



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

EUROSYSTEMET

EUROSYSTEMETS STABS MAKROØKONOMISKE FREMSKRIVNINGER FOR EUROOMRÅDET, DECEMBER 2015¹

1. UDSIGTER FOR EUROOMRÅDET: OVERBLIK OG HOVEDTRÆK

Det økonomiske opsving i euroområdet forventes at fortsætte. Realt BNP ventes at stige med 1,5 pct. i 2015, 1,7 pct. i 2016 og 1,9 pct. i 2017. Generelt er udsigterne stort set uændrede i forhold til september 2015-fremskrivningerne. Udsigterne for den indenlandske efterspørgsel er dog blevet bedre, mens de er blevet mindre gode for den udenlandske efterspørgsels vedkommende. Inflationen forventes at stige i fremskrivningsperioden til 1,6 pct. i 2017. Inflationsudsigterne er nedjusteret en anelse, hvilket primært afspejler lavere oliepriser.

I 2016 og 2017 forventes en række positive faktorer fortsat at understøtte opsvinget, der er drevet af den indenlandske efterspørgsel. ECB's lempelige pengepolitik bliver fortsat transmitteret til økonomien, hvilket bekræftes af en vis yderligere lempelse af kreditudbudsforholdene, den seneste vending af udviklingen med hensyn til omfanget af långivningen og deprecieringen af den effektive eurokurs. De lave oliepriser bør understøtte både forbruget og investeringerne, og den indenlandske efterspørgsel vil desuden nyde godt af en noget lempeligere finanspolitik, som bl.a. skyldes den seneste tilstrømning af flygtninge, som forventes at føre til et større offentligt forbrug og større overførsler til husholdningerne. Da behovet for nedgearing i den private sektor forventes at blive reduceret, forventes den indenlandske efterspørgsel at blive styrket i det kommende år via investeringsacceleratoren. Endvidere bør vedvarende forbedringer på arbejdsmarkedet støtte forbruget. Støtten til aktiviteten i euroområdet fra det globale opsving forventes derimod at forblive mere afdæmpet, primært som følge af en lav vækst i vækstøkonomierne.

HICP-inflationen ventes at stige til 1,0 pct. i 2016 og til 1,6 pct. i 2017. Udviklingen i HICP-inflationens energikomponent forventes at spille en vigtig rolle i HICP-inflationens udviklingsforløb i fremskrivningsperioden. Stærke opadrettede basiseffekter både ved årsskiftet og i 2. halvår 2016 ventes sammen med de olieprisstigninger, der (på linje med futurespriserne) antages at finde sted frem til 2017, at føre til en væsentlig stigning i HICP-inflationens energikomponent fra det nuværende negative niveau. Desuden forventes HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer at stige gradvist i fremskrivningsperioden. Stigninger i både lønninger og avancer forventes at presse den underliggende inflation op, efterhånden som det økonomiske opsving tager fart. Endvidere bør det markante fald i eurokursen fortsat slå igennem i HICP-inflationen.

¹ Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger 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 de tekniske antagelser, som fx oliepriser og valutakurser, var 12. november 2015 (se boks 3). Skæringsdatoen for at inkludere anden information i disse fremskrivninger var 19. november 2015.

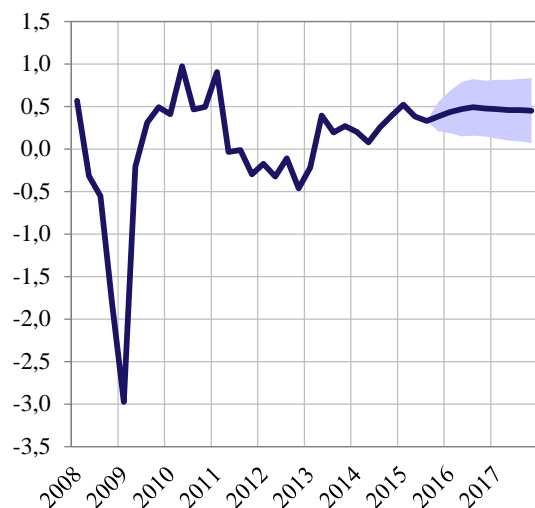
De aktuelle makroøkonomiske fremskrivninger dækker perioden 2015-2017. En så langvarig fremskrivningsperiode er forbundet med meget stor usikkerhed, hvilket bør tages i betragtning ved fortolkningen af de makroøkonomiske fremskrivninger. Se artiklen *An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections*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

Figur 1 Makroøkonomiske fremskrivninger¹⁾

(Kvartalsvise observationer)

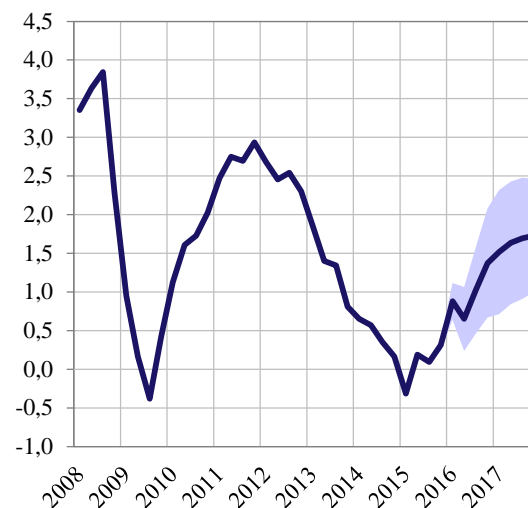
Realt BNP i euroområdet²⁾

(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 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.

