



# Marts 2016

## ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet<sup>1</sup>

### 1 Udsigter for euroområdet: overblik og hovedtræk

*Det økonomiske opsving i euroområdet forventes at fortsætte, omend med mindre styrke end tidligere ventet. Det langsommere tempo afspejler en svagere global vækst og en styrket effektiv eurokurs. Målt som årligt gennemsnit ventes realt BNP at stige med 1,4 pct. i 2016, 1,7 pct. i 2017 og 1,8 pct. i 2018. Efter endnu et kraftigt fald i oliepriserne er udsigterne for HICP-inflationen blevet nedjusteret for 2016 (til 0,1 pct.) og mere moderat for 2017 (til 1,3 pct.). Inflationen forventes at stige yderligere til 1,6 pct. i 2018.*

**Udsigterne for væksten i realt BNP på kort sigt er blevet nedjusteret på grund af den senere tids øgede negative faktorer.** Disse omfatter en negativ udvikling i den globale aktivitet – navnlig i vækstøkonomierne, en styrket effektiv eurokurs og en øget usikkerhed – som afspejles i en øget volatilitet i de finansielle markeder. Når der samtidig tages højde for en svækket erhvervs- og forbrugertillid i januar og februar, er udsigterne for væksten i realt BNP på kort sigt blevet forværret siden decemberfremskrivningerne.

**En række positive faktorer forventes imidlertid at bidrage til, at det økonomiske opsving fortsætter.** ECB's lempelige pengepolitik, som i december 2015 blev yderligere styrket af meddelelsen om nye pengepolitiske foranstaltninger, indvirker fortsat på økonomien. I 2016 forventes det private forbrug at blive understøttet af endnu et kraftigt fald i oliepriserne på det seneste samt af de fortsatte, vedvarende forbedringer på arbejdsmarkedet. Det globale opsving bør også bidrage til en gradvis stigning i investeringerne, til dels som følge af acceleratorvirkninger. Den indenlandske efterspørgsel vil desuden nyde godt af en noget lempeligere finanspolitik, som bl.a. skyldes den seneste tilstrømning af flygtninge.

**Udviklingen i den samlede inflation i fremskrivningsperioden forventes at blive kraftigt påvirket af udviklingen i HICP's energikomponent.** På grund af de

---

<sup>1</sup> ECB's 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 om fx oliepriser og valutakurser var 15. februar 2016 (se boks 2). Skæringsdatoen for at inkludere anden information i disse fremskrivninger var 25. februar 2016. De aktuelle makroøkonomiske fremskrivninger dækker perioden 2016-18. 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.

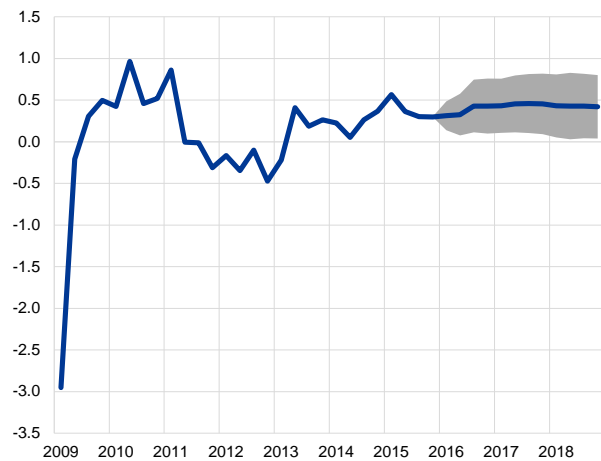
seneste måneders yderligere markante fald i oliepriserne forventes energikomponenten i HICP-inflationen at blive negativ i 2016 for efterfølgende at blive positiv i 2017 som følge af kraftige opadrettede basiseffekter og de forventede stigninger i oliepriserne, der kan udledes af udviklingen i olie futures. Samtidig ventes HICP-inflationen, ekskl. fødevarer og energi, at stige gradvist i de kommende år, i takt med at forbedrede arbejdsmarkedsforhold og en faldende uudnyttet kapacitet i økonomien medfører højere lønninger og avancer. Desuden forventes forsinkede effekter af den tidligere kraftige depreciering af euroen, indirekte effekter af de forventede stigninger i priserne på energi og råvarer ekskl. energi og aftagende nedadrettede effekter af tidligere fald i disse priser at understøtte stigningen i HICP-inflationen, ekskl. fødevarer og energi.

