



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

EUROSYSTEMET

MAKROØKONOMISKE FREMSKRIVNINGER FOR EUROOMRÅDET UDARBEJDET AF ECB'S STAB OG OFFENTLIGGJORT I MARTS 2015¹

1. UDSIGTER FOR EUROOMRÅDET: OVERBLIK OG HOVEDTRÆK

Der var en vis gradvis forbedring i det økonomiske opsving i 2. halvår 2014, og fremadrettet ventes flere faktorer at styrke aktiviteten i euroområdet. For det første vil det bratte fald i oliepriserne føre til en betragtelig stigning i den disponible realindkomst, og husholdningerne forventes at anvende en væsentlig del af denne stigning til forbrug. For det andet vil aktiviteten i euroområdet i fremskrivningsperioden i stigende grad blive understøttet af den gradvise styrkelse af den udenlandske efterspørgsel og effekten af euroens depreciering.

Styrelsesrådets seneste pengepolitiske foranstaltninger forventes også at understøtte aktiviteten betydeligt på kort og mellemlangt sigt. Den indenlandske efterspørgsel og særligt anlægsinvesteringerne forventes at blive styrket af den ekspansive pengepolitik og især af ECB's udvidede program til opkøb af værdipapirer (APP). De seneste ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger forventes at understøtte den indenlandske efterspørgsel som følge af deres indvirkning på renten, eurokursen og aktiekurserne samt gennem andre vigtige finansielle kanaler (se boks 1).

Andre indenlandske faktorer forventes at understøtte aktiviteten i fremskrivningsperioden. Den indenlandske efterspørgsel bør nyde godt af en vis lempelse af kreditudbudsforholdene, som det fremgår af de seneste undersøgelser af bankernes udlån, der viser en nettolempelse af kreditstandarderne. Den dæmper, som virksomhedernes nedgearingsbehov har lagt på erhvervsinvesteringerne, er også blevet mindre. Desuden forventes finanspolitikken at forblive neutral i fremskrivningsperioden.

Den negative effekt af en række andre faktorer vil dog sandsynligvis kun aftage gradvist. I modsætning til virksomhedssektoren har de private husholdninger og den offentlige sektor endnu ikke oplevet et markant omsving i gældskvoten, og selv om udviklingen på arbejdsmarkedet overordnet set er positiv, vil den stadig – især i visse stressramte lande – være overskygget af høj arbejdsløshed. Hertil kommer bekymringer om, at det langsigtede vækstpotentiale og en fortsat rigelig ledig kapacitet i en række lande også fremover vil lægge en dæmper på investeringerne.

Generelt forventes væksten i realt BNP at stige fra 0,9 pct. i 2014 til 1,5 pct. i 2015, til 1,9 pct. i 2016 og til 2,1 pct. i 2017. Til gengæld skønnes den hastighed, hvormed den potentielle produktion vil tiltage, at forblive ret beskeden, eftersom bidraget fra arbejdskraft og kapital forbliver afdæmpet som følge af en høj strukturel arbejdsløshed og en lang periode med et svagt investeringsniveau. Dette indebærer en indsnævring af det anslåede negative produktionsgab i fremskrivningsperioden.

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 20. februar 2015.

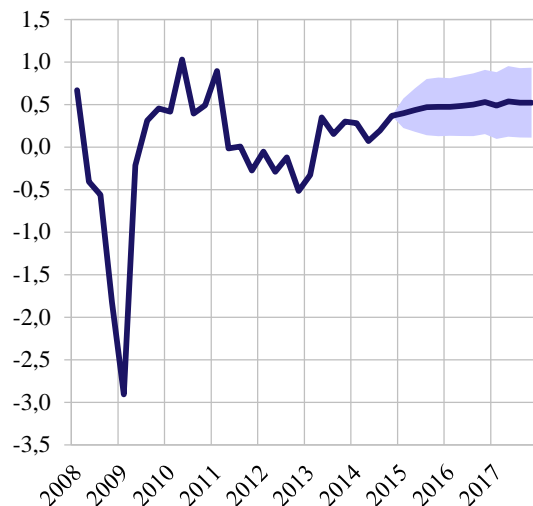
De aktuelle makroøkonomiske fremskrivninger dækker perioden 2015-2017. En så langvarig fremskrivningsperiode er forbundet med meget stor usikkerhed, hvilket bør tages i betragtning ved fortolkningen af de makroøkonomiske fremskrivninger. Se artiklen "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections"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