2. REALØKONOMIEN

Opsvinget i aktiviteten i euroområdet ventes at fortsætte i fremskrivningsperioden og i stigende grad at blive understøttet af den indenlandske efterspørgsel. Realt BNP steg med 0,3 pct. i 3. kvartal 2015. Erhvervs- og forbrugertilliden er forblevet høj i de seneste måneder, hvilket peger i retning af stabil vækst på kort sigt. På lidt længere sigt forventes en række gunstige faktorer at understøtte væksten i realt BNP i fremskrivningsperioden, navnlig den lempelige pengepolitik, en vis lempelse af finanspolitikken, lave oliepriser og gradvist forbedrede udsigter for den globale efterspørgsel sammen med stigende eksportmarkedsandele, der afspejler den forholdsvis svage effektive eurokurs.

Det private forbrug ventes at forblive den største drivkraft bag opsvinget. Den nominelle disponible indkomst bør øges i fremskrivningsperioden, understøttet af en stigende lønindkomst på baggrund af en robust beskæftigelsesvækst og en stigende vækst i den nominelle lønsum pr. ansat samt af anden personindkomst, som også stiger. Desuden vil højere overførsler og lavere direkte skatter øge husholdningernes indkomst i 2016. Der forventes en fortsat robust vækst i den disponible realindkomst i 2016, hvorefter den aftager i 2017 som følge af stigende forbrugerpriser. Lave finansieringsomkostninger og stigninger i husholdningernes nettoformuer, der begge styrkes af opkøbsprogrammet (APP), bør understøtte det private forbrug, selv om den lave rente også påvirker den disponible indkomst negativt på grund af lavere renteindtægter. Samlet set ventes en gennemsnitlig årlig vækst i det private forbrug på 1,7 pct. i perioden 2015-2017 efter en stigning på 0,8 pct. i 2014.

Opsparingskvoten ventes at forblive stort set stabil på kort sigt for derefter at falde en smule i 2017. Opsparingskvoten ventes at stige noget i 2015, hvor den afspejler en vis træghed i tilpasningen af forbruget til de olieprisrelaterede stigninger i den disponible realindkomst. Opsparingskvoten forventes at forblive stort set uændret i 2016 for derefter at falde noget i 2017. I visse lande forventes en høj arbejdsløshed og høj bruttogæld at opretholde et vist opadrettet pres på opsparringen, mens de meget lave

renter i nogle lande kan indebære et behov for yderligere opsparring. Over tid forventes en række nedadrettede pres på opsparringen dog at dominere. For det første bør husholdningernes forbrug efterhånden indhente stigningen i den disponible indkomst som følge af faldet i oliepriserne. For det andet bør en gradvist faldende arbejdsløshed resultere i lavere opsparring af forsigtighedshensyn, så husholdningerne får mulighed for at foretage større indkøb, som de måske tidligere har udskudt. Endelig har meget lave renteindtægter en tendens til at modvirke opsparring på grund af en intertemporal substitutionseffekt.

Boliginvesteringerne i euroområdet forventes igen at stige, om end fra et meget lavt niveau. Reviderede data tyder på en noget stærkere aktivitet inden for boliginvesteringer i 1. halvår 2015. Fremadrettet bør boliginvesteringerne tiltage i fremskrivningsperioden, understøttet af en vedvarende vækst i den disponible realindkomst, meget lave realkreditrenter og lempeligere finansieringsvilkår, der yderligere forstærkes af APP. Dette bør resultere i en stærkere vækst i udlån til husholdninger, der understøtter boliginvesteringerne. Imidlertid vil husholdningernes høje gælds niveau sammen med ugunstige demografiske effekter i nogle eurolande sandsynligvis modvirke en kraftigere stigning i boliginvesteringerne.

Erhvervsinvesteringerne forventes gradvist at tiltage, understøttet af forbedrede finansieringsvilkår og af konjunkturopsvinget. Den lempelige pengepolitik, acceleratoreffekter på baggrund af den ventede styrkelse af den indenlandske og udenlandske efterspørgsel, behovet for modernisering af kapitalbeholdningen efter flere år med et lavt investeringsniveau, finanspolitiske foranstaltninger i nogle lande og en stigning i avancerne i en allerede kontantstærk sektor af ikke-finansielle selskaber er faktorer, som alle ventes at understøtte virksomhedernes udgifter til produktionsmidler. Desuden bør det samlede pres fra nedgearingen i euroområdets virksomheder i mindre grad end tidligere begrænse erhvervsinvesteringerne i fremskrivningsperioden. I de fleste lande er gælden som andel af egenkapitalen således også faldet væsentligt fra toppunktet under den finansielle krise og er nu på et historisk lavpunkt. Stigningen i erhvervsinvesteringer vil dog stadig blive bremset af de resterende finansielle flaskehalse og en høj gældsætning i nogle lande samt forventninger om en svagere vækst i produktionspotentialet end hidtil.