**Figur 1**  
Makroøkonomiske fremskrivninger<sup>1)</sup>

(Kvartalsvise observationer)

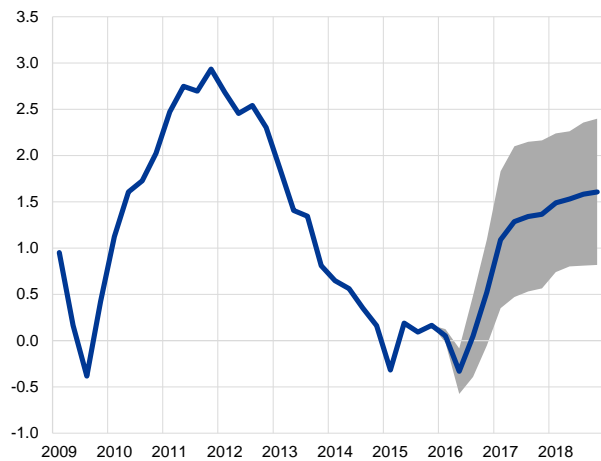
**Realt BNP i euroområdet<sup>2)</sup>**

(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. Intervallerne 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 euroområdet forventes at fortsætte, omend styrken bliver lidt mindre end tidligere ventet.** Den moderate udvikling i realt BNP fortsatte i

4. kvartal 2015 med en stigning på 0,3 pct. i forhold til det foregående kvartal. De seneste forbruger- og erhvervstillidsindikatorer faldt, men peger stadig i retning af en fortsat moderat vækst i aktiviteten i 1. halvår 2016.

**Det private forbrug ventes i stor udstrækning at nyde godt af de lave oliepriser i 2016.** Oliepriserne i amerikanske dollar forventes at ligge på 34,9 USD/pr. tønde i 2016, hvilket er 33 pct. lavere end forventet i decemberfremskrivningerne (se boks

1). Den nominelle disponible indkomst bør stige i fremskrivningsperioden, understøttet af en stabil vækst i beskæftigelsen og en stigende vækst i den nominelle lønsum pr. ansat, mens anden personindkomst også forventes at bidrage positivt. Væksten i den disponible realindkomst forventes at aftage i 2017 i takt med den forventede stigning i energiprisinflationen. Lave finansieringsomkostninger og moderate stigninger i husholdningernes nettoformuer, som begge styrkes af ECB's seneste pengepolitiske pakke, bør understøtte det private forbrug i hele fremskrivningsperioden. Samlet set forventes den årlige vækst i det private forbrug at stige fra 1,6 pct. i 2015 til 1,9 pct. i 2016 og derefter aftage til 1,8 pct. og 1,6 pct. i henholdsvis 2017 og 2018.

## Boks 1

### Tekniske antagelser om renter, valutakurser og råvarepriser

**Sammenholdt med decemberfremskrivningerne omfatter de vigtigste ændringer i de tekniske antagelser markant lavere oliepriser i amerikanske dollar, en 5-procent-appreciering af den effektive eurokurs og lavere korte og lange markedsrenter.**

#### Tekniske antagelser

	Marts 2016				December 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
3-måneders EURIBOR (i pct., pr. år)	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,2	-0,1
10-årige statsobligationsrenter (i pct., pr. år)	1,2	1,2	1,4	1,7	1,2	1,4	1,7
Oliepris (USD/pr. tønde)	52,5	34,9	41,2	44,9	53,8	52,2	57,5
Råvarepriser, ekskl. energi, i USD (årlige ændringer i pct.)	-19,9	-14,8	3,0	4,7	-18,7	-5,2	4,1
USD/EUR-kurs	1,11	1,11	1,12	1,12	1,11	1,09	1,09
Nominel effektiv eurokurs (EER 38) (årlige ændringer i pct.)	-7,1	4,8	0,2	0,0	-7,1	0,1	0,0

**De tekniske antagelser om renter og råvarepriser bygger på markedsforventningerne på skæringsdatoen 15. februar 2016.** De korte renter refererer til 3-måneders EURIBOR, hvor markedsforventningerne udledes af futuresrenten. Metoden giver et gennemsnitligt niveau for disse korte renter på -0,3 pct. i 2016 og 2017 og -0,2 pct. i 2018. Markedets forventninger til den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet tyder på en gennemsnitlig rente på 1,2 pct. i 2016, 1,4 pct. i 2017 og 1,7 pct. i 2018.<sup>2</sup> Som følge af renteutviklingen på forwardmarkedet og det gradvise gennemslag af ændringer i markedsrenten på udlånsrenten forventes de sammensatte

<sup>2</sup> Antagelsen om den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet er baseret på den vægtede gennemsnitlige rente på landenes 10-årige benchmarkobligation, vægtet i forhold til årlige BNP-tal og forlænget med terminsudviklingen, som udledes af ECB's 10-årige par-rente fra rentekurven for alle obligationer i euroområdet, med den indledende forskel mellem de to serier, som er holdt konstant i fremskrivningsperioden. Spændene mellem landespecifikke statsobligationsrenter og det tilsvarende euroområdegennemsnit antages at være konstant i fremskrivningsperioden.