Figur 1 Makroøkonomiske fremskrivninger¹⁾

(Kvartalsvise observationer)

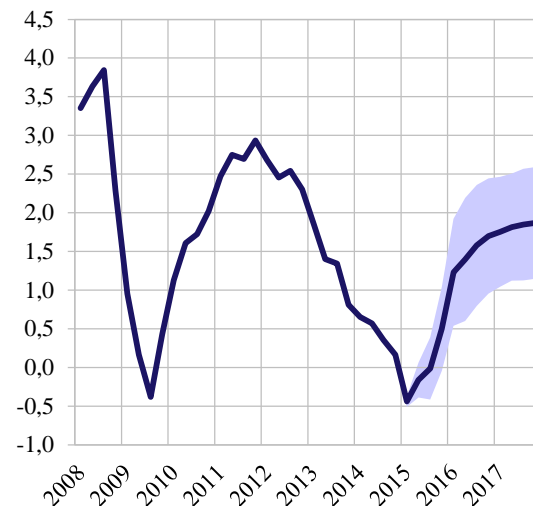
Realt BNP i euroområdet²⁾

(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 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.

HICP-inflationen har været negativ de seneste måneder, hvilket hovedsageligt skyldes faldet i oliepriserne. Den lavere eurokurs udgjorde kun i mindre grad en modvægt til det kraftige olieprisfald i amerikanske dollar. Inflationen i andre HICP-komponenter er også faldet en anelse de seneste måneder.

HICP-inflationen forventes i gennemsnit at blive nul i 2015, men at stige til 1,5 pct. i 2016 og yderligere til 1,8 pct. i 2017. Den lave HICP-inflation i 2015 afspejler et stort negativt bidrag fra HICP-energiinflationen. Det nedadrettede prispres fra energipriserne på den samlede inflation forventes dog at aftage mod slutningen af 2015, efterhånden som tidligere fald i energipriserne lidt efter lidt forsvinder fra opgørelsen af den årlige ændring, og fordi oliepriserne antages at stige i fremskrivningsperioden på linje med den stigende kurve for olieprisfutures. Som et resultat af disse faktorer forventes energipriserne at yde et positivt bidrag til den samlede inflation i 2016 og 2017.

Selv om en stor del af det skifte i inflationsudviklingen, som sker mellem 2015 og 2016, sandsynligvis kan forklares ved et omsving i energipriserne, ventes HICP-inflationen, ekskl. energi, også at stige, efterhånden som økonomien atter styrkes. Dette skyldes den forventede, betydelige indsnævring af det negative produktionsgab, som også afspejles i en kraftigere vækst i både avancer og lønsum pr. ansat. Endvidere ventes stigende råvarepriser, ekskl. energi, de indirekte effekter af stigende oliepriser og de forsinkede effekter af den svagere eurokurs også at bidrage til stigningen i HICP-inflationen, ekskl. energi.

INDREGNING AF DE SENESTE EKSTRAORDINÆRE PENGEPOLITISKE FORANSTALTNINGER I FREMSKRIVNINGERNE

Siden skæringsdatoen for december 2014-fremskrivningerne er der sket en udvikling på to områder, for så vidt angår ECB's ekstraordinære foranstaltninger: Den første var tildelingen 11. december 2014 af ca. 130 mia. euro i den anden TLTRO, med en kumuleret tilførsel på ca. 212 mia. euro fra de to første auktioner, hvor bankerne fik ret til en første låneramme. Der er planlagt yderligere seks TLTRO. Den anden var Styrelsesrådets beslutning 22. januar 2015 om at iværksætte opkøbsprogrammet APP, som også omfattede de eksisterende programmer til opkøb af asset-backed securities og særligt dækkede obligationer. De samlede månedlige opkøb vil beløbe sig til 60 mia. euro. Det er hensigten, at disse operationer skal udføres indtil september 2016, og de vil under alle omstændigheder blive udført, indtil der er opnået en varig ændring i inflationsudviklingen, så den bliver i overensstemmelse med Styrelsesrådets målsætning om en inflation under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt.