Den finanspolitiske stramhedsgrad, målt ved ændringen i den konjunkturkorrigerede primære saldo fratrukket statsstøtte til den finansielle sektor, forventes at yde et svagt positivt bidrag til efterspørgslen i fremskrivningsperioden. Efter en svag stramning af diskretionære finanspolitiske foranstaltninger i 2015, ventes diskretionære lempelser i 2016, mens de finanspolitiske foranstaltninger antages at være neutrale i 2017.² Væksten i det offentlige reale investeringer forventes at tage til i 2016 og at accelerere yderligere i 2017, mens det offentlige forbrug antages at vokse forholdsvis hurtigt. Tilstrømningen af flygtninge forventes at bidrage til en lempelse af finanspolitikken i euroområdet (se boks 2).

Den udenlandske efterspørgsel i euroområdet forventes at blive dæmpet af en svag vækst i vækstøkonomierne og en lav handelsintensitet i den globale vækst, men ventes at stige gradvist igen i løbet af fremskrivningsperioden (se boks 1). Selv om den udenlandske efterspørgsel forventes at blive gradvist styrket i løbet af fremskrivningsperioden, vil det dog ske i et langsomt tempo på grund af en svag importvækst i vækstøkonomierne. Den forventes at ligge et godt stykke under niveauet før krisen som følge af både en lavere global aktivitet og en lavere global handelsselasticitet i forhold til væksten, især i vækstøkonomierne.

Væksten i eksport til lande uden for euroområdet bør stige i løbet af fremskrivningsperioden. Væksten i eksport til lande uden for euroområdet ventes fortsat at være højere end væksten i den udenlandske efterspørgsel i fremskrivningsperioden, idet eksporten drager fordel af de forsinkede effekter af deprecieringen af den effektive eurokurs og en styrkelse af konkurrenceevnen. Væksten i import fra lande uden for euroområdet ventes at forblive forholdsvis begrænset i fremskrivningsperioden, hvilket

² De finanspolitiske antagelser afspejler indholdet af finanslovene for 2016 samt andre relevante informationer, som forelå 19. november 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, og som sandsynligvis vil gå igennem lovgivningsprocessen.

skyldes den samlede efterspørgsels sammensætning, der er domineret af udgiftskomponenter med et lavt importindhold som fx det offentlige og private forbrug. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster forventes at stige fra 2,4 pct. af BNP i 2014 til 3,0 pct. i 2015, inden det falder til 2,9 pct. i 2016 og 2,7 pct. i 2017.

Det negative produktionsgab forventes at blive reduceret på baggrund af den beskedne vækst i produktionspotentialet. Væksten i produktionspotentialet skønnes ikke at blive mere end ca. 1 pct. i fremskrivningsperioden, hvilket stadig er klart under væksten før krisen. Da væksten i realt BNP ventes at ligge over potentialet, forventes det negative produktionsgab at blive reduceret væsentligt sidst i fremskrivningsperioden.

Boks 1

INTERNATIONALE FORHOLD

Den globale økonomi forsætter sit gradvise opsving, men tempoet i den økonomiske vækst er stadig beskedent. Indikatorer for den globale aktivitet og foreliggende landeoplysninger peger på en fortsat moderat global vækst i 3. kvartal 2015. På længere sigt bør den globale aktivitet fortsætte et gradvist – om end ujævnt – moderat opsving, der er drevet af robuste vækstudsigter i de fleste avancerede økonomier, mens udsigterne i vækstøkonomierne fortsat er historisk afdæmpede. Lave oliepriser, gunstige finansieringsforhold, forbedrede arbejdsmarkeder og forbedret tillid samt aftagende modvind fra den private sektors nedgearing og den finanspolitiske konsolidering bør understøtte udsigterne for de avancerede økonomier. Udsigterne på mellemlangt sigt for vækstøkonomierne er derimod mere blandede. Mens en styrket efterspørgsel i de avancerede økonomier bør understøtte et opsving i den økonomiske aktivitet, hæmmer strukturelle forhindringer og makroøkonomiske ubalancer i flere store vækstøkonomier stadig vækstudsigterne i disse økonomier. Samtidig er nogle af disse økonomier ved at tilpasse sig lavere priser på råvarer og strammere eksterne finansieringsforhold forud for normaliseringen af den amerikanske pengepolitik, mens den politiske usikkerhed fortsat er høj i nogle af økonomierne. Den globale vækst (ekskl. euroområdet) ventes at stige gradvist fra 3,1 pct. i 2015 til 3,6 pct. i 2016 og tæt på 3,9 pct. i 2017. Dette indebærer en nedjustering i forhold til septemberfremskrivningerne på 0,1 procentpoint for 2015 og 0,2 procentpoint for 2016.

