



December 2017

Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet¹

Den økonomiske vækst i euroområdet ventes at forblive robust, stærkere end tidligere forventet og væsentlig over potentialet. Væksten i realt BNP ventes at aftage gradvis fra 2,4 pct. i 2017 til 1,7 pct. i 2020, efterhånden som virkningerne af en række vækstfremmende faktorer langsomt aftager. HICP-inflationen forventes at være stort set stabil i de kommende kvartaler for derefter at stige til 1,7 pct. i 2020, understøttet af en stigende underliggende inflation, efterhånden som kapacitetsbegrænsningerne bliver endnu mere restriktive. På kort sigt er HICP-inflationen opjusteret noget på grund af højere olie- og fødevarepriser.

1

Realøkonomien

Meget gunstige indikatorer tyder på yderligere robust vækst i realt BNP på kort sigt. Ifølge Eurostats seneste skøn steg realt BNP med 0,6 pct. i 3. kvartal 2017.

Stigningen var drevet af et stort bidrag fra den indenlandske efterspørgsel og, navnlig, anlægsinvesteringer. Forbedringen af arbejdsmarkedsforholdene er fortsat i de seneste måneder, endog hurtigere end tidligere forventet, idet arbejdsløsheden er faldet til 9,0 pct. i 3. kvartal 2017, det laveste niveau siden slutningen af 2008. Væksten i realt BNP ventes at forblive robust på kort sigt, hvilket er i overensstemmelse med en meget høj erhvervs- og forbrugertillid.

På mellemlangt sigt understøttes væksten stadig af gunstige finansieringsvilkår, fremgangen på arbejdsmarkedene og den fortsatte globale genopretning. På lidt længere sigt forventes en række gunstige faktorer fortsat at støtte det private forbrug og investeringerne. ECB's lempelige pengepolitik slår stadig igennem i økonomien. Væksten i långivningen til den private sektor stiger stadig som følge af lave renter og bankernes gunstige udlånsvilkår. Mindre behov for nedgearing vil også bidrage til dynamikken i det private forbrug. Væksten i det private forbrug og

¹ Disse makroøkonomiske fremskrivninger, som er udarbejdet af Eurosystemets stab, indgår i Styrelsesrådets vurdering af den økonomiske udvikling og de forhold, der udgør en risiko for prisstabiliteten. Fremskrivninger udarbejdet af ECB's eller Eurosystemets stab er hverken godkendt af Styrelsesrådet eller afspejler nødvendigvis Styrelsesrådets synspunkter på udsigterne for euroområdet. Information om de anvendte procedurer og metoder findes i *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, ECB, juli 2016, der findes på ECB's websted. Skæringsdatoen for de tekniske antagelser, som fx oliepriser og valutakurser, var 22. november 2017 (se boks 1). Skæringsdatoen for at inkludere anden information i disse fremskrivninger var 30. november 2017. De aktuelle makroøkonomiske fremskrivninger dækker perioden 2017-20. Ved fortolkningen af dem bør der tages højde for, at en så langvarig fremskrivningsperiode er forbundet med meget stor usikkerhed. Se artiklen *An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections* i ECB Månedsoversigt for maj 2013.

På adressen <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> findes de data, der ligger til grund for udvalgte tabeller og figurer, i et tilgængeligt format.

i boliginvesteringerne bør desuden blive styrket af yderligere forbedringer af arbejdsmarkedsforholdene. Samtidig vil erhvervsinvesteringerne fortsat stige, også som følge af en styrkelse af avancetillæg i sammenhæng med stigende efterspørgselspres. Euroområdet eksport forventes at forblive robust, idet den understøttes af den igangværende stigning i den globale økonomiske aktivitet og en tilsvarende vækst i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet.

Tabel 1
Makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet¹⁾

(Årlige ændringer i procent)