Ovennævnte har ført til en genovervejelse af den fremgangsmåde, der sædvanligvis er blevet fulgt ved tidligere fremskrivninger for at tage højde for de ekstraordinære pengepolitiske foranstaltningers effekt på de makroøkonomiske udsigter. Den hidtidige fremgangsmåde indebærer, at den makroøkonomiske effekt af de ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger kun blev medtaget i det omfang, de allerede havde påvirket de markedsbaserede tekniske finansielle antagelser (se baggrundsuplysninger i boks 3), og var opfanget via den anvendte standardmodel til fremskrivningerne på skæringsdatoen. Denne fremgangsmåde indebærer en risiko for, at transmissionskanaler, der ikke opfanges fuldt ud via standardmodellen, ignoreres, men den blev anset for hensigtsmæssig på grund af usikkerheden om mængden af centralbanklikviditet, som de ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger genererer. Imidlertid er der i lyset af den seneste pengepolitiske udvikling nu flere oplysninger til rådighed om det sandsynlige omfang af den centralbanklikviditet, som disse foranstaltninger genererer. Dette giver mulighed for en mere præcis vurdering af foranstaltningernes effekt på de makroøkonomiske udsigter.

Den anvendte fremgangsmåde i tidligere fremskrivninger er således blevet udvidet, idet den yderligere effekt af foranstaltningerne via finansielle transmissionskanaler, som fx en porteføljusteringskanal, visse forventningskanaler og feedbackløjfer mellem realøkonomien og den finansielle sektor, er medtaget i den aktuelle fremskrivning. Sådanne kanaler opfanges normalt ikke af de standardmodeller, der anvendes i forbindelse med udarbejdelsen af fremskrivningerne. Effekten af yderligere finansielle transmissionskanaler på de makroøkonomiske udsigter er blevet kalibreret på baggrund af økonometriske redskaber, som eksplicit er modelleret over disse kanaler. Resultatet heraf er en mere omfattende vurdering af de ekstraordinære pengepolitiske foranstaltningers effekt på de makroøkonomiske udsigter i marts 2015-fremskrivningerne.

2. REALØKONOMIEN

Væksten i det private forbrug ventes at forblive den største drivkraft bag stigningen i aktiviteten. Væksten i det private forbrug tog til i løbet af 2014, understøttet af en stigende vækst i den disponible realindkomst som følge af højere løn- og andre indtægter samt faldende energipriser. Disse faktorer bør også drive væksten i den disponible realindkomst på kort sigt. Derudover forventes det, at lønindtægten tiltager på baggrund af den stigende beskæftigelses- og lønvækst, samtidig med at anden personindkomst også ventes at stige, efterhånden som den overordnede økonomi atter styrkes. Det private forbrug bør desuden blive understøttet af en stigning i husholdningernes formue – som følge af både stigende priser på finansielle aktiver i 2015 og yderligere forbedringer af boligmarkedet i perioden 2016-2017 – samt lave finansieringsomkostninger og lempeligere finansieringsforhold, der i væsentlig grad forstærkes af APP, og en stigning i långivningen til husholdningerne. Samlet set ventes væksten i det årlige private forbrug at blive 1,7 pct. i gennemsnit i fremskrivningsperioden.

Mønsteret for udviklingen i opsparingskvoten forventes at blive pukkelformet. Der forventes først en stigning i opsparingskvoten i 2015 og derefter et fald. Dette skyldes gennemgående, at en stor del af gevinsterne ved de lavere oliepriser i første omgang bruges til opsparing. Bortset fra denne midlertidige faktor indebærer modsatrettede effekter, at den gennemsnitlige opsparingskvote stort set forbliver uændret. På den ene side har meget lave afkast en tendens til at modvirke opsparing, og en forbedring af forbrugertilliden sammen med en gradvis faldende arbejdsløshed kan resultere i mindre opsparing af forsigtighedshensyn. Hertil kommer, at husholdningerne måske i stadig større grad vil foretage større indkøb, som tidligere blev udskudt, og dermed mindske opsparingskvoten. På den anden side ventes det fortsatte nedgearingspres i sammenhæng med husholdningernes gældskvoter, der stadig er stort set uændrede – som en del af den nominelle disponible indkomst – at opretholde et vist opadrettet pres på opsparingen.