Verdenshandlen var ekstremt svag i 1. halvår 2015, men forventes gradvist at blive styrket. Tallene for verdenshandlen i 1. halvår 2015 er blevet kraftigt nedjusteret og viser nu en mere markant nedgang. Mens det betydelige fald i importen i Rusland og Brasilien i denne periode delvis kan forklares ved en faldende indenlandsk efterspørgsel og valutaens depreciering, tyder det på, at udviklingen i andre økonomier (herunder Storbritannien, Japan og Kina) fortrinsvis afspejler støj i handelsdataene. De seneste indikatorer for handlen tyder på en vis stabilisering i 3. kvartal 2015, men generelt vil der sandsynligvis være tale om en moderat vækst på kort sigt. På længere sigt forventes verdenshandlen at blive gradvist styrket – på linje med opsvinget i den globale aktivitet – men det står klart, at den ikke vil komme op på den samme vækst som før den finansielle krise. I fremskrivningsperioden ventes der generelt en temmelig svag udvikling i den globale import og den udenlandske efterspørgsel i euroområdet i forhold til globalt BNP. Væksten i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet forventes at stige fra -0,1 pct. i 2015 til 2,7 pct. i 2016 og 3,8 pct. i 2017. I forhold til septemberfremskrivningerne er dette en nedjustering på 1,6 procentpoint i 2015, 0,7 procentpoint i 2016 og 0,3 procentpoint i 2017.

Internationale forhold

(Årlige ændringer i procent)

	December 2015				September 2015			Justeringer siden september 2015		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet)	3.7	3.1	3.6	3.9	3.2	3.8	4.0	-0.1	-0.2	0.0
Verdenshandlen (ekskl. euroområdet) ¹⁾	3.2	0.5	2.9	3.8	1.4	3.3	4.1	-0.9	-0.5	-0.3
Udenlandsk efterspørgsel i euroområdet ²⁾	3.3	-0.1	2.7	3.8	1.5	3.3	4.1	-1.6	-0.7	-0.3

Anm.: 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.

Forbedringen på arbejdsmarkedet i euroområdet forventes at fortsætte i fremskrivningsperioden.

Antallet af beskæftigede forventes at fortsætte den kraftige vækst i 2. halvår 2015. Det ventes at fortsætte med at stige i 2016 og 2017, først og fremmest drevet af det økonomiske opsving, finanspolitiske incitament i nogle lande, løntilbageholdenhed, tidligere arbejdsmarkedsreformer og den gradvise integrering af flygtninge på arbejdsmarkedet. Antal arbejdstimer pr. ansat ventes at stige noget i fremskrivningsperioden, men ventes stadig at ligge langt under niveauet før krisen. Denne udvikling i beskæftigelsen indebærer en øget vækst i arbejdskraftsproduktiviteten fra 0,3 pct. i 2014 til 0,9 pct. i 2017 i overensstemmelse med dens traditionelle procykliske mønster. Arbejdsstyrken forventes at vokse kraftigere end tidligere ventet, med 0,5 pct. i både 2016 og 2017 efter en årlig vækst på 0,2 pct. i 2014 og 2015, hvilket afspejler den fortsatte tilstrømning af flygtninge (se boks 2) og aftagende demotivationseffekter. Arbejdsløsheden forventes at falde til 10,1 pct. i 2017, hvilket stadig er langt over niveauet før krisen (7,5 pct. i 2007).

Sammenlignet med septemberfremskrivningerne er udsigterne for væksten i realt BNP stort set uændrede. En mindre opjustering i 2015 afspejler primært det stærkere resultat for 2. kvartal 2015. De stort set ujusterede udsigter for 2016 og 2017 afspejler to modsatrettede faktorer: på den ene side mere robuste udsigter for det private forbrug og et højere offentligt forbrug, som bl.a. skyldes finanspolitiske foranstaltninger, der er truffet som reaktion på flygtningetilstrømningen, og på den anden side svagere udsigter for eksporten på grund af en svagere udenlandsk efterspørgsel.

Boks 2

EFFEKTEN AF FLYGTNINGETILSTRØMNINGEN PÅ EUROOMRÅDETS ØKONOMI

Euroområdet oplever for tiden en hidtil uset tilstrømning af flygtninge. Ifølge FN's Højkommissariat for Flygtninge havde over 850.000 flygtninge krydset Middelhavet ved udgangen af november 2015, en flygtningestrøm langt større end den, der blev observeret under krisen på Balkan i begyndelsen af 1990'erne. I de foreliggende fremskrivninger antages det, at der i 2017 sandsynligvis er ankommet yderligere 2,4 mio. flygtninge til euroområdet (mindre end 1 pct. af befolkningen i euroområdet) sammenlignet med junifremskrivningerne.

Vurderingen af flygtningetilstrømningens effekt på realøkonomien og de offentlige finanser er forbundet med meget høj usikkerhed. Det er stadig meget uklart, hvor mange flygtninge der vil komme, og hvilke kvalifikationer de har, og det er næsten umuligt at forudsige, hvor mange familiemedlemmer der efterfølgende vil komme. Det er heller ikke klart endnu, hvordan de vil blive fordelt i eurolandene. Desuden er de nationale asylpolitikker – med de makroøkonomiske og finanspolitiske virkninger, de har – ved at blive justeret.

