



## DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

### Makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet udarbejdet af Eurosystemets stab

Eurosystemets stab har på grundlag af de informationer, der forelå pr. 20. november 2004, udarbejdet fremskrivninger af den makroøkonomiske udvikling i euroområdet.<sup>1</sup> Den gennemsnitlige årlige vækst i realt BNP estimeres at blive mellem 1,6 pct. og 2,0 pct. i 2004. Ifølge fremskrivningerne bliver den mellem 1,4 pct. og 2,4 pct. i 2005 og mellem 1,7 pct. og 2,7 pct. i 2006. Den gennemsnitlige stigningstakt i det samlede harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) estimeres at blive mellem 2,1 pct. og 2,3 pct. i 2004. Fremskrivningerne viser en gennemsnitlig stigningstakt på mellem 1,5 pct. og 2,5 pct. i 2005 og mellem 1,0 pct. og 2,2 pct. i 2006.

Fremskrivningerne bygger på en række antagelser om rentesatser, valutakurser, oliepriser, verdenshandlen uden for euroområdet og finanspolitikken. Der er især gjort den tekniske antagelse, at de korte markedsrenter og de bilaterale valutakurser forbliver uændrede i fremskrivningsperioden. De tekniske antagelser om de lange renter, oliepriserne og råvarepriserne ekskl. energi bygger på markedets forventninger.<sup>2</sup> De finanspolitiske antagelser bygger på nationale budgetplaner i de enkelte eurolande. De omfatter kun de foranstaltninger, der allerede er vedtaget på parlamentsniveau, eller hvor der foreligger detaljerede planer, der med stor sandsynlighed vil blive vedtaget efter at have været igennem lovgivningsprocessen.

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, som centralbankerne i euroområdet har udarbejdet i en årrække. Intervallernes bredde er to gange den gennemsnitlige absolutte værdi af denne forskel.

### Internationale forhold

På verdensplan synes den økonomiske konjunktur at være toppet. Oliepriserne er steget i 2004, og de økonomiske politikker forventes gradvist at blive mere neutrale. Fremskrivningen af den globale økonomiske

---

<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 informationer om de anvendte procedurer og metoder findes i "A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises", ECB, juni 2001.

<sup>2</sup> De korte renter, målt ved 3-måneders Euribor, antages at forblive uændrede i fremskrivningsperioden på 2,16 pct. Den tekniske antagelse om konstante valutakurser forudsætter, at EUR/USD-kursen forbliver på 1,29 i hele fremskrivningsperioden, og at den effektive eurokurs bliver 6,1 pct. højere end gennemsnittet for 2003. Markedsforventningerne indebærer en svagt stigende profil i den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet fra gennemsnitlig 4,2 pct. i 2004 til 4,5 pct. i gennemsnit i 2006. Råvarepriser ekskl. energi antages i 2004 at stige med 18 pct. i gennemsnit på årsplan udtrykt i dollar og at forblive stort set uændrede i 2005, hvorefter de igen stiger med 5 pct. i 2006. På grundlag af udviklingen på futuresmarkederne antages den årlige gennemsnitlige oliepris at stige fra 39,0 dollar pr. tønde i 2004 til 44,4 dollar pr. tønde i 2005, hvorefter den skulle falde til 40,8 dollar i 2006.

vækst viser, at den afsvækkes en smule i løbet af de næste to år, men at den fortsat vil være robust. Samtidig vil stigningen i oliepriser og råvarepriser ekskl. energi føre til højere global inflation.

Den reale BNP-vækst i USA forventes også at forblive robust. Det høje tempo, der var kendetegnende for væksten i 2. halvår 2003 og begyndelsen af 2004, ventes dog gradvist at aftage. Til trods for de høje oliepriser og stramningen af den økonomiske politik i Kina ventes BNP-væksten i Asien ekskl. Japan fortsat at ligge et godt stykke over det globale gennemsnit. Fremskrivningerne viser, at væksten i de øvrige store økonomier fortsat bliver dynamisk. Desuden ventes væksten i de lande, der blev optaget i EU den 1. maj 2004, fortsat at blive relativt høj.

Den årlige vækst i *realt BNP på verdensplan ekskl. euroområdet* estimeres i gennemsnit at blive ca. 5,5 pct. i 2004. Ifølge fremskrivningerne falder den til ca. 4,5 pct. i både 2005 og 2006. Væksten på *eurområdets eksterne eksportmarkeder* estimeres at blive 8,7 pct. i 2004. Ifølge fremskrivningerne falder den til henholdsvis ca. 8,0 pct. og 7,5 pct. i 2005 og 2006.