Sandsynlighed for gradvist bedre udsigter for boliginvesteringerne. Der forventes et moderat opsving fra 2015 og fremefter, som understøttes af meget lave realkreditrenter i de fleste lande, lempeligere finansieringsforhold, der i væsentlig grad forstærkes af APP, større långivning til husholdningerne og en stigende vækst i den disponible indkomst. Efterhånden som behovet for en justering af boligmarkedet mindskes i nogle lande, forventes der et opsving i boliginvesteringerne. Forventningen om et gradvist opsving i boliginvesteringerne gælder for de fleste lande, selv om det i nogle lande kan blive dæmpet af husholdningernes høje gælds niveau. Det forventes dog, at ugunstige demografiske faktorer vil begynde at få en dæmpende effekt på boligmarkedet i nogle lande mod slutningen af fremskrivningsperioden.

Opsvinget i erhvervsinvesteringerne ventes at tage til i styrke. Det beskedne opsving i erhvervsinvesteringerne fortsatte i 2014, men blev dæmpet af en rigelig ledig kapacitet og et fortsat begrænset kreditudbud i visse lande. Efterhånden som den negative effekt af disse faktorer aftager, forventes stigningen i den indenlandske og den udenlandske efterspørgsel, behovet for at modernisere kapitalapparatet efter flere år med et lavt investeringsniveau, den lempelige pengepolitik, som er blevet understøttet af de seneste ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger, herunder især APP, samt en stigning i avancerne at øge udgifterne til produktionsmidler. Desuden er det samlede nedgearingspres for euroområdet virksomheder blev mindre i 2014 og bør i mindre grad end tidligere begrænse erhvervsinvesteringerne i fremskrivningsperioden. Ikke desto mindre er virksomhedernes gælds niveau fortsat højt i nogle lande, hvilket forhindrer en endnu større stigning i erhvervsinvesteringerne.

Der ventes en beskeden stigning i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet, i takt med at den globale aktivitet tiltager (se boks 2), hvilket understøtter en stigning i eksporten til lande uden for euroområdet. Den udenlandske efterspørgsel forventes at stige i fremskrivningsperioden, selv om det ikke bliver lige meget i alle eurolande, idet den negative effekt af landenes eksponering over for Rusland og SNG-regionen er større i nogle lande end i andre. Samtidig ventes eksportmarkedsandelene at vokse noget som følge af den styrkede konkurrenceevne. På grund af styrkelsen af den samlede efterspørgsel i euroområdet ventes importen fra lande uden for euroområdet at stige gradvist. Samlet set ventes nettoeksporten at yde et positivt – omend beskedent – bidrag til væksten i realt BNP. Som følge af en vis forværring af handelsbalancen vil overskuddet på betalingsbalancens løbende poster sandsynligvis falde noget, til 2,4 pct. af BNP i 2017.

Boks 2

INTERNATIONALE FORHOLD

Den globale økonomi fortsætter den gradvise bedring. I fremskrivningsperioden ventes væksten i realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet) at stige fra 3,6 pct. i 2014 til 3,8 pct. i 2015 og til lidt over 4 pct. i perioden 2016-2017. Globale indikatorer og tilgængelige lantedata peger i retning af en svækkelse i væksten mod udgangen af 2014, selv om aktiviteten forventes at forblive forholdsvis robust.

Fremadrettet ventes der fortsat et gradvist opsving i den globale aktivitet. De globale udsigter bygger på en række understøttende faktorer, herunder i) et betydeligt fald i oliepriserne, der anses for primært at være udbudsrevet, og som overordnet set bør få en positiv effekt på den globale aktivitet, og ii) et igangværende vedholdende opsving og robuste udsigter i USA. Ikke desto mindre er der også en række negative faktorer, fx i) den negative effekt, som det dobbelte stød fra både økonomiske sanktioner og

faldende oliepriser havde på den russiske økonomi, ii) kraftige udsving i valutakurserne, delvis som følge af stadig mere divergerende pengepolitikker og iii) skuffende væksttal fra visse vækstøkonomier, hvilket har ført til nedjusteringer af deres potentielle vækst.

