ⁴⁾	[0,9 - 2,1] ⁴⁾	[1,0 - 2,6] ⁴⁾	[-0,3 - 0,3] ⁴⁾	[0,8 - 2,2] ⁴⁾	[1,0 - 2,6] ⁴⁾			
HICP ekskl. energi	0,7	0,9	1,4	1,7	0,8	1,4	1,8	0,0	-0,1	0,0
HICP ekskl. energi og fødevarer	0,8	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,0	0,0
HICP ekskl. energi, fødevarer og afgiftsændringer ⁷⁾	0,7	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,1	0,0
Enhedslønomkostninger	1,2	0,8	0,7	1,3	1,1	1,0	1,2	-0,3	-0,3	0,1
Lønsum pr. ansat	1,5	1,4	1,7	2,3	1,7	2,0	2,3	-0,3	-0,3	0,0
Arbejdsproduktivitets	0,3	0,6	1,0	1,0	0,6	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1
Offentlig budgetsaldo (i pct. af BNP)	-2,4	-2,1	-1,8	-1,5	-2,3	-1,9	-1,5	0,2	0,1	0,1
Strukturel budgetbalance (i pct. af BNP) ⁸⁾	-1,8	-1,7	-1,7	-1,4	-1,8	-1,7	-1,7	0,1	0,1	0,3
Den offentlige sektors bruttogæld (i pct. af BNP)	92,0	91,5	90,2	88,4	91,4	89,8	87,9	0,1	0,4	0,6
Betalingsbalancens løbende poster (i pct. af BNP)	2,2	2,1	2,0	2,0	2,7	2,5	2,4	-0,6	-0,4	-0,4

1) Dataene refererer til et euroområde, der omfatter Litauen, med undtagelse af HICP-data for 2014. For 2015 er den gennemsnitlige ændring i HICP i pct. år/år beregnet ud fra et euroområde, der allerede i 2014 omfattede Litauen.

2) Justeringer er beregnet på grundlag af uafrundede tal.

3) Data korrigeret for antal arbejdsdage.

4) Intervallerne omkring fremskrivningerne er baserede på forskellene mellem den faktiske udvikling og tidligere fremskrivninger, der er blevet udarbejdet over en årrække. Intervallernes bredde er to gange den gennemsnitlige absolutte værdi af disse forskelle. 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) Intervallerne i Eurosystemets stabs fremskrivninger af væksten i realt BNP i 2015, 2016 og 2017 er blevet korrigeret, siden dokumentet blev offentliggjort første gang 3. juni 2015.

6) Omfatter samhandlen i euroområdet.

7) 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.

8) Beregnet som den offentlige budgetsaldo fratrukket den midlertidige effekt af den økonomiske konjunktur og regeringernes midlertidige foranstaltninger (læs mere om ESCB's fremgangsmåde i *Working Paper Series*, nr. 77, ECB, september 2001, og *Working Paper Series*, nr. 579, ECB, januar 2007). Fremskrivningen af den strukturelle saldo er ikke udledt af et samlet mål for produktionsgabets. Ifølge ESCB's metode beregnes de konjunkturelle komponenter separat for forskellige indtægt- og udgiftskomponenter. Læs mere i boksen *Cyclical adjustment of the government budget balance* i ECB Månedsoversigt for marts 2012 og i boksen *The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position* i Månedsoversigten for september 2014.

Avancerne ventes at stige, efterhånden som opsvinget fortsætter. Efter en periode med svage avancer i de seneste år synes de at stige igen i fremskrivningsperioden, efterhånden som produktiviteten stiger, og den økonomiske aktivitet styrkes, hvorved virksomhedernes "pricing power" understøttes. De reformer af produktmarkederne, som er gennemført under krisen, forventes dog fortsat at dæmpe væksten i avancerne under opsvinget. En øget konkurrence på de globale og indenlandske produktmarkeder kan også forsinke eller dæmpe den konjunkturrelaterede stigning i avancerne i forhold til tidligere regelmæssige mønstre.

Sammenlignet med martsfremskrivningerne er fremskrivningen af HICP-inflationen blevet opjusteret for 2015 og er stort set uændret for 2016 og 2017. Opjusteringen for 2015 afspejler opadrettede effekter fra den seneste stigning i oliepriserne i euro sammenlignet med de foregående fremskrivninger.