### **Fremskrivninger af væksten i realt BNP**

Eurostats første estimat viser en kvartal-til-kvartal vækstrate i euroområdet reale BNP på 0,3 pct. i 3. kvartal 2004 efter vækstrater på henholdsvis 0,7 pct. og 0,5 pct. i 1. og 2. kvartal. Det forventes, at kvartal-til-kvartal vækstraterne igen kommer tæt på 0,5 pct. i løbet af fremskrivningsperioden. Den gennemsnitlige årlige vækst i realt BNP estimeres derfor at blive mellem 1,6 pct. og 2,0 pct. i 2004. Ifølge fremskrivningerne bliver den mellem 1,4 pct. og 2,4 pct. i 2005 og mellem 1,7 pct. og 2,7 pct. i 2006. Det forventes, at den eksportvækst, der er indeholdt i antagelsen om en fortsat stærk udenlandsk efterspørgsel, vil fortsætte med at understøtte den økonomiske aktivitet i fremskrivningsperioden, mens tempoet for væksten i den indenlandske efterspørgsel skulle blive stabilt.

Fremskrivningerne af den *samlede beskæftigelse* viser tegn på en vis styrkelse i løbet af fremskrivningsperioden. Arbejdsudbuddet ventes at stige, i takt med at forbedrede beskæftigelsesudsigter og strukturreformer på arbejdsmarkederne i flere eurolande fører til stigende erhvervsfrekvens. Fremskrivningerne af arbejdsudbuddet og beskæftigelsen tyder på, at arbejdsløshedsprocenten skulle begynde at falde i 2. halvår 2005.

Hvad angår de indenlandske forbrugskomponenter i BNP, estimeres den gennemsnitlige årlige vækst i *det private forbrug* at blive mellem 0,9 pct. og 1,3 pct. i 2004. Dette skyldes den negative indvirkning, som en dæmpet lønvækst og store energiprisstigninger har på husholdningernes købekraft. Fremskrivningen af forbruget viser vækstrater på mellem 1,1 pct. og 2,1 pct. i 2005 og mellem 1,2 pct. og 2,8 pct. i 2006. Husholdningernes disponible realindkomst bliver understøttet af kraftigere beskæftigelsesvækst, højere realløn som følge af lavere inflation og andre indkomstkompontenters positive bidrag. Fremskrivningerne viser, at husholdningernes opsparingskvote forbliver stort set konstant i fremskrivningsperioden. Selv om det kan forventes, at forbrugertilliden stiger, i takt med at der sker en vis forbedring af arbejdsmarkedsforholdene, ventes opsparingen fortsat at blive relativt høj. Årsagen hertil er den bekymring, som udviklingen i de offentlige finanser og især udsigterne på længere sigt for de offentlige sundheds- og pensionssystemer vækker. Det *offentlige*

forbrugs bidrag til væksten i realt BNP antages på baggrund af foreliggende budgetplaner også at falde en smule i løbet af fremskrivningsperioden.

Det estimeres, at de samlede faste investeringer er tiltaget noget i 2. halvår 2004, og at den gennemsnitlige årlige vækstrate har været mellem 1,2 pct. og 2,2 pct. i 2004. Fremskrivningerne viser, at vækstraten bliver mellem 1,7 pct. og 4,7 pct. i 2005 og mellem 2,1 pct. og 5,3 pct. i 2006. Vækstsvinget i de samlede investeringer vil hovedsagelig skyldes *erhvervsinvesteringerne*, der skulle blive påvirket positivt af såvel gunstige kreditforhold og højere indtjening i virksomhederne som af forbedrede udsigter for efterspørgslen. Fremskrivningen af de *private boliginvesteringer* viser moderate vækstrater i fremskrivningsperioden.

Den gennemsnitlige årlige ændringstakt i den samlede eksport estimeres at blive mellem 4,5 pct. og 7,3 pct. i 2004. Fremskrevet til 2005 bliver ændringstakten mellem 4,6 pct. og 7,8 pct. og til 2006 mellem 4,8 pct. og 8,0 pct.<sup>3</sup> Efter et markant fald i euroområdet's markedsandel på de eksterne eksportmarkeder i 2003, der hovedsageligt skyldtes euroens appreciering, viser fremskrivningerne, at markedsandelen forbliver stort set stabil i fremskrivningsperioden. Den gennemsnitlige årlige vækstrate i den samlede import forventes at blive stort set på linje med den, der forventes for eksportens vedkommende. Fremskrivningen af importen afspejler både udviklingsmønstret for euroområdet's samlede endelige forbrug og en vis forsinket opadrettet effekt fra euroens tidligere appreciering. Alt i alt ventes nettohandlen ikke at yde noget væsentligt bidrag til BNP-væksten i fremskrivningsperioden, idet eksport- og importvæksten stort set udligner hinanden.