Som en afspejling af faktorerne bag de globale udsigter er det globale opsving præget af en ujævn udvikling både i de avancerede økonomier og i vækstøkonomierne. De avancerede økonomier vil fortsat nyde godt af en aftagende økonomisk modvind, herunder mindre nedgearing, et aftagende fiscal drag og en bedring på arbejdsmarkedene, mens uløste strukturelle udfordringer og stramningen af de finansielle forhold stadig vil påvirke væksten negativt i vækstøkonomierne.

Verdenshandlen steg i 2. halvår 2014 efter et svagt 1. halvår. Den forventes at stige yderligere, omend meget moderat, i fremskrivningsperioden, samtidig med at dens elasticitet i forhold til aktiviteten forventes at holde sig under niveauet før krisen. Væksten i verdenshandlen (ekskl. euroområdet) forventes at stige fra 2,9 pct. i 2014 til 5,4 pct. i 2017.

Som følge af modsatrettede faktorer er fremskrivningen af både den globale aktivitet og den udenlandske efterspørgsel i euroområdet næsten ikke blevet justeret i 2015 og 2016 i forhold til december 2014-fremskrivningerne.

Internationale forhold

(Årlige ændringer i procent)

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

Bemærk: 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.

Forventninger om forbedrede arbejdsmarkedsforhold i euroområdet i fremskrivningsperioden. Opsvinget i beskæftigelsen fortsatte i løbet af 2014, og det skete betydeligt hurtigere, end antydte af den historiske elasticitet i beskæftigelsen i forhold til den samlede aktivitet, hvilket sandsynligvis skyldes den positive effekt af tidligere løntilbageholdenhed og de seneste arbejdsmarkedsreformer. Stigningen i antallet af beskæftigede skønnes at fortsætte. Set i forhold til aktiviteten forventes stigningen i beskæftigelsen især at blive kraftig i lande, som har gennemført arbejdsmarkedsreformer. Antal arbejdstimer pr. person ventes at stige noget, hvilket skyldes normale konjunkturmonstre i nogle lande og begyndende flaskehalsproblemer på arbejdsmarkedet i andre.

Arbejdslededsprocenten forventes at falde yderligere. Antallet af arbejdsløse forventes at falde med ca. 2,7 mio. i fremskrivningsperioden og at nå det laveste niveau siden medio 2009. Faldet afspejler den stigende beskæftigelses (plus 4,2 millioner) nedadrettede effekt, som delvis udlignes af indvirkningen fra den voksende arbejdsstyrke. Arbejdslededsprocenten forventes at falde fra 11,6 pct. i 2014 til 9,9 pct. i 2017.

Vækstudsigterne er opjusteret betydeligt siden offentliggørelsen af stabens fremskrivninger i december 2014. Ud over et positivere overhæng, som skyldes en højere end hidtil forventet vækst i realt BNP i 4. kvartal 2014, afspejler opjusteringerne i vid udstrækning de lavere olieprisers gunstige effekt, den svagere effektive eurokurs og effekten af ECB's seneste ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger.

TEKNISKE ANTAGELSER OM RENTER, VALUTAKURSER OG RÅVAREPRISER

Sammenholdt med fremskrivningerne, der blev offentliggjort i december 2014, omfatter ændringerne i de tekniske antagelser markant lavere oliepriser og råvarepriser ekskl. energi i amerikanske dollar, en depreciering af den effektive eurokurs og lavere lange renter i euroområdet.

De tekniske antagelser om renter og råvarepriser bygger på markedsforventninger. Skæringsdatoen var 11. februar 2015. De korte renter refererer til 3-måneders EURIBOR, hvor markedsforventningerne er udledt af futuresrenten. Metoden giver et gennemsnitligt niveau for disse korte renter på 0,1 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 1,2 pct. i 2015, 1,4 pct. i 2016 og 1,6 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 11. februar, at falde fra 99,3 dollar pr. tønde i 2014 til 58,5 dollar i 2015 for derefter at stige til 66,8 dollar i 2016 og 70,7 dollar i 2017. Priserne på råvarer, ekskl. energi i amerikanske dollar antages at falde betydeligt i 2015 og at stige i 2016 og 2017. De bilaterale valutakurser antages at forblive uændrede i fremskrivningsperioden på det gennemsnitlige niveau for den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen 11. februar. Dette indebærer en dollarkurs på 1,14 pr. euro i 2015 og på 1,13 USD pr. euro i 2016 og 2017.