4. FINANSPOLITISKE UDSIGTER

Den finanspolitiske linje, målt som ændringen i den konjunkturkorrigerede primære saldo, forventes at blive stort set neutral i fremskrivningsperioden. Dette afspejler en moderat vækst i de offentlige udgifter i forhold til trendvæksten i nominelt BNP, som er antaget at blive stort set udlignet af skattnedsættelser i nogle lande. De automatiske budgetstabilisatorers positive indvirkning på den indenlandske efterspørgsel vil med tiden aftage, efterhånden som økonomien bedres.²

De offentlige underskuds- og gældskvoter forventes at falde i fremskrivningsperioden. Faldet i det offentlige underskud målt i forhold til BNP skyldes udelukkende den konjunkturbetingede bedring i økonomien i euroområdet og faldende renteudgifter. Den strukturelle primære budgetsaldo ventes derimod at forblive stort set uændret i fremskrivningsperioden, idet den afspejler den generelt neutrale finanspolitik. Den offentlige gæld målt i forhold til BNP ventes at have toppet i 2014 og at falde i løbet af prognoseperioden som følge af den forbedrede budgetsaldo, en styrket økonomisk vækst og lave renter.

Sammenlignet med martsfremskrivningerne er udviklingen i den offentlige budgetsaldo en smule gunstigere, hvorimod udsigterne for gælden er forværrede. Den lille forbedring i de offentlige budgetter skyldes primært et yderligere fald i de statslige låneomkostninger. Udsigterne for den offentlige gældskvoteposter er blevet opjusteret, hvilket hovedsagelig skyldes denominatoreffekten af lavere nominelt BNP.

Boks 3

FØLSOMHEDSANALYSER

Fremskrivninger er i høj grad afhængige af tekniske antagelser om visse centrale variabelers udvikling. Da nogle af disse variabler kan have en stor effekt på fremskrivningerne for euroområdet, kan sidstnævnte følsomhed med hensyn til alternative udviklingsmønstre for disse underliggende antagelser bidrage til analysen af risici i forbindelse med fremskrivningerne. I denne boks drøftes den usikkerhed, der findes i tilknytning til oliepriser og valutakurser, samt fremskrivningernes følsomhed, for så vidt angår disse variabler.

1) En alternativ udvikling i oliepriserne

Alternative olieprismodeller viser noget højere priser i 2017. I henhold til de tekniske antagelser ventes en stigning i oliepriserne i løbet af fremskrivningsperioden (se boks 2). Denne udvikling stemmer overens med et opsving i efterspørgslen efter olie på verdensplan, efterhånden som opsvinget i den globale økonomi bider sig fast, og et marginalt fald i udbuddet af olie, som skyldes utilstrækkelige investeringer og tab i olieproduktionskapaciteten i nogle olieproducerende lande. Eurosystemets stab anvender en række alternative modeller til at fremskrive udviklingen i oliepriserne i fremskrivningsperioden. Disse modeller indbefatter: 1) en "risikojusteret" futuresmodel – en statistisk model, som korrigerer prognoseafvigelsen for futures med en tidsvarierende risikopræmie, der er knyttet til den økonomiske aktivitet i USA, 2) en bayesisk VAR-model (BVAR-model) – en empirisk model baseret på data, der relaterer sig til nøgletallene for olie (olieproduktion og lagerbeholdninger af olie) og

² De finanspolitiske antagelser afspejler indholdet af finanslovene for 2015 og de nationale mellemfristede budgetplaner og opdaterede stabilitetsprogrammer, som forelå 20. maj 2015. De omfatter alle politiske tiltag, som 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.

den globale aktivitet, og 3) en dynamisk stokastisk generel ligevægtsmodel, DSGE-model – en teoretisk model, som fanger den langsigtede dynamik på oliemarkedet.¹ Et ligeligt vægtet gennemsnit af olieprisfremskrivningerne udledt af de tre modeller sammen med de udledte oliepriser fra futuresmarkederne, som det fremgår af basisfremskrivningerne, peger på nuværende tidspunkt i retning af lidt lavere oliepriser i 2015 og 2016 end i basisfremskrivningen. Kombinationen af disse modeller viser imidlertid en noget stejlere stigning i oliepriserne i 2017, som stemmer overens med den mindskede olieproduktionskapacitet i nogle lande. Effekten af denne alternative udvikling på væksten i realt BNP og inflationen i 2015 og 2016 er meget begrænset, men peger dog i retning af en marginalt lavere vækst i 2017 og en HICP-inflation, som bliver en smule højere (+0,1 procentpoint).