	December 2017				September 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
Realt BNP	2,4	2,3	1,9	1,7	2,2	1,8	1,7
	[2,3 – 2,5] ²⁾	[1,7 – 2,9] ²⁾	[0,9 – 2,9] ²⁾	[0,6 – 2,8] ²⁾	[2,1 – 2,3] ²⁾	[1,0 – 2,6] ²⁾	[0,6 – 2,8] ²⁾
Privat forbrug	1,9	1,7	1,6	1,5	1,7	1,8	1,5
Offentligt forbrug	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
Faste bruttoinvesteringer	4,4	4,3	3,4	2,9	4,0	3,9	3,1
Eksport³⁾	5,0	5,1	4,1	3,7	4,7	3,7	3,8
Import³⁾	5,1	5,2	4,4	3,9	5,2	4,6	4,2
Beskæftigelse	1,7	1,3	1,0	0,8	1,5	1,0	0,8
Arbejdsløshed (i pct. af arbejdsstyrken)	9,1	8,4	7,8	7,3	9,1	8,6	8,1
HICP	1,5	1,4	1,5	1,7	1,5	1,2	1,5
	[1,5 – 1,5] ²⁾	[0,9 – 1,9] ²⁾	[0,7 – 2,3] ²⁾	[0,8 – 2,6] ²⁾	[1,4 – 1,6] ²⁾	[0,6 – 1,8] ²⁾	[0,7 – 2,3] ²⁾
HICP ekskl. energi	1,2	1,3	1,6	1,9	1,2	1,3	1,5
HICP ekskl. energi og fødevarer	1,0	1,1	1,5	1,8	1,1	1,3	1,5
HICP ekskl. energi, fødevarer og afgiftsændringer⁴⁾	1,0	1,1	1,5	1,8	1,1	1,3	1,5
Enhedslønomkostninger	0,9	1,2	1,1	1,8	0,8	1,2	1,4
Lønsum pr. ansat	1,7	2,1	1,9	2,7	1,5	2,0	2,3
Arbejdskraftsproduktivitet	0,8	1,0	0,9	0,9	0,7	0,8	0,9
Offentlig budgetsaldo (i pct. af BNP)	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5	-1,3	-1,0	-0,9
Strukturel budgetbalance (i pct. af BNP)⁵⁾	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,4	-1,3	-1,2
Den offentlige sektors bruttogæld (i pct. af BNP)	87,0	85,1	83,1	80,7	87,5	86,0	84,2
Betalingsbalancens løbende poster (i pct. af BNP)	3,1	2,9	2,7	2,8	2,9	2,5	2,5

1) Realt BNP og komponenter bygger på data, der er 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. 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.

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 uledt af et samlet mål for produktionsgab. 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 ECB Månedsoversigt for september 2014.

Væksten i realt BNP ventes dog at aftage noget i fremskrivningsperioden, idet mange af de understøttende faktorer gradvis bliver svagere. Virkningen af tidligere pengepolitiske tiltag forventes gradvis at mindskes i løbet af fremskrivningsperioden. Apprecieringen af euroen siden april 2017 forventes sammen med en aftagende vækst i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet at lægge en dæmper på eksportvæksten. Også beskæftigelsesvæksten ventes at aftage, hvilket delvis er forbundet med manglen på arbejdskraft i nogle lande.

Det private forbrug ventes at forblive robust i fremskrivningsperioden. En meget gunstig forbrugertillid, yderligere forbedringer af arbejdsmarkedsforholdene og stigende reallønninger pr. ansat tyder på, at den solide vækst i forbruget vil fortsætte over de næste par kvartaler, stort set på linje med den reale købekraft. Bruttolønnens bidrag til væksten i den nominelle disponible indkomst vil forblive stort set uændret i fremskrivningsperioden, idet virkningen af den aftagende beskæftigelsesvækst udlignes af en kraftigere nominal lønvækst. Væksten i anden personindkomst ventes at blive styrket, idet den afspejler en positiv udvikling i overskud og formueindkomst.

Væksten i det private forbrug bør også blive understøttet af bankernes forbedrede udlånsvilkår, der yderligere forstærkes af ECB's pengepolitiske foranstaltninger og af fremskridt med hensyn til nedgearing. Selvom de lave renter har påvirket både husholdningernes renteindtægter og -udgifter, er der en tendens til, at lave renter omfordeler ressourcer fra nettosparere til nettolåntagere. Da den sidstnævnte gruppe typisk har en højere marginal forbrugstilbøjelighed, bør omfordelingen understøtte det samlede private forbrug. Hertil kommer, at forbruget også bør blive understøttet af de fremskridt, der er gjort med hensyn til nedgearing.

Husholdningernes opsparingskvote forventes at stige gradvis fra historisk lave niveauer i løbet af fremskrivningsperioden. Opsparingskvoten har været faldende i de seneste kvartaler, primært som følge af forbedringen af husholdningernes økonomiske og finansielle situation og virkningen af meget lave renter på deres opsparingstilbøjelighed. Opsparingskvoten ventes at stige igen i løbet af fremskrivningsperioden, hovedsagelig som følge af en udjævning af forbruget i forbindelse med det cykliske opsving. Det forventes også, at de private husholdningers opsparingskvote stiger som følge af nedsættelser af de direkte skatter i nogle lande.