Tekniske antagelser

	Marts 2015				December 2014			Justeringer siden december 2014 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
3-måneders EURIBOR (i pct., pr. år)	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
10-årige statsobligationsrenter (i pct., pr. år)	2,0	1,2	1,4	1,6	2,0	1,8	2,1	0,0	-0,6	-0,7
Oliepris (USD/pr. tønde)	99,3	58,5	66,8	70,7	101,2	85,6	88,5	-1,9	-31,6	-24,5
Råvarepriser, ekskl. energi, i USD (årlige ændringer i pct.)	-6,4	-11,0	2,6	4,8	-6,3	-4,8	3,8	-0,1	-6,2	-1,2
USD/EUR-kurs	1,33	1,14	1,13	1,13	1,33	1,25	1,25	-0,1	-8,8	-9,0
Nominel effektiv eurokurs (EER19) (årlige ændringer i pct.)	0,6	-7,9	-0,2	0,0	0,5	-2,8	0,0	0,0	-5,1	-0,2

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, 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 konstant i fremskrivningsperioden.
2. Antagelser om olie- og fødevarepriser er baseret på futureskontrakter indtil udgangen af fremskrivningsperioden. Priserne på råvarer, ekskl. energi, og fødevarer antages at følge futureskontrakterne indtil 1. 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 økonometrisk model, som tager højde for udviklingen i de internationale råvarepriser på fødevarer.

3. PRISER OG OMKOSTNINGER

Udviklingen i råvarepriser og valutakurser vil sandsynligvis spille en central rolle i inflationsudviklingen i euroområdet i fremskrivningsperioden. Den seneste tids bratte fald i priserne på råolie forventes at få en kraftig nedadrettet effekt på energiprisinflationen i 2015, som kun i mindre omfang modvirkes af den seneste depreciering af euroen. Den afdæmpede udvikling i råvarepriser, ekskl. energi, tyder på et nedadrettet pres på forbrugerprisinflationen i euroområdet, som også kommer fra importpriser, ekskl. oliepriser. Fra og med 2016 antages den eksterne prisudvikling at medføre et øget opadrettet pres på inflationen i euroområdet. I 2016 skyldes det store udslag i HICP-inflationen primært den aftagende nedadrettede effekt af tidligere fald i oliepriserne kombineret med opadrettede effekter, som stammer fra de anslåede prisstigninger på olie, der forventes at fortsætte et stykke ind i 2017, og som afspejler den stigende kurve for olieprisfutures. Ydermere vil stigende råvarepriser, ekskl. energi, en styrket global efterspørgsel og den forsinkede effekt af euroens seneste depreciering sandsynligvis føre til en markant stigning i importdeflatoren mellem 2015 og 2016.

Tabel 1 Makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet¹

(Årlige ændringer i procent)

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

1) Data for euroområdet omfatter Litauen med undtagelse af HICP-data for 2014. Den gennemsnitlige ændring i HICP i pct. år/år i 2015 er 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. Intervallerenes 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) 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 (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 produktionsgab. Ifølge ESCB's metode beregnes de konjunktuelle komponenter separat for forskellige indtægt- og udgiftskomponenter. Læs mere 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 ECB Månedsoversigt for september 2014.

Forbedrede arbejdsmarkeder og faldet i den uudnyttede kapacitet i økonomien tyder på et stigende indenlandsk prispres i fremskrivningsperioden. En vedvarende beskæftigelsesvækst og et vist fald i arbejdsløshedsprocenten forventes at fastholde en gradvis stigning i væksten i lønsum pr. ansat fra 1,5 pct. i 2014 til 2,3 pct. i 2017, samtidig med at en høj arbejdsløshed og den resterende justeringsproces i nogle eurolande, for så vidt angår omkostningseffektiviteten, hindrer en kraftigere stigning. Samtidig ventes anden runde-effekterne fra det kraftige fald i oliepriserne at få en begrænset nedadrettet effekt på lønningerne. Årsagen til denne forventning er den nedadrettede stivhed i lønningerne og indvirkningen via de automatiske lønindekseringssystemer, som bør blive begrænset, fordi disse systemer primært gælder opjusteringer, og fordi de i en række lande er blevet midlertidigt suspenderet eller betydeligt reduceret i omfang.

