



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

EUROSYSTEMET

## MAKROØKONOMISKE FREMSKRIVNINGER FOR EUROOMRÅDET UDARBEJDET AF EUROSYSTEMETS STAB

Eurosystemets stab har på grundlag af de informationer, der var tilgængelige pr. 25. november 2011, udarbejdet fremskrivninger af den makroøkonomiske udvikling i euroområdet.<sup>1</sup> Den økonomiske aktivitet i euroområdet aftog i 2. halvår 2011. Nedgangen afspejlede en svækkelse af den globale efterspørgsel og en betydelig forringelse af virksomheds- og forbrugertilliden i de seneste måneder i en situation med øget usikkerhed som følge af intensiverede spændinger på de finansielle markeder med betydelige fald i aktiekurserne og forringede finansieringsvilkår i et stigende antal eurolande. Under forudsætning af, at den finansielle krise ikke intensiveres yderligere, vil væksten i realt BNP ifølge fremskrivningerne rette sig i løbet af 2012 og forbedres yderligere i 2013. Opsvinget ventes dog at blive modereret af den omstrukturering af balancerne, der foregår i mange sektorer, og af de ugunstige finansieringsforhold i store dele af euroområdet i fremskrivningsperioden. Samtidig forventes opsvinget at blive understøttet af en voksende global efterspørgsel og en nedgang i energi- og fødevarerpris-inflationen, som støtter realindkomsterne, samt af den gunstige effekt på den indenlandske efterspørgsel af de meget lave korte renter og foranstaltningerne med henblik på at genoprette det finansielle systems funktion. Fremskrivningerne viser, at den gennemsnitlige årlige vækst i realt BNP bliver mellem 1,5 pct. og 1,7 pct. i 2011, mellem -0,4 pct. og 1,0 pct. i 2012 og mellem 0,3 pct. og 2,3 pct. i 2013. HICP-inflationen i euroområdet forventes at holde sig på et højt niveau i den nærmeste fremtid for derefter at falde markant. Den gennemsnitlige samlede HICP-inflation forventes at blive mellem 2,6 pct. og 2,8 pct. i 2011, mellem 1,5 pct. og 2,5 pct. i 2012 og mellem 0,8 pct. og 2,2 pct. i 2013. Denne tendens afspejler overvejende nedadrettede basiseffekter i energi- og fødevarerpriserne i 2012 samt antagelser om stabile eller faldende råvarepriser. HICP-inflationen ekskl. fødevarer og energi forventes kun at stige en smule i fremskrivningsperioden som følge af en forholdsvis afdæmpet indenlandsk efterspørgsel og begrænsede arbejdskraftsomkostninger.

### Boks 1

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

De tekniske antagelser om renter og råvarepriser bygger på markedsforventninger. Skæringsdatoen var 17. november 2011<sup>1</sup>. Antagelsen om de korte renter er af rent teknisk art. De korte renter måles ved 3-måneders-Euribor, hvor markedsforventningerne udledes af futuresrenten. Metoden giver et gennemsnitligt niveau for disse korte renter på 1,4 pct. i 2011, 1,2 pct. i 2012 og 1,4 pct. i 2013. Markedsforventningerne til den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet peger i retning af en gennemsnitlig rente på 4,4 pct. i 2011, 5,3 pct. i 2012 og 5,6 pct. i 2013. Både de korte og de lange bankudlånsrenter forventes at følge mønsteret for renten på forwardmarkedet samt afspejle det gradvise gennemslag på udlånsrenten af ændringer i markedsrenten og gradvis stige yderligere igennem hele fremskrivningsperioden. Kreditudbudsforholdene i hele euroområdet forventes at have en samlet negativ indvirkning på aktiviteten. For så vidt angår råvarepriserne, antages den gennemsnitlige pris på Brent-råolie på grundlag af udviklingen på futuresmarkederne i den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen, at blive 111,5 dollar pr. tønde i 2011, 109,4 dollar i 2012 og 104,0 dollar i 2013. Priserne på råvarer ekskl. energi i amerikanske dollar antages at stige med 17,8 pct. i 2011, at falde med 7,3 pct. i 2012 og at stige med 4,3 pct. i 2013.