Boks 1 Tekniske antagelser om renter, valutakurser og råvarepriser

Sammenlignet med september 2017-fremskrivningerne omfatter de tekniske antagelser betydelig højere oliepriser i amerikanske dollar, men kun mindre ændringer i valutakursen og andre finansielle antagelser. De tekniske antagelser om renter og råvarepriser bygger på markedsforventningerne på skæringsdatoen 22. november 2017. De korte renter refererer til 3-måneders EURIBOR, hvor markedsforventningerne udledes af futuresrenten. Metoden giver et gennemsnitligt niveau for de korte renter på -0,3 pct. i 2017 og 2018, -0,1 pct. i 2019 og 0,1 pct. i 2020. Markedsforventningerne til den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet peger

i retning af en gennemsnitlig rente på 1,1 pct. i 2017 og 2018, 1,4 pct. i 2019 og 1,7 pct. i 2020.² Sammenlignet med september 2017-fremskrivningerne er markedsforventningerne til den korte rente blevet nedjusteret en smule, mens den lange rente er blevet nedjusteret med ca. 10 og 20 basispoint i henholdsvis 2018 og 2019.

For så vidt angår råvarepriserne, antages prisen på en tønde Brent-råolie på grundlag af et gennemsnit af udviklingen på futuresmarkederne i den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen 22. november, at stige fra 54,3 dollar i 2017 til 61,6 dollar i 2018 og at falde til 58,9 dollar i 2019 og 57,3 dollar i 2020. Denne udvikling indebærer en stigning i oliepriserne i amerikanske dollar på 4,8 pct. i 2017, 17,2 pct. i 2018 og 11,0 pct. i 2019 i forhold til september 2017-fremskrivningerne. Priserne på råvarer ekskl. energi i amerikanske dollar antages at stige betydelig i 2017 og noget mere moderat derefter.³

De bilaterale valutakurser antages at forblive uændrede i fremskrivningsperioden på det gennemsnitlige niveau for den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen 22. november. Dette indebærer en gennemsnitlig dollarkurs på 1,13 USD pr. euro i 2017 og på 1,17 USD pr. euro i 2018-20 sammenlignet med 1,18 USD pr. euro i september 2017-fremskrivningerne. Den effektive eurokurs (i forhold til 38 handelspartnere) er stort set uændret i forhold til september 2017-fremskrivningerne.

Tekniske antagelser

	December 2017				September 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
3-måneders EURIBOR (i pct., pr. år)	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	-0,1
10-årige statsobligationsrenter (i pct., pr. år)	1,1	1,1	1,4	1,7	1,1	1,3	1,6
Oliepris (USD/pr. tønde)	54,3	61,6	58,9	57,3	51,8	52,6	53,1
Råvarepriser, ekskl. energi, i USD (årlige ændringer i pct.)	7,9	3,3	3,4	4,3	9,0	5,4	4,2
USD/EUR-kurs	1,13	1,17	1,17	1,17	1,13	1,18	1,18
Nominal effektiv eurokurs (EER-38) (årlige ændringer i pct.)	2,2	2,8	0,0	0,0	2,3	2,6	0,0

Stigningen i boliginvesteringerne ventes at fortsætte. Boliginvesteringerne er steget kraftigt i de seneste kvartaler. Denne udvikling er blevet understøttet af gunstige finansieringsvilkår, porteføljeomlægninger til fordel for boliger på baggrund af et lavt afkast på alternative langsigtede investeringsmuligheder og en stigende indkomstvækst i forbindelse med den aktuelle stigning i beskæftigelsen. Desuden synes nedjusteringsprocesserne på boligmarkedet at være afsluttet i en række

² 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, hvor den indledende forskel mellem de to serier er holdt konstant i fremskrivningsperioden. Spændene mellem landespecifikke statsobligationsrenter og det tilsvarende euroområdegennemsnit antages at være konstant i fremskrivningsperioden.

³ Antagelser om råvarepriser på olie og fødevarer er baseret på futureskontrakter indtil udgangen af fremskrivningsperioden. Priserne på råvarer ekskl. energi og fødevarer antages at følge futureskontrakterne indtil 4. kvartal 2018 for derefter at udvikle sig på linje med den globale økonomiske aktivitet.

eurolande. De vigtigste betingelser for et yderligere opsving i boliginvesteringerne er stadig til stede i fremskrivningsperioden. Opsvinget forventes dog at aftage noget som følge af den modne fase, boligcyklen befinder sig i, og den aftagende virkning af finanspolitiske incitamentet i nogle lande samt en ugunstig demografisk udvikling.

Erhvervsinvesteringerne er tiltaget i de seneste kvartaler og ventes at fortsætte med at stige i fremskrivningsperioden, om end i et langsommere tempo. En række faktorer ventes at understøtte erhvervsinvesteringerne.