### **Fremskrivninger af priser og omkostninger**

Den gennemsnitlige stigningstakt i det samlede harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) estimeres at blive mellem 2,1 pct. og 2,3 pct. i 2004. Fremskrivningerne viser en stigningstakt på mellem 1,5 pct. og 2,5 pct. i 2005 og mellem 1,0 pct. og 2,2 pct. i 2006. Antagelserne om oliepriserne indebærer et betydeligt positivt bidrag fra energikomponenten til HICP-inflationen i 2005 og et lille negativt bidrag i 2006. Fremskrevet til 2005 viser stigningstakten i de HICP-komponenter, der ikke omfatter energi, et minimalt fald, der afspejler en begrænset stigning i importpriserne og en udvikling i det indenlandske omkostningspres, der fortsat er behersket. Hertil kommer, at antagelserne om de offentlige finanser i 2005 og 2006 indebærer et mindre bidrag fra afgiftsforhøjelser og forhøjelser af administrativt fastsatte priser end det betydelige bidrag, som de tiltag, der blev gennemført i 2004, ydede.

På trods af den senere tids olieprisstigninger estimeres importpriserne i gennemsnit at være forblevet forholdsvist afdæmpede i 2004 på grund af den forsinkede effekt af euroens appreciering. Antagelserne om råvarepriserne og valutakurserne indebærer en beskeden stigning i importpriserne i løbet af fremskrivningsperioden.

Væksten i den nominelle lønsum pr. ansat antages at forblive moderat i fremskrivningsperioden. På dette område tager fremskrivningerne ikke blot højde for allerede indgåede lønftaler og den beskudne forbedring, der fremgår af fremskrivningerne af arbejdsmarkedsforholdene, men også for den vurdering, at afledte effekter

---

<sup>3</sup> Fremskrivningen af handlen er konsistent med nationalregnskabstal og inkluderer derfor samhandlen inden for euroområdet.

fra de højere oliepriser kun vil påvirke den nominelle lønsum i begrænset omfang. Fremskrivningerne af væksten i realt BNP og beskæftigelsen indebærer, at væksten i arbejdskraftproduktiviteten fortsat bliver robust, selv om den falder en smule i løbet af fremskrivningsperioden. Som følge af denne udvikling i lønninger og produktivitet bliver væksten i enhedslønoms-kostninger, fremskrevet til 2005 og 2006, stadig begrænset for begge års vedkommende.

**Tabel : Makroøkonomiske fremskrivninger**

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

	2003	2004	2005	2006
HICP	2,1	2,1 – 2,3	1,5 – 2,5	1,0 – 2,2
Realt BNP	0,5	1,6 – 2,0	1,4 – 2,4	1,7 – 2,7
Privat forbrug	1,1	0,9 – 1,3	1,1 – 2,1	1,2 – 2,8
Offentligt forbrug	1,6	0,9 – 2,1	0,3 – 1,3	0,7 – 1,7
Faste bruttoinvesteringer	-0,6	1,2 – 2,2	1,7 – 4,7	2,1 – 5,3
Eksport (varer og tjenester)	0,2	4,5 – 7,3	4,6 – 7,8	4,8 – 8,0
Import (varer og tjenester)	2,0	5,0 – 7,6	4,8 – 8,2	4,8 – 8,2

- 1) Intervallerne for de enkelte variabler og tidshorisonter er baserede på den gennemsnitlige absolutte afvigelse mellem de realiserede værdier og tidligere fremskrivninger udarbejdet af centralbankerne i euroområdet. Fremskrivningen af realt BNP og de komponenter, der indgår i BNP, bygger på data, der er korrigeret for antal arbejdsdage. Fremskrivningerne af eksport og import omfatter samhandel inden for euroområdet.

## Boks A

### Sammenligning med de makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdet af ECBs stab i september 2004

Sammenlignet med de makroøkonomiske fremskrivninger, som ECBs stab udarbejdede og offentliggjorde i Månedsoversigten i september 2004, er de tekniske antagelser om oliepriserne og valutakurserne blevet revideret betydeligt. Oliepriserne og den nominelle effektive eurokurs er nu henholdsvis 21 pct. højere og 4,2 pct. højere, end det blev antaget i septemberfremskrivningerne. Der er kun sket mindre ændringer i de tekniske antagelser om renterne.

En væsentlig forskel i forhold til septemberfremskrivningerne er nedjusteringen af det interval, som væksten i realt BNP skulle befinde sig indenfor i 2005. Nedjusteringen kan stort set forklares med de tidligere nævnte opjusteringer af de tekniske antagelser om oliepriserne og den effektive eurokurs. Desuden reducerer væksten i realt BNP i 3. kvartal 2004, der blev noget lavere end tidligere forventet, automatisk den gennemsnitlige årlige vækst i realt BNP i 2005.