Den makroøkonomiske effekt på udbudssiden vil i høj grad afhænge af arbejdsmarkedsdeltagelsen, og hvor hurtigt flygtningene kommer ind på arbejdsmarkedet. Generelt er det en langvarig proces for flygtninge at komme ind på værtslandets formelle arbejdsmarked. Først skal de have asyl og nogle gange arbejdstilladelse, de skal lære sproget og have anerkendt deres faglige kvalifikationer. På grund af juridiske og praktiske begrænsninger tager det i euroområdet i gennemsnit minimum seks måneder, før flygtninge kan komme på arbejdsmarkedet, men der er store forskelle landene imellem, og i praksis kan det for mange flygtninge tage flere år at finde et fast arbejde. I forbindelse med basisscenarioet for euroområdet er det antaget, at de flygtninge, der ankommer, er overvejende unge mennesker, som konkurrerer med nationale arbejdstagere i den lave ende af kvalifikations- og lønkurven. Endvidere antages det, at kun ca. en fjerdedel af alle flygtninge er blevet en del af arbejdsstyrken ved slutningen af fremskrivningsperioden.

Den makroøkonomiske effekt af flygtningetilstrømningen på kort til mellemlangt sigt virker ad både efterspørgsels- og udbudskanalen. I første omgang vil et positivt efterspørgselsstød som følge af et højere privat og offentligt forbrug øge priser og produktion, understøttet af en forholdsvis lav opsparing og en høj forbrugstilbøjelighed blandt flygtningene. Omfanget af dette stød vil muligvis også afhænge af, hvor mange penge flygtningene sender til deres hjemlande. Samtidig kan økonomien i nogle lande blive negativt påvirket af en faldende tillid hos forbrugere og virksomheder. Dette kan være udtryk for bekymring for, at integrationen af flygtningene skader indbyggernes muligheder på arbejdsmarkedet – i det omfang flygtningene ikke ansættes i ubesatte stillinger – og at turistbranchen i de sydeuropæiske lande, der modtager mange flygtninge, påvirkes negativt. Efterhånden som nogle af flygtningene kommer ind på arbejdsmarkedet, kan det have en dæmpende effekt på lønsum pr. ansat og på produktiviteten på grund af det stigende antal lavtuddannede og lavtlønnede arbejdstagere. På kort sigt kan inflationen imidlertid stige i forhold til et basisscenario, der ikke tager højde for effekten af de yderligere flygtninge, som følge af en højere indenlandsk efterspørgsel, lavere produktivitet og højere huslejepriser. Derefter kan en stigende trend med hensyn til arbejdsudbud og beskæftigelse stimulere yderligere vækst via større privat forbrug og boliginvesteringer. Desuden kan væksten i produktionspotentialet drage fordel på længere sigt.

Virkingen på beskæftigelse, produktion og priser er forskellig fra land til land og vil overordnet set sandsynligvis være beskeden i basisscenarioet for euroområdet. De budgetmæssige virkninger vil imidlertid være markante. Den budgetmæssige virkning af flygtningetilstrømningen forventes at afspejle offentlige udgifter til fødevarer og indkvartering, pengeoverførsler til flygtninge og, i mindre udstrækning, et øget offentligt forbrug, bl.a. i form af udgifter til uddannelse, sundhed og integration i det hele taget. De forventede kortsigtede budgetmæssige effekter afspejler, at der ikke er tegn på, at det offentlige foretager yderligere, større investeringer, selv om noget tyder på, at der bliver behov for flere boliger. Flygtningetilstrømningen forventes at bidrage til en mere lempelig finanspolitik i euroområdet end i de tidligere fremskrivninger. Den budgetmæssige effekt på de offentlige finanser forventes at vare gennem hele fremskrivningsperioden i de lande, som er mest berørt. Med undtagelse af enkelte lande, hvor de yderligere (begrænsede) omkostninger som følge af flygtninge, der kommer til landet, forventes at blive dækket med en omprioritering af udgifterne eller ved at trække på reserver, forventes disse udgifter at øge det offentlige underskud, ikke mindst fordi stabilitets- og vækstpagten giver mulighed for en vis fleksibilitet i denne henseende. På længere sigt kan den finanspolitiske effekt måske blive mere gunstig, hvilket først og fremmest afhænger af, hvornår og i hvilket omfang flygtningene kommer ind på arbejdsmarkedet.

Boks 3

TEKNISKE ANTAGELSER OM RENTER, VALUTAKURSER OG RÅVAREPRISER

Sammenholdt med septemberfremskrivningerne omfatter ændringerne i de tekniske antagelser lavere oliepriser og råvarepriser ekskl. energi i amerikanske dollar, en mindre appreciering af den effektive eurokurs og lavere renter i euroområdet.

De tekniske antagelser om renter og råvarepriser bygger på markedsforsventningerne på skæringsdatoen 12. november 2015. De korte renter refererer til 3-måneders EURIBOR, hvor markedsforsventningerne udledes af futuresrenten. Metoden giver et gennemsnitligt niveau for disse korte renter på 0,0 pct. i 2015, -0,2 pct. i 2016 og -0,1 pct. i 2017. Markedsforsventningerne 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 1,7 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 være stort set stabil i 2016 for derefter at stige beskedent i 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. november, at stige fra det daværende niveau på 45 dollar pr. tønde til 52,2 dollar i 2016 og 57,5 dollar i 2017. Priserne på råvarer ekskl. energi i amerikanske dollar antages at vise en stigende tendens.² De bilaterale valutakurser antages at forblive uændrede i fremskrivningsperioden på det gennemsnitlige niveau for den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen 12. november. Dette indebærer en dollarkurs på 1,09 USD pr. euro i fremskrivningsperioden.