Avancerne (målt som forskellen mellem BNP-deflatoren i faktorpriser og væksten i enhedslønomkostninger) ventes at stige markant i fremskrivningsperioden, efterhånden som opsvinget tager til. De forventes at blive den vigtigste drivkraft bag stigningen i det indenlandske omkostningspres. Efter et lille fald i 2015 vil avancerne sandsynligvis stige i resten af fremskrivningsperioden, efterhånden som produktiviteten tiltager betydeligt, og den økonomiske aktivitet styrkes.

Sammenlignet med fremskrivningerne, der blev offentliggjort i december 2014, er fremskrivningen af HICP-inflationen blevet nedjusteret betydeligt i 2015, men opjusteret en anelse i 2016. Den samlede inflation er blevet nedjusteret med 0,8 procentpoint i 2015 sammenlignet med de seneste fremskrivninger. Dette afspejler fortrinsvis lavere oliepriser i amerikanske dollar end tidligere antaget, som kun i mindre omfang er blevet opvejet af den lavere eurokurs over for den amerikanske dollar. Nedjusteringen af HICP, ekskl. energi, i 2015 udgør 0,2 procentpoint og har relation til tidligere prognosefejl, som bl.a. skyldtes indirekte effekter af lavere oliepriser på priserne på varer og tjenesteydelser. HICP-inflation i 2016 er blevet opjusteret med 0,2 procentpoint. Opjusteringen afspejler de gunstigere vækstudsigter, forsinkede effekter fra den lavere eurokurs og den stejle kurve for olieprisfutures. Den seneste tids ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger, og især APP, har bidraget til denne opjustering af inflationen gennem flere forskellige kanaler.

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 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 atter styrkes.²

Det offentlige underskud og de offentlige gældskvoter forventes at falde gradvist i fremskrivningsperioden. Faldet i den offentlige underskudskvote understøttes af en konjunkturbetinget bedring i økonomien i euroområdet. Den strukturelle budgetsaldo ventes at blive marginalt forbedret i fremskrivningsperioden og hovedsagelig at afspejle besparelser i rentebetalingerne, som skyldes et fald i den implicitte rente. Den offentlige gældskvote ventes at toppe i 2014, hvorefter den begynder at falde i

² De finanspolitiske antagelser afspejler indholdet af finanslovene for 2015 og de nationale mellemfristede budgetplaner, som forelå 20. februar 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.

løbet af prognoseperioden som følge af den forbedrede budgetsaldo, en styrket økonomisk vækst og lave renter.

Sammenlignet med fremskrivningerne, der blev offentliggjort i december 2014, er de finanspolitiske udsigter forbedret. Da der ikke er væsentlige nyheder om finanspolitikkerne, skyldes den lille opjustering af den offentlige budgetsaldo hovedsagelig forbedrede makroøkonomiske udsigter og rentelettelser som følge af et yderligere fald i de statslige låneomkostninger. Udsigterne for den offentlige gæld er også blevet bedre som følge af positive ændringer i spændet mellem renten og BNP-væksten og i mindre udstrækning, den primære saldo.

Boks 4

FØLSOMHEDSANALYSER

Fremskrivninger er i høj grad baseret på tekniske antagelser vedrørende udviklingen i visse centrale variabler. Da nogle af disse variabler kan have en stor effekt på fremskrivningerne for euroområdet, kan fremskrivningernes følsomhed over for alternative udviklingsmønstre for disse underliggende antagelser bidrage til risikoanalysen i forbindelse med fremskrivningerne. I denne boks drøftes den usikkerhed, der findes i tilknytning til oliepriserne og valutakurserne, samt fremskrivningernes følsomhed med hensyn til disse variabler.

1) En alternativ udvikling i oliepriserne

I henhold til de tekniske antagelser ventes en stigning i oliepriserne i løbet af fremskrivningsperioden. Udviklingen stemmer overens med et opsving i efterspørgslen efter olie på verdensplan, efterhånden som opsvinget i den globale økonomi bider sig fast, og med et marginalt fald i udbuddet af olie, som skyldes utilstrækkelige investeringer og tab i olieproduktionskapaciteten i nogle olieproducerende lande.