Fremskrivningen af HICP viser uændrede intervaller for 2004. Intervallerne er dog blevet opjusteret en smule for 2005 i forhold til septemberfremskrivningerne. Opjusteringen er begrænset, fordi effekten af de højere oliepriser afdæmpes af de opjusterede antagelser om valutakurserne. Der er kun sket mindre ændringer i fremskrivningerne af enhedslønomsprognoserne.

### Sammenligning af makroøkonomiske fremskrivninger

(Gennemsnitlig ændring i pct. år/år)

	2003	2004	2005
HICP – december 2004	2,1	2,1 – 2,3	1,5 – 2,5
HICP – september 2004	2,1	2,1 – 2,3	1,3 – 2,3
Realt BNP – december 2004	0,5	1,6 – 2,0	1,4 – 2,4
Realt BNP – september 2004	0,5	1,6 – 2,2	1,8 – 2,8

## Boks B

### Prognoser udarbejdet af andre institutioner

Både 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 og anvender forskellige metoder til at udlede antagelser om budgetvariabler, finansielle og eksterne variabler, herunder oliepriserne. Prognoserne fra Consensus Economics Forecasts og ECBs Survey of Professional Forecasters bygger på en række uspecificerede antagelser. I modsætning til fremskrivningerne udarbejdet af Eurosystemets stab er de øvrige prognoser typisk ikke betinget af den antagelse, at de korte renter forbliver uændrede i fremskrivningsperioden.

Trods forskellige antagelser er der i de andre institutioners foreliggende prognoser enighed om, at euroområdets årlige BNP-vækst i gennemsnit bliver mellem 1,9 pct. og 2¼ pct. i 2005 og mellem 2¼ pct. og 2½ pct. i 2006. Prognoserne for 2005 er meget ens. Europa-Kommissionens og Survey of Professional Forecasters prognoser for 2006 viser en årlig BNP-vækst på 2,2 pct., hvorimod OECD forudsiger en vækstrate på 2,5 pct.

Det bør i denne sammenhæng nævnes, at de årlige vækstrater, som offentliggøres af både Europa-Kommissionen og IMF, ikke er korrigeret for antal arbejdsdage pr. år. Korrigeres den gennemsnitlige årlige vækstrate for BNP i euroområdet ikke for antal arbejdsdage, bliver den på grund af det høje antal arbejdsdage i 2004 ca. ¼ procentpoint højere, end den vækstrate, der er korrigeret for antal arbejdsdage. Korrigeret for antal arbejdsdage indeholder både IMF's og Europa-Kommissionens prognoser således en stigning i euroområdets BNP-vækst i 2005. I OECDs prognoser og de makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdet af Eurosystemets stab opgives årlige vækstrater korrigeret for antal arbejdsdage, mens det i de andre prognoser ikke præciseres, om de opgivne data er korrigeret for antal arbejdsdage eller ej.

**Tabel A: Sammenligning af prognoser for væksten i reelt BNP i euroområdet**

(Ændring i procent år/år)

	Offentliggjort	2004	2005	2006
Europa-Kommissionen	Okt. 2004	2,1	2,0	2,2
IMF	Sep. 2004	2,2	2,2	-
OECD	Nov. 2004	1,8	1,9	2,5
Consensus Economics Forecast	Nov. 2004	1,9	1,9	-
Survey of Professional Forecasters	Nov. 2004	1,9	2,0	2,2

Kilder: Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2004; IMF World Economic Outlook September 2004; OECD Economic Outlook nr. 76; Consensus Economics Forecasts og ECBs Survey of Professional Forecasters. Europa-Kommissionens prognoser og IMF World Economic Outlook opgiver vækstrater, der ikke er korrigeret for antal arbejdsdage.

Bortset fra OECD, der forudsiger en gennemsnitlig årlig HICP-inflation på 2,0 pct., forudsiger prognoserne generelt, at inflationen falder til mellem 1,8 pct. og 1,9 pct. i 2005. I 2006 forudsiger både Europa-Kommissionen og OECD, at HICP-inflationen falder til 1,7 pct., mens Survey of Professional Forecasters viser en HICP-inflation på 1,9 pct.

**Tabel B: Sammenligning af prognoser for den samlede HICP-inflation i euroområdet**

(Ændring i procent år/år)

	Offentliggjort	2004	2005	2006
Europa-Kommissionen	Okt. 2004	2,1	1,9	1,7
IMF	Sep. 2004	2,1	1,9	-
OECD	Nov. 2004	2,1	2,0	1,7
Consensus Economics Forecast	Nov. 2004	2,2	1,9	-
Survey of Professional Forecasters	Nov. 2004	2,1	1,9	1,9

Kilder: Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2004; IMF World Economic Outlook September 2004; OECD Economic Outlook nr. 76; Consensus Economics Forecasts og ECBs Survey of Professional Forecasters.