bankudlånsrenter på lån til den ikkefinansielle private sektor i euroområdet at falde noget i 2016, at forblive stort set stabile i 2017 for derefter at stige beskedent i 2018. 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 15. februar, at falde fra 52,5 dollar pr. tønde i 2015 til 34,9 dollar i 2016 for derefter at stige til 41,2 dollar i 2017 og 44,9 dollar i 2018, hvilket er 17 dollar lavere i 2016 og 16 dollar lavere i 2017 end forventet i decemberfremskrivningerne. Priserne på råvarer ekskl. energi i amerikanske dollar antages at falde markant i 2016 for derefter at stige en smule i 2017 og 2018.<sup>3</sup> De bilaterale valutakurser antages at forblive uændrede i fremskrivningsperioden på det gennemsnitlige niveau for den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen 15. februar. Dette indebærer en gennemsnitlig dollarkurs på 1,11 USD pr. euro i 2016 og 1,12 USD pr. euro i 2017 og 2018 mod 1,09 USD pr. euro i decemberfremskrivningerne. Den effektive eurokurs (over for 38 handelspartnere) antages at appreciere med 5 pct. i fremskrivningsperioden.

---

#### **Udviklingen i husholdningernes opsparingskvote forventes primært at blive drevet af en udjævning af forbruget på baggrund af udviklingen i oliepriserne.**

Opsparingskvoten forventes at stige i 2016, hvilket afspejler et forsinket gennemslag fra olieprisrelaterede stigninger i realindkomsten i det private forbrug. Denne effekt forventes at være delvist aftaget i 2017. Opsparingskvoten forventes derefter at stagnere i resten af fremskrivningsperioden. Den stort set flade udvikling i opsparingskvoten afspejler modsatrettede udviklingstendenser i eurolandene. I visse lande forventes fortsat høj arbejdsløshed og høj bruttogæld samt konsekvensen af det meget lave renteniveau på pensionsrelaterede opsparinger at opretholde et opadrettet pres på opsparingerne. I andre lande forventes der fortsat et nedadrettet pres på opsparingerne. For det første bør en gradvist faldende arbejdsløshed resultere i lavere opsparing af forsigtighedshensyn, så husholdningerne får mulighed for at foretage større indkøb, som de måske tidligere har udskudt. For det andet har meget lave renteindtægter en tendens til at modvirke opsparing på grund af en intertemporal substitutionseffekt.

#### **Boliginvesteringerne i euroområdet forventes at tage til, omend fra et meget lavt niveau.**

Opsvinget i boliginvesteringer forventes at blive understøttet af en vedvarende vækst i den disponible realindkomst og meget lave realkreditrenter. Desuden synes justeringsprocesserne på boligmarkederne at være afsluttet i adskillige lande, og udsigterne for boligpriserne er blevet bedre. I mange lande vil husholdningernes høje gælds niveau dog sandsynligvis modvirke en kraftigere stigning i boliginvesteringerne. På baggrund af det forventede beskedne opsving i boliginvesteringerne forventes de i 2018 samlet set stadig at befinde sig ca. 20 pct. under toppunktet i 2007.

---

<sup>3</sup> 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 1. kvartal 2017 for derefter at udvikle sig på linje med den globale økonomiske aktivitet.

**Erhvervsinvesteringerne ventes at vise tegn på en afdæmpet bedring.** På kort sigt ventes udsigterne for erhvervsinvesteringerne at blive negativt påvirket af den seneste volatilitet i de finansielle markeder og den aftagende økonomiske vækst i vækstøkonomierne. Der er imidlertid en række faktorer, som med tiden bør understøtte investeringerne. Den meget lempelige pengepolitik, acceleratoreffekter i sammenhæng med den ventede styrkelse af efterspørgslen, behovet for at modernisere kapitalbeholdningen efter flere år med et afdæmpet investeringsniveau, specifikke landes ekspansive finanspolitiske foranstaltninger og en stigning i avancerne i en allerede kontantstærk sektor af ikkefinansielle selskaber er faktorer, som alle ventes at understøtte virksomhedernes udgifter til produktionsmidler. Desuden bør det samlede pres fra nedgearingen i euroområdet virkninger i mindre grad end tidligere begrænse erhvervsinvesteringerne i fremskrivningsperioden. Gælden som andel af egenkapitalen er således også faldet væsentligt fra toppunktet under den finansielle krise og er betydeligt lavere end det historiske gennemsnit. Stigningen i erhvervsinvesteringer vil dog stadig blive bremset af de resterende finansielle flaskehalse og en høj gældsætning i nogle lande samt forventninger om en lavere vækst i produktionspotentialet.

**Eksporten til lande uden for euroområdet bør blive positivt påvirket af den forventede bedring i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet (se boks 2) og de forsinkede virkninger af den seneste depreciering af euroen.** Efter det seneste fald forventes væksten i eksporten til lande uden for euroområdet at stige gradvist i 2016 for derefter at stige endnu mere, en smule mere end den forventede stigning i den udenlandske efterspørgsel. Eksportmarkedsandelene forventes at stige svagt i fremskrivningsperioden på grund af de forsinkede virkninger af tidligere forbedringer af konkurrenceevnen. Væksten i importen fra lande uden for euroområdet forventes at være drevet af den indenlandske efterspørgsel, som fortsat er lidt stærkere end væksten i eksporten til lande uden for euroområdet. Som følge heraf ventes det nuværende overskud på de løbende poster at falde fra 3,0 pct. af BNP i 2015 og 2016 til 2,5 pct. i 2018.