Tekniske antagelser

	December 2015				September 2015			Justeringer siden september 2015 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
3-måneders EURIBOR (i pct., pr. år)	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,2
10-årige statsobligationsrenter (i pct., pr. år)	2,0	1,2	1,4	1,7	1,3	1,6	1,8	-0,1	-0,2	-0,1
Oliepris (USD/pr. tønde)	98,9	53,8	52,2	57,5	55,3	56,1	60,9	-2,7	-6,9	-5,6
Råvarepriser, ekskl. energi, i USD (årlige ændringer i pct.)	-8,6	-18,7	-5,2	4,1	-19,7	-4,6	4,4	1,0	-0,7	-0,4
USD/EUR-kurs	1,33	1,11	1,09	1,09	1,11	1,10	1,10	0,3	-1,0	-1,0
Nominel effektiv eurokurs (EER 38) (årlige ændringer i pct.)	2,4	-7,1	0,1	0,0	-7,8	0,3	0,0	0,7	-0,2	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, vægtet i forhold til årlige BNP-tal og forlænget med terminsudviklingen, som udledes af ECB's 10-årige par-rente fra rentekurven for alle obligationer i euroområdet, med den indledende forskel mellem de to serier, som er holdt konstant i fremskrivningsperioden. Spændene mellem landespecifikke statsobligationsrenter og det tilsvarende euroområdegennemsnit antages at være konstant i fremskrivningsperioden.

2 Antagelser om olie- og råvarepriser på fødevarer er baseret på futureskontrakter indtil udgangen af fremskrivningsperioden. Priserne på råvarer ekskl. energi og fødevarer antages at følge futureskontrakterne indtil 4. kvartal 2016 for derefter at udvikle sig på linje med den globale økonomiske aktivitet.

3. PRISER OG OMKOSTNINGER

HICP-inflationen har ligget tæt på nul i de seneste måneder. Den lave samlede inflation afspejler et intensiveret nedadrettet pres fra energipriserne relateret til det seneste fald i oliepriserne. Samtidig er HICP-inflationen ekskl. energi steget en smule i de seneste måneder. Dette afspejler stigninger i inflationen i priserne på fødevarer og industrivarer ekskl. energi. For de sidstnævntes vedkommende er inflationen steget som følge af den kraftige depreciering af euroen. På trods af en vis volatilitet har inflationen i priserne på tjenesteydelser derimod været praktisk taget flad i de seneste måneder, hvilket afspejler et moderat indenlandsk omkostningspres.

Den gennemsnitlige HICP-inflation ventes at blive 0,1 pct. i 2015 for derefter at stige til 1,0 pct. i 2016 og 1,6 pct. i 2017. HICP-inflationens energikomponent forventes at have stor indflydelse på HICP-inflationens udvikling i fremskrivningsperioden. Betydelige opadrettede basiseffekter og de forventede

stigninger i oliepriserne (ifølge futuresmarkederne) ventes at medføre en markant stigning i HICP-inflationens energikomponent frem til 2017. HICP-inflationen ekskl. energi ventes at stige gradvist på linje med stigninger i det indenlandske omkostningspres, efterhånden som det negative produktionsgab indsnævres. Der forventes også opadrettede effekter på HICP-inflationen ekskl. energi fra den markante depreciering af euroen og fra de indirekte effekter af den ventede stigning i råvarepriserne i fremskrivningsperioden. Samtidig forventes det, at administrativt fastsatte priser og afgiftsændringer fortsat får en begrænset effekt på inflationen.

Deprecieringen af euroen, opadrettede olieprisrelaterede basiseffekter og de ventede stigninger i råvarepriserne forventes at være blandt de vigtigste drivkræfter bag inflationsstigningen i fremskrivningsperioden. Efter flere år med nedadrettede prispres som følge af forholdene uden for euroområdet forventes importpriserne at stige og bidrage til HICP-inflationens stigning i fremskrivningsperioden. Den årlige vækst i importdeflatoren ventes at stige fra -2,0 pct. i 2015 til 0,4 pct. i 2016 og 1,8 pct. i 2017. En vigtig faktor bag disse stigninger er den betydelige svækkelse af eurokursen, hvis gennemslag på de indenlandske priser, via importpriserne, typisk er langvarigt og forventes også at påvirke de indenlandske priser i 2016 og 2017. Desuden vil priserne på energi og råvarer ekskl. energi presse euroområdets import og forbrugerpris-inflation op i løbet af fremskrivningsperioden.

Et stigende indenlandsk prispres ventes også at bidrage til stigningen i HICP-inflationen, især mod slutningen af fremskrivningsperioden. Det ventede fortsatte økonomiske opsving og den ventede styrkelse af efterspørgslen bør afspejles i yderligere forbedringer af arbejdsmarkedsforholdene og virksomhedernes "pricing power". På baggrund heraf forventes både lønninger og avancer at stige og øge det indenlandske prispres.