<sup>1</sup> Fremskrivningerne er udarbejdet i et samarbejde mellem eksperter fra ECB og de nationale centralbanker i euroområdet. De indgår to gange om året i Styrelsesrådets vurdering af den økonomiske udvikling og de forhold, der udgør en risiko for prisstabiliteten. Yderligere information om de anvendte procedurer og metoder findes i "A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises", ECB, juni 2001, der findes på ECB's websted. For at udtrykke den usikkerhed, der er forbundet med fremskrivningerne, er der anvendt intervaller til at angive resultatet for de enkelte variabler. Intervallerne er baserede på forskellen mellem den egentlige udvikling og tidligere fremskrivninger, der er blevet udarbejdet i en årrække. Intervallernes bredde er to gange den gennemsnitlige absolutte værdi af denne forskel. Den anvendte metode, som indbefatter en korrigering for ekstraordinære begivenheder, er beskrevet i "New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges", ECB, december 2009, der også findes på ECB's websted.

De bilaterale valutakurser antages at forblive uændrede i fremskrivningsperioden på det gennemsnitlige niveau for den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen. Det indebærer en EUR/USD-kurs på 1,40 i 2011 og på 1,36 i 2012 og 2013. Gennemsnitligt antages den effektive eurokurs at forblive uændret i 2011 og at depreciere med 0,9 pct. i 2012.

De finanspolitiske antagelser bygger på de enkelte eurolandes nationale budgetplaner, som de forelå den 25. november 2011. De omfatter alle politiske tiltag, som allerede er vedtaget af de nationale parlamenter, eller som foreligger i form af detaljerede planer fra regeringernes side, der sandsynligvis vil gå igennem lovgivningsprocessen.

1 Antagelser om olie- og fødevarerpriser er baseret på futureskontrakter indtil udgangen af fremskrivningsperioden. Priserne på øvrige råvarer antages at følge futureskontrakter indtil 4. kvartal 2012 for derefter at udvikle sig i takt med den globale økonomiske aktivitet.

## INTERNATIONALE FORHOLD

Den globale vækst aftog i 2011. I 2. halvår blev den positive udvikling, efter at forstyrrelserne i forsyningskæderne efter naturkatastroferne i Japan var aftaget, ødelagt af nye spændinger på de globale finansielle markeder. Spændingerne skyldtes hovedsagelig intensiveringen af statsgældskrisen i euroområdet og voksende bekymringer med hensyn til de offentlige finansers holdbarhed i andre større udviklede økonomier. Dette udhulede forbruger- og virksomhedstilliden i hele verden. Et gradvist opsving ventes at følge, selv om det modarbejdes af de fortsatte behov for at genoprette balancerne og svagheden på bolig- og arbejdsmarkederne i nogle af de store udviklede økonomier. Disse faktorer indebærer en længere periode med træg vækst, især i de udviklede økonomier, som vil lægge en dæmper på det globale opsving. I vækstøkonomierne er der stadig en forholdsvis stærk vækst, som dog forventes at aftage som følge af tidligere politiske stramminger med det formål at mindske finansielle ubalancer og prispress, samt en forventet svagere udenlandsk efterspørgsel og en negativ afsmitning fra den globale turbulens på de finansielle markeder. Væksten i realt BNP på verdensplan uden for euroområdet, som var på 5,7 pct. i 2010, vurderes at falde til 4,1 pct. i 2011 og 3,9 pct. i 2012 for derefter at stige til 4,5 pct. i 2013. Væksten i euroområdets udenlandske efterspørgsel antages at falde fra 11,8 pct. i 2010 til 6,4 pct. i 2011 og til 4,8 pct. i 2012 for derefter at stige til 6,9 pct. i 2013.