**Realt BNP forventes samlet set at stige med 1,4 pct. i 2016, 1,7 pct. i 2017 og 1,8 pct. i 2018.**

## Boks 2

### Internationale forhold

---

**Udviklingen i både de avancerede økonomier og vækstøkonomierne viste sig at være svagere end forventet ved udgangen af 2015, hvilket understreger, at den globale væksthastighed fortsat er skrøbelig.** Efter nedgangen ved årsskiftet forventes den globale økonomiske vækst at stige gradvist i et beskedent tempo, drevet af vækstudsigter, der fortsat er robuste i de fleste avancerede økonomier, og den forventede aftagende indvirkning af de dybe recessioner, som er observeret i visse store vækstøkonomier. Udsigterne for de avancerede økonomier bør understøttes af gunstige finansieringsforhold og forbedrede arbejdsmarkeder. Desuden kan forbrugertillidens høje niveau i visse vigtige avancerede økonomier betyde gunstige vækstudsigter. Udsigterne på mellemlangt sigt for vækstøkonomierne er fortsat mere usikre. Ud

over afdæmpningen i den kinesiske økonomis trendvækst og dens negative afsmitning på andre vækstøkonomier, navnlig i Asien, vil råvareeksportører skulle fortsætte deres makroøkonomiske tilpasninger for at tilpasse sig lavere råvarepriser. Disse økonomier vil desuden stå over for strammere eksterne finansieringsforhold som følge af normaliseringen af USA's pengepolitik, større politisk usikkerhed og øgede geopolitiske spændinger.

**Den globale handel har skuffet på det seneste og ventes blot at stige langsomt i fremskrivningsperioden.** I fremskrivningsperioden ventes der en noget 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 0,4 pct. i 2015 til 2,2 pct. i 2016, 3,8 pct. i 2017 og 4,1 pct. i 2018. Dette skal sammenholdes med årlige gennemsnitlige vækstrater på ca. 7,7 pct. i perioden 1999-2007.

#### Internationale forhold

(Årlige ændringer i procent)

	Marts 2016				December 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet)	3,1	3,2	3,8	3,9	3,1	3,6	3,9
Verdenshandlen (ekskl. euroområdet) <sup>1)</sup>	0,7	2,2	3,8	4,1	0,5	2,9	3,8
Udenlandsk efterspørgsel i euroområdet <sup>2)</sup>	0,4	2,2	3,8	4,1	-0,1	2,7	3,8

1) Beregnet som et vægtet gennemsnit af importen.

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

**Sammenholdt med decemberfremskrivningerne er den globale aktivitet blevet nedjusteret, især i 2016.** Den udenlandske efterspørgsel i euroområdet er også blevet nedjusteret væsentligt for 2016.

**Da den faktiske vækst i BNP forventes at være noget højere end væksten i produktionspotentialet, ventes produktionsgabene at mindskes støt i fremskrivningsperioden.** Væksten i produktionspotentialet skønnes at stige noget i fremskrivningsperioden til lidt over 1 pct., hvilket stadig er langt under niveauet før krisen.

**Arbejdsmarkedsforholdene i euroområdet forventes at blive yderligere forbedret.** Beskæftigelsen ventes fortsat at stige i fremskrivningsperioden, omend i en lidt lavere takt end tidligere ventet, primært som følge af det mere afdæmpede økonomiske opsving. Løntilbageholdenhed og tidligere arbejdsmarkedsreformer understøtter beskæftigelsesvæksten i fremskrivningsperioden. Arbejdsstyrken forventes at vokse kraftigt i fremskrivningsperioden som følge af den fortsatte tilstrømning af flygtninge og aftagende demotivationseffekter. Arbejdsløsheden, som faldt til 10,3 pct. i januar 2016, forventes at falde yderligere.

**Udsigterne for væksten i realt BNP er blevet nedjusteret i forhold til decemberfremskrivningerne.** Nedjusteringen afspejler de kombinerede negative effekter af den lavere udenlandske efterspørgsel i euroområdet og den styrkede eukurs på væksten i eksporten samt virkningen af en øget volatilitet i de finansielle markeder og svagere tillidsindikatorer på kort sigt. Disse negative effekter mere end

opvejer den gunstige virkning af lave oliepriser og de seneste yderligere pengepolitiske foranstaltninger med henblik på den indenlandske efterspørgsel.