Erhvervstilliden er på baggrund af de meget gunstige produktionsforventninger og ordrebøgerne stadig meget høj, kapacitetsudnyttelsen stiger fortsat og ligger over det gennemsnitlige niveau før krisen, finansieringsvilkårene ventes at forblive meget gunstige i fremskrivningsperioden, og avancetillæggene ventes at stige i en allerede kapitalstærk sektor af ikke-finansielle selskaber. Desuden har den kraftige stigning i aktiekurserne, der er observeret de seneste år, og en moderat vækst i gældsfinansieringen bragt gearingsgraden (gæld i forhold til samlede aktiver) i sektoren for ikke-finansielle selskaber ned på et historisk lavt niveau. Forventningerne om en svagere vækst i produktionspotentialet og visse landes begrænsninger af bankernes rolle som finansielle formidlere forventes dog fortsat at påvirke udsigterne for erhvervsinvesteringerne negativt. Den gradvis aftagende stigning i fremskrivningsperioden afspejler også den generelle svækkelse af både den indenlandske og udenlandske efterspørgsel.

Boks 2

Internationale forhold

Den globale økonomi fortsatte med at vokse støt i 2. halvår 2017, idet væksten i aktivitet og handel blev mere udbredt. Konjunkturbarometre peger i retning af en holdbar global vækst i

3. kvartal, hvor det globale sammensatte Purchasing Managers' Index (ekskl. euroområdet) er tæt på sit langsigtede gennemsnit. Samtidig viser den globale genopretning tegn på synkronisering. Stemningen på de finansielle markeder er stadig meget positiv i de avancerede økonomier med stigende aktiekurser og et yderligere fald i volatiliteten. I vækstmarkedsøkonomierne er renterne faldet, hvilket har bidraget til en beskedent bedring af de finansielle forhold, mens kapitalindstrømningen er på det højeste niveau siden 2015. Fremover forventes væksten i den globale økonomiske aktivitet at forblive stort set stabil og at ligge under niveauet før krisen i overensstemmelse med en lavere potentiel vækst. Udsigterne for de avancerede økonomier viser en robust vækst, som aftager i løbet af fremskrivningsperioden, efterhånden som genopretningen modnes, og produktionsgabene gradvis bliver positive. I vækstmarkedsøkonomierne bliver udsigterne mere dynamiske, idet de understøttes af en langsomt tiltagende aktivitet i råvareeksporterende lande, navnlig Brasilien og Rusland, og af en robust vækst i Indien og Kina, selvom væksten i Kina stadig er aftagende. Væksten i den globale aktivitet (ekskl. euroområdet) ventes i fremskrivningsperioden at være mellem 3,7 pct. og 3,9 pct. Sammenlignet med september 2017-fremskrivningerne er den globale BNP-vækst opjusteret en smule i 2017 og 2018. Opjusteringerne vedrører primært USA og Kina.

Internationale forhold

(Årlige ændringer i procent)

	December 2017				September 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
Realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet)	3,7	3,9	3,8	3,7	3,7	3,8	3,8
Verdenshandlen (ekskl. euroområdet) ¹⁾	5,6	4,5	4,2	3,7	5,3	3,8	3,8
Udenlandsk efterspørgsel i euroområdet ²⁾	5,5	4,4	3,8	3,5	4,7	3,4	3,5

1) Beregnet som et vægtet gennemsnit af importen.

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

Efter en usædvanlig kraftig vækst i 1. halvår 2017 forventes væksten i verdenshandlen at forblive robust i de kommende kvartaler på linje med gunstige globale handelsindikatorer.

På mellemlangt sigt forventes udsigterne for handlen at være mere på linje med den globale aktivitet (forankret på en handelsetasticitet i forhold til den globale BNP-vækst på ca. 1). Den udenlandske efterspørgsel i euroområdet forventes at stige med 5,5 pct. i 2017, 4,4 pct. i 2018, 3,8 pct. i 2019 og 3,5 pct. i 2020. Sammenlignet med september 2017-fremskrivningerne er den globale vækst opjusteret en smule, mens opjusteringen af den udenlandske efterspørgsel i euroområdet er mere markant. Sidstnævnte afspejler dataopjusteringer og, på baggrund af mere gunstige indikatorer for verdenshandlen, et mere positivt syn på styrken af de kommende kvartalers udvikling i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet.

Boks 3

Den seneste udvikling og udsigterne for eksporten til lande uden for euroområdet og den udenlandske efterspørgsel i euroområdet.

Både eksporten til lande uden for euroområdet og den udenlandske efterspørgsel i euroområdet er tiltaget på det seneste efter en meget svag udvikling i begyndelsen af 2016.

År til år er den udenlandske efterspørgsel i euroområdet styrket markant siden medio 2016 og nåede i 2. kvartal 2017 op på det højeste niveau i seks år. Samtidig er væksten i eksporten til lande uden for euroområdet vokset siden begyndelsen af 2016.