Den uudnyttede kapacitet på arbejdsmarkedet mindskes, hvilket ventes at føre til større vækst i den nominelle lønsum pr. ansat. Lønvæksten forventes dog at forblive forholdsvis moderat. Blandt de faktorer, der hæmmer væksten i lønsum pr. ansat under det aktuelle økonomiske opsving, er den uudnyttede kapacitet, som stadig findes på arbejdsmarkedet, og den aktuelle lave inflation. Også den igangværende justeringsproces, der har til formål at øge priskonkurrenceevnen i nogle eurolande, forventes at få en afdæmpende virkning på lønvæksten. Desuden er strukturelle arbejdsmarkedsreformer, som er blevet gennemført under krisen, og potentielt også ophobet løntilbageholdenhed relateret til en nedadrettet stivhed i de nominelle lønninger under krisen, faktorer, som kan bremse en stigning i lønvæksten under det nuværende opsving. Væksten i enhedslønomkostningerne ventes fortsat at ligge omkring det seneste lave niveau indtil begyndelsen af 2017, idet den ventede konjunkturbestemte acceleration i produktiviteten udligner den gradvise stigning i lønvæksten. Derefter indebærer en stabilisering af produktivitetsvæksten sammen med en yderligere stigning i lønvæksten en styrkelse af væksten i enhedslønomkostningerne i 2017.

Avancerne forventes at blive styrket, efterhånden som det økonomiske opsving fortsætter. Yderligere forbedringer i efterspørgslen og reduktion af den uudnyttede kapacitet i økonomien forventes i fremskrivningsperioden at understøtte virksomhedernes "pricing power" og fortsættelsen af den stigning i avancerne, som er observeret på det seneste. Uventede gevinster i forbindelse med de seneste kraftige fald i olie- og råvarepriserne samt euroens depreciering som følge af eksportørernes "pricing to market"-strategier har bidraget til den seneste avancementstigning. Derimod forventes en afdæmpende virkning på avancerne fra strukturreformer på produktmarkederne, som er gennemført under og efter krisen, da de forventes at have medført større konkurrence på nogle markeder. Alt i alt ventes avancerne at stige i fremskrivningsperioden efter en længerevarende svag udvikling gennem de seneste par år. De ventes at stige med gennemsnitligt ca. 0,5 pct. om året i perioden 2015-2017.

I forhold til septemberfremskrivningerne er udsigterne for HICP-inflationen blevet nedjusteret en smule. Nedjusteringen kan primært tilskrives et svagere eksternt prispres relateret til lavere oliepriser end antaget.

4. FINANSPOLITISKE UDSIGTER

Den offentlige budgetsaldo ventes at forbedres. Den gradvise forbedring af forholdet mellem den offentlige budgetsaldo og BNP skyldes dels det konjunkturbetingede opsving, dels faldende renteudgifter, mens den strukturelle primære saldo ventes at forringes noget i 2016 og forblive stabil i 2017. Den offentlige gælds andel af BNP steg frem til 2014, men ventes at begynde at falde fra og med 2015.

Sammenlignet med septemberfremskrivningerne er de finanspolitiske udsigter stort set uændrede. Den offentlige budgetsaldo er blevet en anelse opjusteret for 2015 og en anelse nedjusteret for 2017, hvilket afspejler ændringer i omfanget af den finanspolitiske konsolidering. Gældsudviklingen bliver mere gunstig i fremskrivningsperioden, hvilket afspejler en gunstigere forskel mellem væksten og renten og en positiv virkning af underskuds-/gældsjusteringen.

Tabel 1 Makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet¹⁾

(Årlige ændringer i procent)

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

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) Justeringerne 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 absolute 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 produktionsgabets. Ifølge ESCB's metode beregnes de konjunkturelle komponenter separat for forskellige indtægts- 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.

FØLSOMHEDSANALYSER

Fremskrivninger baseres i stor udstrækning på tekniske antagelser om udviklingen i en række centrale variabler. Da nogle af disse kan have en stor effekt på fremskrivningerne for euroområdet, kan undersøgelsen af sidstnævntes følsomhed i relation til alternative udviklingsmønstre i de underliggende antagelser være en hjælp til at analysere risici i forbindelse med fremskrivningerne. I denne boks drøftes usikkerheden om oliepriser og valutakurser samt fremskrivningernes følsomhed i relation til disse variabler.

1) En alternativ udvikling i oliepriserne

Alternative modeller for oliepriserne viser noget højere oliepriser i 2016 og 2017 end dem, futuresmarkederne indikerer. De tekniske antagelser om udviklingen i oliepriserne, der ligger til grund for basisfremskrivningerne, og som er baseret på futuresmarkederne, forudsiger en stigning i oliepriserne i fremskrivningsperioden (se boks 3). Denne udvikling er i overensstemmelse med et vist opsving i efterspørgslen efter olie på verdensplan forbundet med, at væksten i verdensøkonomien tager til, og en vis nedgang i væksten i olieforsyningen. Alternative modeller, som ECB's stab¹⁾ anvender til at udarbejde fremskrivninger af oliepriserne i fremskrivningsperioden, peger i øjeblikket i retning af en anelse højere oliepris i fremskrivningsperioden, end det fremgår af de tekniske antagelser. Dette ville svare til et endnu kraftigere opsving i den globale efterspørgsel efter olie på mellemlangt sigt og/eller en større nedgang i væksten i olieforsyningen som følge af lavere investeringer i oliesektoren og således en nedgang i olieudvindingskapaciteten i nogle lande som reaktion på det seneste fald i oliepriserne. Effekten af denne alternative udvikling, hvor oliepriserne ville stige en anelse kraftigere og være 5,8 pct. højere end i basisscenariet for 2017, ville dæmpe væksten i realt BNP en anelse (en nedgang på 0,1 procentpoint i 2017), samtidig med at den ville medføre en noget hurtigere stigning i HICP-inflationen i 2016 og 2017 (en stigning på ca. 0,1 procentpoint i både 2016 og 2017).