2) En alternativ valutakursudvikling

En yderligere depreciering af euroen kan ske som følge af forventninger om yderligere pengepolitiske forskelle mellem euroområdet og USA. Et sådant scenario vil indebære en længere periode med lave renter i euroområdet og en hurtigere normalisering af pengepolitikken i USA. En alternativ udvikling i eurokursen, som indebærer en yderligere depreciering, er udledt af 25 pct.-fraktilen af den risikoneutrale tæthedsfordeling udledt fra optioner på USD/EUR-kursen 12. maj 2015. Denne udvikling indebærer en gradvis depreciering af euroen over for den amerikanske dollar til en kurs på 1,03 i 2017, hvilket er 8,2 pct. under basisscenariet for 2017. De tilsvarende antagelser for den nominelle effektive eurokurs afspejler tidligere regelmæssige mønstre, hvorved ændringer i USD/EUR-kursen afspejler ændringer i den effektive valutakurs med en elasticitet på ca. 52 pct. Dette giver en gradvis nedadrettet divergens i den effektive eurokurs fra basisscenariet, som medfører, at den når et niveau på 4,3 pct. under basisscenariet i 2017. I dette scenario peger resultaterne af en række af de makroøkonomiske modeller, som Eurosystemets stab anvender, i retning af en højere vækst i realt BNP (en stigning på 0,1-0,3 procentpoint) og højere HICP-inflation (en stigning på 0,1-0,4 procentpoint) i 2015, 2016 og 2017.

¹ Nærmere oplysninger findes i Manescu, C. og Van Robays, I., *Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance*, Working Paper Series, nr. 1735, ECB, 2014.

Boks 4

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 Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger, idet de er afsluttet på forskellige tidspunkter. De anvender desuden forskellige (delvist uspecificerede) metoder til at udlede antagelser om budgetvariabler samt finansielle og eksterne variabler, herunder priser på olie og andre råvarer. Endelig anvendes forskellige metoder til at korrigere for antal arbejdsdage i de forskellige prognoser (se tabellen). Som det fremgår af tabellen, befinder de fleste af de foreliggende prognoser fra de andre institutioner sig tæt på punktprognoserne i Eurosystemets stabs junifremskrivninger samt et godt stykke inden for de opstillede intervaller omkring disse fremskrivninger (vist i parentes i tabellen).

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

(Årlige ændringer i procent)

	Offentliggjort	BNP-vækst			HICP-inflation		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Fremskrivninger foretaget af Eurosystemets stab	Juni 2015	1,5	1,9	2,0	0,3	1,5	1,8
		[1,2-1,8] ¹⁾	[0,8-3,0] ¹⁾	[0,7-3,3] ¹⁾	[0,2-0,4]	[0,9-2,1]	[1,0-2,6]
Europa-Kommissionen	Maj 2015	1,5	1,9	-	0,1	1,5	-
Euro Zone Barometer	Maj 2015	1,5	1,9	1,6	0,1	1,2	1,6
Consensus Economics Forecast	Maj 2015	1,5	1,8	1,6	0,1	1,2	1,5
Survey of Professional Forecasters.	Maj 2015	1,4	1,7	1,8	0,1	1,2	1,6
IMF	April 2015	1,5	1,6	-	0,1	1,0	-

Kilder: Europa-Kommissionens økonomiske forårsprognose 2015; IMF, World Economic Outlook, april 2015; Consensus Economics Forecasts, MJEconomics og ECB's Survey of Professional Forecasters.

Anm.: Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger 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 de andre prognoser bliver det ikke præciseret, om de opgivne data er korrigeret for antal arbejdsdage.

1) Intervallerne i Eurosystemets stabs fremskrivninger af væksten i reelt BNP i 2015, 2016 og 2017 er blevet korrigeret, siden dokumentet blev offentliggjort første gang 3. juni 2015.

© Den Europæiske Centralbank, 2015

Adresse: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Tyskland

Postadresse: 60640 Frankfurt am Main, Tyskland

Telefon: +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 er tilladt, såfremt kilden angives.