Den seneste stigning i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet afspejler den igangværende globale genopretning, men kan også afspejle et vist procyklisk element i handelsetasticiteten i forhold til den globale aktivitet. Vedvarende overvurderinger af den udenlandske efterspørgsel i euroområdet i perioden 2011-16 blev tilskrevet et overvejende strukturelt fald i verdenshandelns indkomsetasticitet, som ikke var tilstrækkelig afspejlet i tidligere fremskrivninger, hvilket førte til en overvurdering af verdenshandlen relativt til væksten i globalt BNP. Under forhold med en global økonomisk genopretning har væksten i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet i de seneste kvartaler imidlertid været kraftigere end forventet i de seneste fremskrivninger. Dette rejser spørgsmålet om, hvorvidt handelsetasticiteten på nuværende tidspunkt udviser procykliske tendenser, som ikke er blevet tilstrækkelig afspejlet i de seneste fremskrivninger, hvilket betyder, at væksten i den globale handel stiger endnu mere.⁴ For at tage

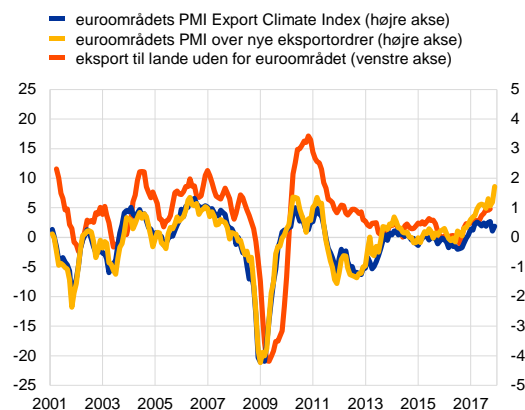
⁴ Jf. fx Borin, A., Di Nino, V., Mancini, M. og Sbracia, M., "The cyclicity of the income elasticity of trade", *Working Papers*, nr. 1126, Banca d'Italia, juli 2017.

hensyn til disse overvejelser, og som en afspejling af de seneste data, er den udenlandske efterspørgsel i euroområdet blevet væsentlig opjusteret i disse fremskrivninger.

Opjusteringen af den udenlandske efterspørgsel i euroområdet understøttes også af de stærke indikatorer for verdenshandlen og handlen i euroområdet. Handelsindikatorerne viser således en aktuell robust vækst i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet og i eksporten til lande uden for euroområdet. Undersøgelser af handlen i euroområdet (fx Purchasing Managers' Index over nye eksportordrer og Export Climate Index) tyder på et vedvarende opsving i handlen (se figur A). Endvidere er data for nye eksportordrer i euroområdets fremstillingssektor og industriproduktion fortsat robuste på trods af den seneste appreciering af den effektive eurokurs. Indikatorer for verdenshandlen, fx det globale Purchasing Managers' Index over nye eksportordrer eller Goldman Sachs' ledende indikator for aktiviteten, er også blevet væsentlig styrket i de seneste 12 måneder (se figur B).

Figur A
Indikatorer for handlen i euroområdet

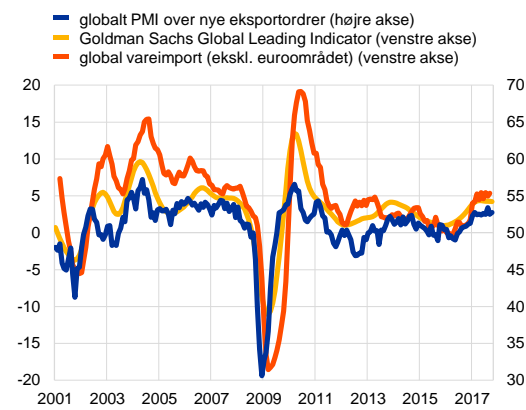
(Venstre akse: årlige ændringer i pct. for 3-månedersperioder; højre akse: indeks, standardiseret)



Kilder: Markit, Eurostat og ECB's beregninger.
Anm.: Handelsdata er i volumen. Den seneste observation er for september 2017 for eksport og for november 2017 for PMI Export Climate Index og PMI for nye eksportordrer i fremstillingssektoren.

Figur B
Indikatorer for verdenshandlen

(Venstre akse: årlige ændringer i pct. for 3-månedersperioder; højre akse: indeks)

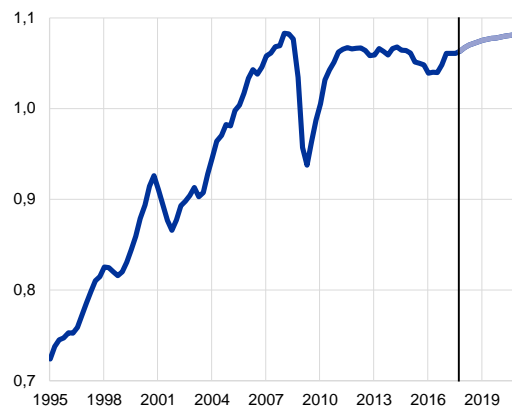


Kilder: Haver Analytics, Goldman Sachs, Dutch Central Planning Bureau og ECB's beregninger.
Anm.: Den seneste observation er for september 2017 for CPB og for oktober 2017 for Goldman Sachs- og PMI-indeks.