### 3 Priser og omkostninger

**Ifølge Eurostats foreløbige skøn (offentliggjort efter skæringsdatoen for medtagelse af den seneste information i disse fremskrivninger) var HICP-inflation -0,2 pct. i februar 2016 (0,3 procentpoint lavere end i november 2015), hvilket afspejler fald i alle hovedkomponenter.** Et betydeligt negativt bidrag på 0,8 procentpoint fra HICP-inflationens energikomponent i forbindelse med den senere tids kraftige fald i oliepriserne forventes at bidrage til at lægge en betydelig dæmper på den samlede inflation i 2016, som forventes at være 0,1 pct. som gennemsnit for året. HICP-inflationen, ekskl. fødevarer og energi, ventes at stige lidt i 2016 til 1,1 pct. (0,8 pct. i 2015), omend den fortsat er ret afdæmpet som følge af indirekte effekter fra de lavere oliepriser, den seneste appreciering af den effektive eurokurs og den resterende uudnyttede kapacitet i økonomien.

**Basiseffekter fra råvarepriserne forklarer størstedelen af den forventede kraftige stigning i HICP-inflationen til 1,3 pct. i 2017.** Så snart de kraftige fald i olie- og energipriserne forsvinder fra år til år-sammenligningen, ventes opadrettede basiseffekter samt forventede yderligere stigninger i råvarepriserne at føre til et større eksternt prispres i 2017.

**Lønvæksten har været afdæmpet indtil videre, men bør stige gradvist i fremskrivningsperioden.** Selv om den høje arbejdsløshed og lavere produktivitet har begrænset lønvæksten indtil nu, forventes den fortsatte beskæftigelsesvækst at nedbringe den uudnyttede kapacitet på arbejdsmarkedet. Desuden bør den forventede stigning i inflationen også understøtte lønstigninger, især mod slutningen af fremskrivningsperioden. Lønvæksten ventes dog fortsat at være afdæmpet, hvilket også afspejler en fortsat svag produktivitetsvækst.

**Avancerne bør også blive positivt påvirket af det igangværende økonomiske opsving og de lavere oliepriser.** De yderligere forbedringer i den indenlandske efterspørgsel og faldene i den uudnyttede kapacitet i økonomien, som forventes i de kommende år, ventes at give virksomhederne en øget "pricing power", som vil påvirke deres avancer positivt. Avancerne forventes desuden fortsat at nyde godt af de uventede gevinster i forbindelse med de lavere oliepriser i 2016.

**HICP-inflationen forventes at stige yderligere til 1,6 pct. i 2018, hvilket afspejler et stigende indenlandsk prispres.**

**I forhold til decemberfremskrivningerne er udsigterne for HICP-inflationen blevet nedjusteret, især for 2016.** Den lavere inflation skyldes fortrinsvis et markant svagere eksternt prispres, der navnlig skyldes oliepriser, der er meget lavere end antaget, og en effektiv eurokurs, der er noget stærkere end antaget.

Desuden bidrager en mere moderat lønvækst end tidligere ventet også til nedjusteringen.

## 4 Finanspolitiske udsigter

**Finanspolitikken forventes at være ekspansiv i perioden frem til 2017 for derefter at være mere neutral i 2018.** Den finanspolitiske linje måles som ændringen i den konjunkturkorrigerede primære saldo af offentlig støtte til den finansielle sektor. Den ekspansive finanspolitik frem til 2017 skyldes først og fremmest lettelser af de direkte skatter i nogle lande og flygtningerrelaterede udgifter.

**I fremskrivningsperioden forventes underskuddet på den offentlige budgetsaldo at stabilisere sig på ca. 2 pct. af BNP, og den offentlige gælds andel af BNP ventes at falde en smule.** Især i 2016 er der sandsynlighed for, at det positive bidrag fra den cykliske komponent og lavere rentebetalinger til budgetsaldoen vil blive udlignet af en lempelse af finanspolitikken. Frem til 2018 forventes den gradvise nedbringelse af statsgælden primært at blive understøttet af det positive forhold mellem vækst og renter i lyset af det ventede økonomiske opsving og antagelsen om lave renter. Små primære overskud bør også have en gunstig indvirkning på den ventede gældsudvikling.

**Sammenlignet med decemberfremskrivningerne er de finanspolitiske udsigter blevet forværret en smule.** Den offentlige budgetsaldo er blevet nedjusteret en smule for 2015 på grund af effekten af et lavere nominelt BNP, og denne nedjustering vil fortsætte til 2016-17. Den offentlige gælds andel af BNP forventes at være højere i fremskrivningsperioden, hvilket afspejler et lidt lavere primært overskud og, især i 2015-16, et mindre positivt forhold mellem vækst og renter, som skyldes nedjusteringen af inflationen og væksten i nominelt BNP.