2) En alternativ udvikling i valutakursen

Der er både opadrettede og nedadrettede risici for udviklingen i den effektive eurokurs. De nedadrettede risici skyldes hovedsaglig en voksende forskel på den pengepolitik, der føres på de to sider af Atlanten. Især kunne en yderligere pengepolitisk lempelse i euroområdet og en stigning i federal fondsrenten i USA lægge et forstærket nedadrettet pres på euroen. Til gengæld kunne opadrettede risici knyttet til eurokursen skyldes stigende bekymring om væksten i vækstøkonomierne og i Kina i særdeleshed. Den deraf følgende stigning i markedets volatilitet kan føre til en appreciering af euroen som følge af afviklingen af store "carry trade"-aktiviteter.

Til illustration af de risici, som findes i tilknytning til fremskrivningerne, indeholder denne følsomhedsanalyse to alternative scenarier for udviklingen i eurokursen. Det første er udledt af 25 pct.-fraktilen af den fordeling, som fremgår af de risikoneutrale tætheder (risk-neutral densities) udledt ved optioner for USD/EUR-kursen 12. november 2015. Denne udvikling indebærer en gradvis depreciering af euroen over for den amerikanske dollar til en kurs på 0,99 USD/EUR i 2017, hvilket er 8,1 pct. under basisscenariet for 2017. Den anden er baseret på 75 pct.-fraktilen af den samme fordeling og indebærer en gradvis appreciering af euroen over for den amerikanske dollar til en kurs på 1,18 USD/EUR i 2017, hvilket er 8,9 pct. over basisscenariet for 2017. De tilsvarende antagelser om den nominelle effektive eurokurs (NEER-38) afspejler tidligere forløb, hvorved ændringer i USD/EUR-kursen svarer til ændringer i den effektive valutakurs med en elasticitet på ca. 52 pct. I tilfældet med en depreciering resulterer dette i en gradvis, nedadrettet divergens i NEER-38 i forhold til basisscenariet til et niveau, der ligger 4,3 pct. under basisscenariet i 2017. I tilfældet med en appreciering bringer den implicitte opadrettede divergens i NEER-38 kursen op på et niveau, der ligger 4,5 pct. over basisscenariet i 2017.

I begge scenarier peger resultaterne fra en række af stabens makroøkonomiske modeller i retning af relativt kraftige indvirkninger på BNP-væksten og HICP-inflationen i 2016 og 2017. Resultaterne for deprecieringen af euroen peger i retning af en højere HICP-inflation (en stigning på mellem 0,1 og 0,3

procentpoint i 2016 og mellem 0,3 og 0,5 procentpoint i 2017) og højere vækst i realt BNP (en stigning på mellem 0,1 og 0,2 procentpoint i 2016 og mellem 0,2 og 0,3 procentpoint i 2017). Med modsat fortegn opnås lignende resultater for apprecieringen af euroen.

1) Se den kombination af fire modeller, der blev præsenteret i artiklen *Forecasting the price of oil*, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2015.

Boks 5

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, er der ikke stor forskel på de fleste af de foreliggende prognoser fra de andre institutioner og Eurosystemets stabs decemberfremskrivninger. De befinder sig et godt stykke inden for de opstillede intervaller omkring disse fremskrivninger (vist i parentes i 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
Eurosystemets stabs fremskrivninger	December 2015	1.5 [1,4-1,6]	1.7 [1,1-2,3]	1.9 [0,9-2,9]	0.1 [0,1-0,1]	1.0 [0,5-1,5]	1.6 [0,9-2,3]
Europa-Kommissionen	November 2015	1.6	1.8	1.9	0.1	1.0	1.6
OECD	November 2015	1.5	1.8	1.9	0.1	0.9	1.3
Euro Zone Barometer	November 2015	1.5	1.7	1.8	0.1	1.0	1.5
Consensus Economics Forecast	November 2015	1.5	1.8	1.6	0.1	1.1	1.5
Survey of Professional Forecasters.	November 2015	1.5	1.7	1.8	0.1	1.0	1.5
IMF	Oktober 2015	1.5	1.6	1.7	0.2	1.0	1.3

Kilder: Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2015; IMF, World Economic Outlook, oktober 2015; OECD, Economic Outlook, november 2015; Consensus Economics Forecasts, MJEconomics og ECB's Survey of Professional Forecasters. Anm.: De makroøkonomiske fremskrivninger foretaget af Eurosystemets og ECB's stab 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, 2015

Postadresse: 60640 Frankfurt am Main, Tyskland

Telefon: +49 69 1344 0

Websted: <http://www.ecb.europa.eu>

Alle rettigheder forbeholdt.

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