Til trods for en vis volatilitet i dataene for den globale import i begyndelsen af 2017 – som delvis skyldtes midlertidige faktorer – er der en underliggende stigende tendens i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet, som er stort set på linje med tendensen i konjunkturbarometrene. I begyndelsen af 2017 blev den globale import understøttet af en kraftig stigning i importen fra vækstøkonomierne i Asien, med Indien og Kina som drivkraft, samt fra Rusland og EU-lande i Central- og Østeuropa. I mange tilfælde skyldtes denne stærke stigning dog midlertidige faktorer. Ses der bort fra denne volatilitet, forventes den stigende tendens i væksten i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet at fortsætte i slutningen af 2017 og ind i 2018.

Figur C
Den globale importvækst som andel af BNP

(Indeks: 2005 = 1)



På mellemlangt sigt vil de bestemte faktorer for en handelsindkomstelasticitet omkring 1 dog fortsat være stort set uændrede. Det var en historisk uregelmæssighed, at handlen normalt voksede ca. dobbelt så meget som BNP i de to årtier før den store recession, og denne uregelmæssighed blev primært understøttet af bølger af handelsliberalisering (især i vækstøkonomier), voksende globale værdikæder og ændringer i den geografiske handelssammensætning.⁵ Som det fremgår af figur C, steg importen langt hurtigere end den globale aktivitet i perioden fra 1995 til 2007. Det er dog ikke sandsynligt, at de ovennævnte faktorer vil understøtte handelselasticiteten fremover. Handelsliberaliseringen er stort set afsluttet, og hvad angår sammensætningen,

ligger den globale handelselasticitet stadig tættest på vækstmarkedsøkonomiernes lavere handelselasticitet. I de seneste par år er den globale import og den globale aktivitet vokset sideløbende med hinanden, og dette mønster forventes også at fortsætte i fremskrivningsperioden.

Til trods for den seneste apreciering af euroen ventes eksporten til lande uden for euroområdet at forblive kraftig i de næste par kvartaler på baggrund af meget gunstige handelsindikatorer. Derefter forventes eksporten at aftage i løbet af fremskrivningsperioden i overensstemmelse med en aftagende udenlandsk efterspørgsel i euroområdet, der tyder på stort set uændrede eksportmarkedsandele. Importen fra lande uden for euroområdet forventes at blive styrket af den positive udvikling i den indenlandske efterspørgsel og den stærkere euro, idet den dog styrkes mindre end eksporten, hvilket således medfører et samlet set svagt positivt bidrag fra nettohandlen til den økonomiske vækst.

Selvom de nye tal vedbliver med at være positive, ventes beskæftigelsesvæksten efterhånden at aftage noget. Den seneste stigning i beskæftigelsesvæksten har været bredt funderet på tværs af landene, men skyldes til dels en række gunstige midlertidige faktorer (som fx stimulerende finanspolitiske tiltag i nogle lande). Da effekten af disse faktorer forventes gradvis at aftage, og den offentlige beskæftigelse ventes at falde i nogle lande, ventes beskæftigelsesvæksten at aftage noget i løbet af de næste par kvartaler.

Væksten i arbejdsstyrken ventes i stigende grad at blive dæmpet af manglen på arbejdskraft. Arbejdsstyrken ventes fortsat at stige i fremskrivningsperioden som følge af nettoindvandringen af arbejdstagere, den forventede integration af flygtninge og den såkaldte "encouraged worker effect". Disse positive effekter ventes imidlertid i løbet af fremskrivningsperioden at blive gradvis opvejet af virkningen af en stadig

⁵ Se også ECB IRC Task Force, "Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?", *Occasional Paper Series*, nr. 178, ECB, 2016.

mere ugunstig demografi. Dette medvirker samtidig til at dæmpe beskæftigelsesvæksten.

Faldet i arbejdsløshedsprocenten ventes dog at fortsætte.

Arbejdsløshedsprocenten faldt til 9,0 pct. i 3. kvartal 2017, og fremover ventes der fortsat et betydeligt fald i antallet af arbejdsløse. Arbejdsløshedsprocenten forventes at falde til 7,3 pct. i 2020.

Der ventes et opsving i produktivitetsvæksten i fremskrivningsperioden. Det første kraftige opsving i produktivitetsvæksten i år og næste år afspejler den svinde effekt af foranstaltninger, der midlertidigt fik beskæftigelsen til at stige i 2016. Senere i fremskrivningsperioden bliver arbejdskraftproduktiviteten (pr. ansat) hovedsagelig drevet af en lille stigning i den underliggende samlede faktorproduktivitetsvækst, øget kapitalintensitet og længere arbejdstid pr. ansat. De to sidstnævnte faktorer afspejler den igangværende forbedring af konjunkturerne og den stigende stramhed på arbejdsmarkedet.