## FREMSKRIVNINGER AF VÆKSTEN I REALT BNP

Væksten i realt BNP i euroområdet steg kun moderat i 3. kvartal 2011, nemlig med 0,2 pct. kvartal-til-kvartal, hvilket er det samme som i 2. kvartal. Samtidig med at en række midlertidige faktorer – globale såvel som indenlandske – påvirkede aktiviteten negativt i 2. kvartal 2011, har de seneste måneders svage underliggende vækst i euroområdet i stigende grad afspejlet effekten af statsgældskrisen i euroområdet og de relaterede finanspolitiske stramminger i nogle eurolande. I euroområdet resulterede den negative virkning af en øget usikkerhed forbundet med intensiverede spændinger på de finansielle markeder i euroområdet i en betydelig svækkelse af virksomheds- og forbrugertilliden, en skarp nedgang i aktiekurserne i hele euroområdet og en forringelse af finansieringsvilkårene for husholdninger og ikke-finansielle selskaber i en række lande. Da den udenlandske efterspørgsel også svækkedes i 2011, forventes den negative virkning fra disse indenlandske faktorer ikke at blive opvejet af eksterne faktorer i den nærmeste fremtid. Under forudsætning af, at den finansielle krise ikke intensiveres yderligere, forventes væksten i realt BNP at rette sig i løbet af 2012 og forbedres yderligere i 2013. Opsvinget forventes dog at blive modereret i fremskrivningsperioden af den omstrukturering af balancerne, der foregår i mange sektorer, og af de ugunstige finansieringsforhold i store dele af euroområdet. Samtidig forventes opsvinget at blive understøttet af en voksende global efterspørgsel og en nedgang i energi- og fødevarerpris-inflationen, som støtter realindkomsterne, samt af den gunstige effekt på den indenlandske efterspørgsel af de meget lave korte renter og foranstaltningerne med henblik på at genoprette den finansielle systems funktion. Samlet set forventes kun en langsom bedring. På årsbasis forventes realt BNP at stige med mellem 1,5 pct. og 1,7 pct. i 2011, mellem 0,4 pct. og 1,0 pct. i 2012 og mellem 0,3 pct. og 2,3 pct. i 2013.

Nærmere betragtet forventes en afdæmpet vækst i det private forbrug i euroområdet indtil medio 2012, hovedsagelig som følge af den lave vækst i den disponible realindkomst, hvorefter den forventes at stige en smule. Væksten i den nominelle disponible indkomst forventes at blive svækket af en afdæmpet beskæftigelsesvækst kombineret med moderate stigninger i lønninger og overførselsindkomster, som begge forventes at blive begrænsede på grund af de finanspolitiske stramninger i flere eurolande. Selv om den negative effekt af tidligere stigninger i råvarepriserne har svækket den disponible realindkomst, forventes råvareprispresset at aftage og herved i stigende grad understøtte væksten i den disponible realindkomst. Opsparingskvoten i euroområdet forventes at forblive stort set på det nuværende niveau i resten af fremskrivningsperioden. Dette skyldes, at en opadrettet effekt på opsparingskvoten fra en større usikkerhed og svagere tillid forventes at blive stort set opvejet af et behov for at nedbringe opsparingen for at udjævne forbruget på baggrund af den svage udvikling i realindkomsten. Som følge af den kun gradvise stigning i beskæftigelsen forventes arbejdsløshedstallet i euroområdet at stige noget i 2012 og derefter kun at falde langsomt igen.

Private investeringer ekskl. boliginvesteringer i euroområdet forventes at blive svækket som følge af vedvarende ugunstige finansieringsforhold i nogle eurolande i et klima med høj usikkerhed. Disse investeringer forventes at stagnere på kort sigt og kun gradvis stige igen i resten af fremskrivningsperioden understøttet af en styrket eksportvækst, en moderat stigning i den indenlandske efterspørgsel og en forholdsvis stabil rentabilitet. Væksten i boliginvesteringer forventes at blive endnu mere træg, idet den dæmpes af løbende justeringer på boligmarkederne i nogle lande – som også afspejles i en forholdsvis beskeden udvikling i boligpriserne. De offentlige investeringer antages at falde betydeligt i 2011 og 2012 for derefter at stabilisere sig i 2013 som følge af de budgetkonsolideringspakker, der er varslet i flere eurolande.

Eksportvæksten forventes at følge samme mønster som den udenlandske efterspørgsel og aftage i den nærmeste fremtid for derefter gradvis at stige igen i 2012. Importvæksten ventes at følge et lignende mønster. Samlet set forventes i fremskrivningsperioden et positivt bidrag fra nettohandlen til den kvartalsvise BNP-vækst, hvilket afspejler en noget stærkere eksportvækst fra primo 2012.

**Tabel 1 Makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet**

(Gennemsnitlig ændring i pct. år/år)<sup>1), 2)</sup>

	2010	2011	2012	2013
HICP	1,6	2,6 – 2,8	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2
Realt BNP	1,8	1,5 – 1,7	-0,4 – 1,0	0,3 – 2,3
Privat forbrug	0,8	0,3 – 0,5	-0,4 – 0,6	0,0 – 1,8
Offentligt forbrug	0,5	-0,3 – 0,5	-0,5 – 0,7	-0,3 – 1,3
Faste bruttoinvesteringer	-0,6	1,6 – 2,4	-1,6 – 1,8	-0,5 – 4,3
Eksport (varer og tjenester)	10,8	5,4 – 7,2	0,3 – 6,1	2,1 – 8,9
Import (varer og tjenester)	9,2	4,0 – 5,4	-0,5 – 5,1	1,7 – 8,1

1) Fremskrivningerne af realt BNP og de komponenter, der indgår heri, bygger på data, der er korrigeret for antal arbejdsdage. Fremskrivningerne af import og eksport omfatter samhandel inden for euroområdet.