**Tabel 1****Makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet<sup>1)</sup>**

(Årlige ændringer i procent)

	Marts 2016				December 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Realt BNP <sup>1)</sup>	1,5	1,4	1,7	1,8	1,5	1,7	1,9
		[1,0 - 1,8] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,7] <sup>2)</sup>	[0,6 - 3,0] <sup>2)</sup>	[1,4 - 1,6] <sup>2)</sup>	[1,1 - 2,3] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,9] <sup>2)</sup>
Privat forbrug	1,6	1,9	1,8	1,6	1,6	1,9	1,7
Offentligt forbrug	1,4	1,5	1,1	1,2	1,4	1,2	1,0
Faste bruttoinvesteringer	2,5	2,7	3,6	3,3	2,3	2,8	3,8
Eksport <sup>3)</sup>	4,8	3,0	4,3	4,6	4,8	4,0	4,8
Import <sup>3)</sup>	5,4	4,6	5,3	5,1	5,3	4,8	5,3
Beskæftigelse	1,1	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
Arbejdsløshed (i pct. af arbejdsstyrken)	10,9	10,4	10,2	9,9	11,0	10,5	10,1
HICP	0,0	0,1	1,3	1,6	0,1	1,0	1,6
		[-0,2 - 0,4] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,0] <sup>2)</sup>	[0,8 - 2,4] <sup>2)</sup>	[0,1 - 0,1] <sup>2)</sup>	[0,5 - 1,5] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,3] <sup>2)</sup>
HICP ekskl. energi	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,3	1,5
HICP ekskl. energi og fødevarer	0,8	1,1	1,3	1,6	0,9	1,3	1,6
HICP ekskl. energi, fødevarer og afgiftsændringer <sup>4)</sup>	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,3	1,6
Enhedslønomkostninger	0,9	1,1	0,9	1,2	0,9	0,9	1,2
Lønsum pr. ansat	1,3	1,5	1,9	2,1	1,4	1,5	2,1
Arbejdskraftsproduktivitet	0,4	0,4	0,9	0,9	0,5	0,7	0,9
Offentlig budgetsaldo (i pct. af BNP)	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,8
Strukturel budgetsaldo (i pct. af BNP) <sup>5)</sup>	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1	-1,7	-1,9	-1,9
Den offentlige sektors bruttogæld (i pct. af BNP)	91,1	90,8	90,0	89,2	91,1	90,1	88,9
Betalingsbalancens løbende poster (i pct. af BNP)	3,0	3,0	2,6	2,5	3,0	2,9	2,7

1) Data korrigeret for antal arbejdsdage.

2) 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.

3) Omfatter samhandlen i euroområdet.

4) 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.

5) 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 uledet af et samlet mål for produktionsgab. Ifølge ESCB's metode beregnes de konjunktuelle 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.**Boks 3****Følsomheds- og scenarieanalyser**

**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 gennemgås den usikkerhed, der findes i tilknytning til visse vigtige underliggende antagelser samt fremskrivningernes følsomhed med hensyn til disse variabler. Boksen omfatter desuden et scenario vedrørende den mulige effekt af en mere markant og synkroniseret afmatning i vækstøkonomierne på væksten og inflationen i euroområdet.

## 1) En alternativ udvikling i oliepriserne

### **Alternative modeller for oliepriserne viser en noget hurtigere stigning i oliepriserne i fremskrivningsperioden, end futures indikerer.**

De tekniske antagelser om udviklingen i oliepriserne, der ligger til grund for basisfremskrivningerne, og som er baseret på futuresmarkederne, forudsiger en stigning på 40 pct. i oliepriserne fra 1. kvartal 2016 til 4. kvartal 2018. En kombination af andre modeller, som ECB's stab<sup>4</sup> anvender til at udarbejde fremskrivninger af oliepriserne i fremskrivningsperioden, peger i øjeblikket i retning af en højere oliepris i fremskrivningsperioden, end det fremgår af de tekniske antagelser. Dette ville svare til enten et kraftigere opsving i den globale efterspørgsel efter olie på mellemlangt sigt eller en vis nedgang i olieforsyningen som følge af lavere investeringer i oliesektoren og således en nedgang i olieudvindingskapaciteten i nogle lande som reaktion på de seneste fald i oliepriserne. Virkeliggørelsen af denne alternative udvikling, hvor oliepriserne ville være 11,6 pct. højere end i grundscenariet for 2018, ville dæmpe væksten i realt BNP marginalt, samtidig med at den ville medføre en noget hurtigere stigning i HICP-inflationen (med ca. 0,1-0,2 procentpoint i 2016, 2017 og 2018).