Væksten i realt BNP forventes at forblive højere end den potentielle vækst indtil 2020. Væksten i produktionspotentialet skønnes at været steget noget de seneste år, understøttet af gunstigere bidrag fra kapital, arbejdskraft og totalfaktorproduktiviteten. I fremskrivningsperioden ventes den fortsat at stige til lige under niveauet før krisen. Arbejdskraftens bidrag ventes at falde i fremskrivningsperioden, hovedsagelig som følge af den aftagende vækst i den erhvervsaktive befolkning. Bidraget fra kapitalen forbliver sandsynligvis relativt stort, idet det afspejler stigningen i anlægsinvesteringer. Bidraget fra totalfaktorproduktiviteten skønnes også at blive ret stort set i forhold til den senere tid på baggrund af en mere effektiv tildeling af ressourcer efter krisen, strukturelle reformer gennemført på produkt- og arbejdsmarkedene, forbedret humankapital, et fornyet kapitalapparat og yderligere konvergens hen imod den teknologiske grænse. Det skal imidlertid bemærkes, at hverken den potentielle vækst eller drivkræfterne bag den er observerbare, og at skønnene er forbundet med betydelig usikkerhed.

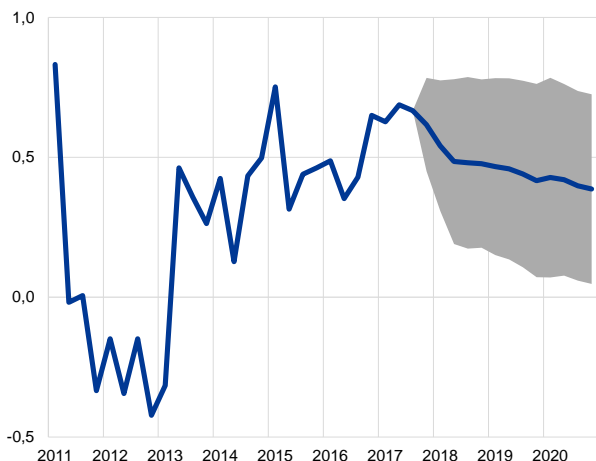
Sammenlignet med fremskrivningerne fra september 2017 er væksten i realt BNP blevet væsentlig opjusteret. Opjusteringen for 2017 vedrører delvis de opadrettede overraskelser i de seneste BNP-tal, med et positivt overhæng også i 2018. En meget stærk erhvervs- og forbrugertillid tyder på en kraftigere end tidligere forventet vækst. Større udenlandsk efterspørgsel og lidt lavere lange renter har også ført til en opjustering af vækstudsigterne i 2018 og 2019.

Figur 1**Makroøkonomiske fremskrivninger¹⁾**

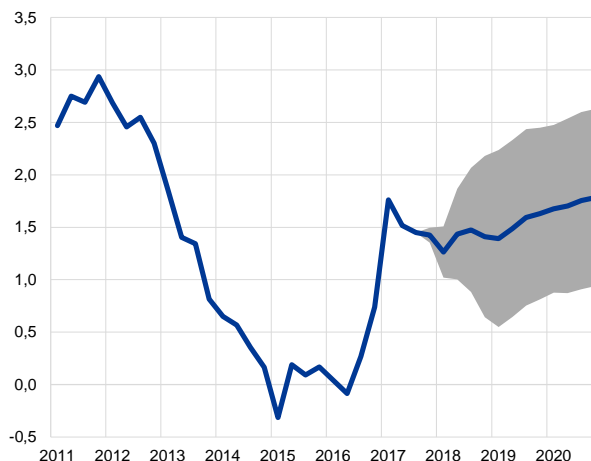
(Kvartalsvise observationer)

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. Intervallerens 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**Priser og omkostninger**