2) Dataene refererer til et euroområde, der omfatter Estland, med undtagelse af HICP-data for 2010. For 2011 er den gennemsnitlige ændring i HICP i pct. år/år beregnet ud fra et euroområde, der allerede i 2010 omfattede Estland.

Den aktuelle krise forventes at have påvirket den potentielle vækst negativt, selv om det er meget usikkert, hvor stor denne påvirkning helt præcis har været. Det er sandsynligt, at den fortsat svage aktivitet vil begrænse den potentielle outputvækst yderligere. På baggrund af de svage udsigter for væksten forventes dog en udvidelse af det negative outputgab i 2012, hvorefter det indsnævres noget i 2013.

## FREMSKRIVNINGER AF PRISER OG OMKOSTNINGER

Som følge af tidligere stigninger i råvarepriserne og, i en vis udstrækning, stigninger i indirekte skatter forventes den samlede HICP-inflation i euroområdet at forblive over 2 pct. i 1. kvartal 2012. Derefter forventes den at falde betragteligt. Denne udvikling afspejler hovedsagelig et stærkt faldende bidrag fra energipriserne som følge af den aftagende effekt af tidligere olieprisstigninger og antagelsen om en gradvis nedgang i priserne på råolie i fremskrivningsperioden. Stigningen i fødevarerpriserne forventes at aftage fra medio 2012, når det nuværende pres er slået igennem. Endelig forventes HICP-inflationen ekskl. fødevarer og energi kun at stige en smule som følge af en forholdsvis svag indenlandsk efterspørgsel og begrænsede arbejdskraftomkostninger. Den gennemsnitlige samlede HICP-inflation forventes at blive mellem 2,6 pct. og 2,8 pct. i 2011, mellem 1,5 pct. og 2,5 pct. i 2012 og mellem 0,8 pct. og 2,2 pct. i 2013.

Nærmere betragtet er det eksterne prispres aftaget og forventes at falde markant i fremskrivningsperioden, primært på grund af stabiliserende eller faldende råvarepriser. Delvis på grund af den aftagende vækst i verdenshandlen og en lavere global inflation forventes den årlige vækst i importdeflatoren, som toppede i begyndelsen af 2011, at falde brat i 2012 og at aftage yderligere i 2013. Hvad angår det indenlandske prispres, forventes den årlige vækst i lønsum pr. ansat at aftage i 1. halvår 2012, hovedsagelig på grund af virkningen af engangsbetalinger i 1. halvår 2011. Den årlige vækst i lønsum pr. ansat forventes at stige i 2. halvår 2012 for herefter at stabilisere sig. Denne udvikling afspejler modsatrettede faktorer. På den ene side skaber tidligere stigninger i forbrugerprisinflationen et opadrettet pres. På den anden side forventes den generelle nedgang i den økonomiske aktivitet og de vedvarende svækkede arbejdsmarkedsforhold at lægge et nedadrettet pres på lønningerne. Som følge af den forholdsvis høje forbrugerprisinflation i 2011 forventes den reale lønsum pr. ansat at falde i 2011 og 2012 for herefter at stige igen. Væksten i enhedslønomkostninger forventes at stige noget i 2012 og derefter at aftage. Denne udvikling afspejler et cyklisk fald i produktivitetsvæksten i 2012 – idet aktivitetsvæksten aftager betydeligt, og beskæftigelsesvæksten kun delvis tilpasser sig – og en efterfølgende stigning i 2013. Væksten i avancerne forventes at forblive lav i 2011 og 2012 på baggrund af en behersket samlet efterspørgsel og stigende enhedslønomkostninger. I 2013 forventes avancerne at bedres, efterhånden som den økonomiske aktivitet stiger. Stigninger i administrativt fastsatte priser og indirekte skatter forventes at bidrage væsentligt til HICP-inflationen i 2011 og 2012 som følge af den budgetkonsolidering, der foregår i flere eurolande. Virkningen forventes at blive mindre i 2013, selv om dette delvis afspejler, at der ikke foreligger detaljerede oplysninger om finanspolitiske foranstaltninger i 2013.