## 2) Alternative udviklinger i valutakursen

### **Denne følsomhedsanalyse indeholder to alternative scenarier for udviklingen i eurokursen i forhold til basisscenariet.**

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 15. februar 2016. Denne udvikling indebærer en gradvis depreciering af euroen over for den amerikanske dollar til en kurs på 1,00 USD/EUR i 2018, hvilket er 10,8 pct. under basisscenariet for 2018. 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 1,24 USD/EUR i 2018, hvilket er 11,2 pct. over basisscenariet for 2018. De tilsvarende antagelser om den nominelle effektive eurokurs afspejler tidligere forløb, hvorved ændringer i USD/EUR-kursen afspejler ændringer i den effektive valutakurs med en elasticitet på ca. 52 pct. I tilfælde af depreciering resulterer denne antagelse i en gradvis nedadrettet divergens i den effektive eurokurs fra basisscenariet, som medfører, at den når et niveau 5,8 pct. under basisscenariet i 2018. I dette scenario peger gennemsnittet af resultaterne af en række af de makroøkonomiske modeller, som ECB's 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 2016, 2017 og 2018. I tilfælde af appreciering resulterer denne antagelse i en gradvis opadrettet divergens i den effektive eurokurs fra basisscenariet, som medfører, at den når et niveau 5,5 pct. over basisscenariet i 2018. I dette scenario peger gennemsnittet af resultaterne af en række af de makroøkonomiske modeller, som ECB's stab anvender, i retning af en lavere vækst i realt BNP (et fald på 0,1-0,3 procentpoint) og lavere HICP-inflation (et fald på 0,1-0,4 procentpoint) i 2016, 2017 og 2018.

---

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

### 3) Et scenario med synkroniseret afmatning i vækstøkonomierne

**Vækstudsigterne i vækstøkonomierne er blevet forværret de seneste måneder, og de nedadrettede risici for de globale vækstfremskrivninger er taget til.** I basisscenariet for denne fremskrivning ventes dog et gradvist, dæmpet opsving i vækstøkonomierne i fremskrivningsperioden. På denne baggrund er der blevet opstillet et scenario, der skal analysere indvirkningen af en mere markant og synkroniseret afmatning i vækstøkonomierne på væksten i realt BNP og HICP-inflationen i euroområdet.

**I scenariet ventes det, at afmatningen udløses af en "hård landing" i Kina, i takt med at risici for den finansielle stabilitet bliver til virkelighed, og kapitaludstrømninger forværre den kinesiske forbruger- og erhvervstillid.** Et scenario med en "hård landing" i Kina ville medføre en kraftigere afvikling af interne kinesiske ubalancer samt en afdæmpning i investeringer med en stigende arbejdsløshed til følge. Desuden ville væksten i det private forbrug i Kina aftage betydeligt i dette scenario. Forværrede finansielle forhold og svagere udsigter i Kina er modelberegnete til at sprede sig til andre vækstøkonomier, som vil blive påvirket gennem den direkte handel og som følge af en forventet stigning i den globale usikkerhed. I dette scenario udmønter den globale usikkerhed sig i en midlertidig stigning på 10 procentpoint i VIX<sup>5</sup>, som aftager i løbet af fremskrivningsperioden. Det ventede fald i aktiekurserne i Kina forventes også at føre til et globalt fald i aktiekurserne. Den kraftigere afdæmpning i vækstøkonomierne er modelberegnet til at indebære en svagere udvikling for råvarepriserne i fremskrivningsperioden. Det er også antaget, at de kinesiske myndigheder afbøder den "hårde landing" ved at lade den kinesiske renminbi deprecere. På grund af afsmittende effekter ventes dette at føre til en depreciering af vækstøkonomiernes valutaer. På baggrund heraf apprecierer den nominelle kurs for den amerikanske dollar, den japanske yen og euroen i dette scenario. Omvendt har apprecieringen af disse tre valutaer en negativ indvirkning på eksportsektorerne i USA, Japan og euroområdet, hvilket fører til yderligere nedadrettede pres på inflationen i disse områder, især på grund af lavere importpriser.

#### De vigtigste antagelser for scenariet

	2016	2017	2018
Den kinesiske indenlandske efterspørgsel	-2,3	-4,7	-3,0
De globale aktiemarkeder	-20,0	-20,0	-20,0
Deprecieringen af den kinesiske valuta og vækstøkonomiernes valutaer i forhold til de avancerede økonomiers valutaer	-5,0	-10,0	-10,0
Nominel effektiv eurokurs	1,1	2,8	2,8
Oliepris (USD/pr. tønde)	-8,8	-26,0	-37,8

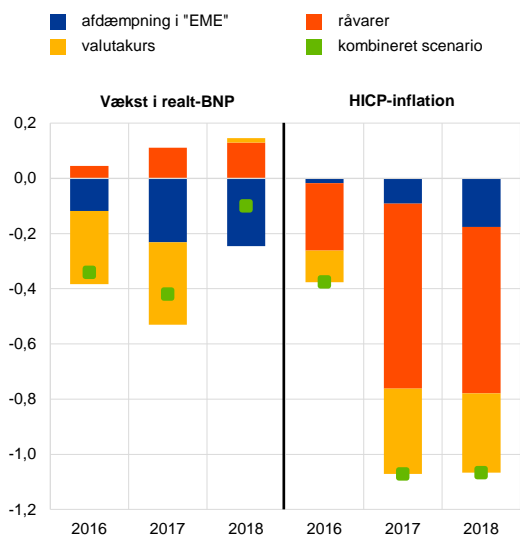
Kilde: ECB's stab.