I et alternativt scenario kunne oliepriserne dog også holde sig stort set på det nuværende niveau i hele fremskrivningsperioden og i stigende grad afvige fra basisantagelserne om oliepriserne. Sådan udvikling ville være i overensstemmelse med et fortsat stort udbud af olie og et tøvende opsving i efterspørgslen på verdensplan. På grundlag af en række makroøkonomiske modeller, som anvendes af ECB's stab, skønnes det, at en flad udvikling i oliepriserne ville bevirke, at HICP-inflationen i euroområdet vil ligge ca. 0,1-0,2 procentpoint under basisfremskrivningen for 2015 og 0,3-0,6 procentpoint under basisfremskrivningen for 2016. I 2017 ville HICP-inflationen ligge ca. 0,2-0,3 procentpoint under basisfremskrivningen. Samtidig ville den alternative udvikling i oliepriserne understøtte væksten i realt BNP med ca. 0,1-0,2 procentpoint i både 2016 og 2017.

2) En alternativ valutakursudvikling

Mens basisfremskrivningerne bygger på antagelsen om en uændret effektiv eurokurs indtil udgangen af fremskrivningsperioden, ville man kunne forestille sig et scenario, hvor en yderligere depreciering af euroen kunne blive resultatet af uensartede vækstudsigter i euroområdet og USA. Et sådant scenario ville være i overensstemmelse med forventningen om en yderligere forskel i pengepolitikken i de to økonomier. En alternativ udvikling i eurokursen, som indebærer en yderligere depreciering, er udledt af 25 pct.-fraktile af den fordeling, der fremkommer ved de implicite risikoneutrale tætheder (risk-neutral densities), udledt ved optioner, for USD/EUR-kursen 12. februar 2015. Denne udvikling indebærer en gradvis depreciering af euroen over for den amerikanske dollar til en kurs på 1,04 i 2017, hvilket er 8,8 pct. under basisantagelsen for dette år. 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 divergens i den effektive eurokurs fra basisscenariet, som medfører, at den når et niveau på 4,8 pct. under basisscenariet for 2017. I dette scenarie peger resultaterne fra en række af de makroøkonomiske modeller, som ECB's stab anvender, i retning af højere vækst i realt BNP (0,1-0,3 procentpoint) og en højere HICP-inflation (0,1-0,4 procentpoint) i 2015, 2016 og 2017.

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. De anvender desuden forskellige (delvist uspecificerede) metoder til at udlede antagelser om budgetvariabler samt finansielle og eksterne variabler, herunder oliepriserne og andre råvarepriser. Endelig anvendes forskellige metoder til at korrigere for antal arbejdsdage i de forskellige prognoser (se tabellen).

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

(Årlige ændringer i procent)

	Offentliggjort	BNP-vækst			HICP-inflation		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Fremskrivninger udarbejdet af ECB's stab	Marts 2015	1,5 [1,1-1,9]	1,9 [0,8-3,0]	2,1 [0,9-3,3]	0,0 [-0,3-0,3]	1,5 [0,8-2,2]	1,8 [1,0-2,6]
Europa-Kommissionen	Februar 2015	1,3	1,9	-	-0,1	1,3	-
OECD	November 2014	1,1	1,7	-	0,6	1,0	-
Euro Zone Barometer	Februar 2015	1,3	1,8	1,6	-0,1	1,1	1,5
Consensus Economics Forecast	Februar 2015	1,2	1,6	-	-0,1	1,1	-
Survey of Professional Forecasters	Februar 2015	1,1	1,5	1,7	0,3	1,1	1,5
IMF	Januar 2015	1,2	1,4	-	0,9	1,2	-

Kilder: Europa-Kommissionens økonomiske vinterprognose 2015; IMF World Economic Outlook, opdatering januar 2015 (BNP), IMF World Economic Outlook, oktober 2014; OECD Economic Outlook, november 2014; 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.

I de aktuelle prognoser fra disse andre organisationer ventes væksten i realt BNP i euroområdet og HICP-inflationen at blive de samme eller noget lavere end ECB's stabs fremskrivninger.

© 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.