## SAMMENLIGNING MED SEPTEMBER 2011-FREMSKRIVNINGERNE

I forhold til de makroøkonomiske fremskrivninger, som blev udarbejdet af ECB's stab og offentliggjort i ECB's Månedsoversigt for september 2011, er der sket en indsnævring af intervallet for fremskrivningen af væksten i realt BNP for 2011 og en betydelig nedjustering af intervallet for 2012. Disse justeringer afspejler primært effekten på den indenlandske efterspørgsel af en svækket tillid og forringede finansieringsvilkår som følge af den øgede usikkerhed forbundet med statsgældskrisen samt nedjusteringer af den udenlandske efterspørgsel. Yderligere finanspolitiske stramninger og strammere finansieringsvilkår i nogle eurolande har også medført nedjusteringer af udsigterne på mellemlangt sigt for væksten i realt BNP. Hvad HICP-inflationen angår, er fremskrivningsintervallerne for 2011 og 2012 blevet opjusteret en smule. Dette skyldes den opadrettede effekt af højere oliepriser udtrykt i euro samt et højere bidrag fra indirekte skatter. Den opadrettede effekt af disse faktorer forventes rigeligt at opveje den nedadrettede effekt af de justeringer af avancerne og lønvæksten, som er relateret til nedjusteringen af den økonomiske aktivitet.

**Tabel 2 Sammenligning med september 2011-fremskrivningerne**

(Gennemsnitlig ændring i pct. år/år)

	2011	2012
Realt BNP – september 2011	1,4 – 1,8	0,4 – 2,2
Realt BNP – december 2011	1,5 – 1,7	-0,4 – 1,0
HICP – september 2011	2,5 – 2,7	1,2 – 2,2
HICP – december 2011	2,6 – 2,8	1,5 – 2,5

## Boks 2

### PROGNOSER UDARBEJDET AF ANDRE ORGANISATIONER

En række internationale organisationer og private institutioner udarbejder prognoser for euroområdet. Disse prognoser kan imidlertid ikke sammenlignes direkte, hverken indbyrdes eller med de makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdet af Eurosystemets stab, idet de er afsluttet på forskellige tidspunkter. Hertil kommer, at de anvender forskellige (delvis uspecificerede) metoder til at udlede antagelser om budgetvariabler samt finansielle og eksterne variabler, herunder oliepriser og andre råvarepriser. Endelig anvendes der forskellige metoder i de forskellige prognoser, når det gælder korrigering for antal arbejdsdage (se tabellen nedenfor).

I de aktuelle prognoser fra andre organisationer ventes realt BNP i euroområdet at stige mellem 1,5 pct. og 1,6 pct. i 2011, mellem 0,2 pct. og 1,1 pct. i 2012 og mellem 1,3 pct. og 1,6 pct. i 2013. Alle disse prognoser befinder sig inden for eller meget tæt på intervallet i de fremskrivninger, som Eurosystemets stab har udarbejdet.

Hvad angår inflationen, forventes det i prognoserne fra andre organisationer, at den gennemsnitlige årlige HICP-inflation bliver på mellem 2,5 pct. og 2,7 pct. i 2011, mellem 1,5 pct. og 1,8 pct. i 2012 og mellem 1,2 pct. og 1,8 pct. i 2013. Alle disse prognoser befinder sig inden for eller meget tæt på intervallet i de fremskrivninger, som Eurosystemets stab har udarbejdet. Prognoserne for 2012 befinder sig i den nederste halvdel af intervallet i fremskrivningerne udarbejdet af Eurosystemets stab.

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

(Gennemsnitlig ændring i pct. år/år)

	Offentliggjort	BNP-vækst			HICP-inflation		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013
IMF	September 2011	1,6	1,1	1,5	2,5	1,5	1,7
Survey of Professional Forecasters	November 2011	1,6	0,8	1,6	2,6	1,8	1,8
Consensus Economics Forecasts	November 2011	1,6	0,4	1,5	2,7	1,8	1,8
OECD	November 2011	1,6	0,2	1,4	2,6	1,6	1,2
Europa-Kommissionen	November 2011	1,5	0,5	1,3	2,6	1,7	1,6
Fremskrivninger udarbejdet af Eurosystemets stab	December 2011	1,5 – 1,7	-0,4 – 1,0	0,3 – 2,3	2,6 – 2,8	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2

Kilder: Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2011; IMF, World Economic Outlook, september 2011; OECD, Economic Outlook, november 2011; Consensus Economics Forecasts 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 eller ej.

© Den Europæiske Centralbank, 2011

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

Alle rettigheder forbeholdt.

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