Anm.: Beregnet som ændringer i pct. fra niveauerne i basisscenariet, bortset fra den kinesiske indenlandske efterspørgsel, som beregnes som ændringen i procentpoint fra vækstraterne i basisscenariet. Det kinesiske aktiekursindeks falder med 40 pct. fra sit niveau i basisscenariet.

<sup>5</sup> VIX er en målestok for den implicite volatilitet i aktieindekset S&P 500's optionspriser, som beregnes af Chicago Board Options Exchange.

## Bidrag til euroområdet vækst i reelt BNP og HICP-inflation

(ændring i procentpoint fra væksten i basisscenariet).



Kilde: ECB's stab.

Anm.: Scenarierne opstilles ved hjælp af flere modeller. Pengepolitikken antages at være exogen. "EME" står for vækstøkonomier.

I dette scenarie ville både væksten i reelt BNP og HICP-inflationen i euroområdet være lavere end i basisscenariet. Oplysninger fra en række af ECB's stabs makroøkonomiske modeller peger i retning af, at afmatningen i aktiviteten i vækstøkonomierne ville medføre en lavere udenlandsk efterspørgsel i euroområdet og dermed lægge en dæmper på væksten i reelt BNP og HICP-inflationen i euroområdet i både 2017 og 2018. De dermed forbundne lavere råvarepriser (både olie og andre råvarer end olie) efter afmatningen i vækstøkonomierne ville sætte skub i aktiviteten i euroområdet efter en stigning i husholdningernes realindkomst og højere virksomhedsavancer. Samtidig ville lavere råvarepriser medføre et stærkt nedadrettet pres på HICP-inflationen i euroområdet. Endelig ville apprecieringen af euroen i forhold til den kinesiske renminbi og andre vækstøkonomiers valutaer medføre yderligere nedadrettede pres på aktiviteten og priserne i euroområdet. Samlet set ville en

synchroniseret afmatning i vækstøkonomierne, udløst af Kina, indebære betydelige nedadrettede risici for basisfremskrivningerne for både væksten i reelt BNP og HICP-inflationen i euroområdet.

## 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 ECB's 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, viser de fleste af de foreliggende prognoser fra de andre institutioner højere vækst i reelt BNP og højere inflation i 2016, men adskiller sig ikke i væsentlig grad fra ECB's stabs martsfremskrivninger for 2017 og 2018. De befinder sig et godt stykke inden for de opstillede intervaller omkring disse fremskrivninger (vist i parentes i tabellen).

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

(Årlige ændringer i procent)

	Offentliggjort	BNP-vækst			HICP-inflation		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Fremskrivninger udarbejdet af ECB's stab	Marts 2016	1,4	1,7	1,8	0,1	1,3	1,6
		[1,0-1,8]	[0,7-2,7]	[0,6-3,0]	[-0,2-0,4]	[0,6-2,0]	[0,8-2,4]
Europa-Kommissionen	Februar 2016	1,7	1,9	-	0,5	1,5	-
OECD	Feb. 2016/nov. 2015	1,4	1,7	-	0,9	1,3	-
Euro Zone Barometer	Februar 2016	1,7	1,8	1,6	0,5	1,4	1,7
Consensus Economics Forecast	Februar 2016	1,6	1,7	-	0,5	1,5	-
Survey of Professional Forecasters.	Januar 2016	1,7	1,8	1,7	0,7	1,4	1,6
IMF	Jan. 2016/okt. 2015	1,7	1,7	-	1,0	1,3	-

Kilder: Europa-Kommissionens europæiske økonomiske vinterprognose 2016; IMF World Economic Outlook, opdatering januar 2016 (BNP), IMF World Economic Outlook, oktober 2015 (HICP-inflation); OECD Economic Outlook, opdatering februar 2016 (BNP) OECD Economic Outlook, november 2015 (HICP-inflation); Consensus Economics Forecasts; MJEconomics og ECB's Survey of Professional Forecasters.

Anm.: Både de makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdet af Eurosystemets og ECB's stab og OECD's prognoser opgiver årlige vækstrater, der er korrigeret for antal arbejdsdage pr. år, hvilket ikke gælder de årlige vækstrater, som opgives af Europa-Kommissionen og IMF. I andre prognoser bliver det ikke præciseret, om de opgivne data er korrigeret for antal arbejdsdage.

© Den Europæiske Centralbank, 2016

Postadresse: 60640 Frankfurt am Main, Tyskland

Telefon: +49 69 1344 0

Websted: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Alle rettigheder forbeholdt. Kopiering til uddannelsesformål eller i ikkekommercielt øjemed er tilladt, såfremt kilden angives.