Selvom de nedadrettede energirelaterede basiseffekter ventes at få HICP-inflationen til at falde en smule på kort sigt, ventes den igen at blive positiv derefter og at nå 1,7 pct. i 2020. Nedadrettede basiseffekter i energikomponenten,

der mere end udligner den seneste olieprisstigning, vil bevirke, at den samlede inflation falder til et lavpunkt på 1,3 pct. i 1. kvartal 2018. I resten af fremskrivningsperioden forventes HICP-energiinflationen blot at stige meget moderat, hvilket afspejler den svagt nedadrettede udvikling i kurven for olieprisfutures kombineret med opadrettede effekter fra energiafgifterne. Efter de seneste par års svage udvikling ventes HICP-fødevarer-inflationen igen at stige moderat understøttet af antagelserne om stigninger i de internationale råvarepriser på fødevarer og opadrettede effekter fra afgiftsforhøjelser på tobak. Da væksten i økonomien overstiger den potentielle vækstrate, forventes det underliggende prispres at stige i fremskrivningsperioden. Især stigende lønninger, der afspejler et stadig strammere arbejdsmarked som følge af mærkbare begrænsninger i arbejdskraftudbuddet i nogle lande, og opadrettede effekter fra nettoafgifterne ventes at presse den underliggende inflation yderligere op. Eksterne prispres forventes også i nogen grad at forøge stigningen i HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer i fremskrivningsperioden som følge af en række indirekte effekter fra de seneste olieprisstigninger og antagelsen om stigninger i råvarepriser ekskl. energi, samt – mere overordnet – den forventede styrkelse af de globale inflationspres. Generelt ventes den samlede inflation i gennemsnit at blive på 1,5 pct. i 2017, 1,4 pct. i 2018, 1,5 pct. i 2019 og 1,7 pct. i 2020.

Hovedfaktorerne bag stigningen i arbejdskraftsomkostninger i fremskrivningsperioden er strammere arbejdsmarkedsforhold og udløbet af foranstaltninger, der har dæmpet lønvæksten i nogle lande de seneste par år. Væksten i lønsum pr. ansat forventes at stige fra 1,7 pct. i 2017 til 2,7 pct. i 2020, dog med en midlertidig afmatning i 2019. Sidstnævnte afspejler omlægningen af en skattegodtgørelse i Frankrig (CICE) til en permanent nedsættelse af arbejdsgivernes sociale bidrag⁶. På grund af den forventede konjunkturbestemte forbedring af produktivitetsvæksten indebærer denne udvikling i lønningerne en stigning i væksten i enhedslønomkostningerne fra 0,9 pct. i 2017 til 1,8 pct. i 2020. Mere overordnet set betragtes forbedringer af arbejdsmarkedsforholdene i euroområdet og en stigende mangel på arbejdskraft i nogle dele af euroområdet som vigtige faktorer bag den forventede stigning i lønvæksten. Hertil kommer, at behovet for løntilbageholdenhed for at genvinde priskonkurrenceevne i nogle lande efter krisen og den ophobede løntilbageholdenhed i relation til bindende nedadrettet træghed i de nominelle lønninger under krisen, gradvis bør aftage, i takt med at den økonomiske genopretning fortsætter og breder sig blandt eurolandene. Derudover kan det forventes, at den betydelige stigning i den samlede inflation i 2017 i forhold til de tre foregående år bidrager til stigningen i lønvæksten. Endelig bidrager højere lønninger inden for den offentlige sektor også til stigningen i den samlede lønvækst i fremskrivningsperioden.

Avancerne ventes i gennemsnit at stige noget hurtigere i den første del af fremskrivningsperioden, end det har været tilfældet det seneste år. Foringelser i bytteforholdet som følge af stigningen i oliepriserne påvirkede avancerne negativt de seneste kvartaler. I takt med at disse afdæmpende effekter aftager, forventes avancerne at stige noget kraftigere, end det har været tilfældet på det seneste, idet de bliver påvirket positivt af den fortsatte økonomiske genopretning. De forventede stigninger i væksten i enhedslønomkostninger – samt i afgifter – forventes dog at begrænse tempoet for væksten i avancerne i fremskrivningsperioden.

Det eksterne prispres er steget i 2017 og forventes at forblive positivt i fremskrivningsperioden, men mere moderat end observeret på det seneste.

Den ret robuste stigning i importpriserne i år afspejler et skift i udviklingen i olie- og råvarepriser ekskl. energi. Efter 2017 ventes et fald i væksten som følge af antagelsen om en mere moderat udvikling i råvarepriserne i fremskrivningsperioden og en afdæmpende effekt fra den seneste appreciering af euroen. Det underliggende globale inflationspres ventes dog gradvis at blive styrket i fremskrivningsperioden, i takt med at de globale produktionsomkostninger stiger, og den uudnyttede kapacitet mindskes på globalt plan.

Sammenlignet med fremskrivningerne fra september 2017 er udsigten for HICP-inflationen blevet opjusteret med 0,2 procentpoint i 2018 og er uændret derefter. Opjusteringen af den samlede inflation i 2018 afspejler en kraftigere udvikling i HICP-energiinflationen og HICP-fødevareinflationen, som skyldes, at disse komponenter på det seneste har overrasket positivt, højere antagelser om oliepriser og opadrettede effekter fra energi- og tobaksafgifter. HICP-inflationen

⁶ Da faldet i lønsum pr. ansat og enhedslønomkostningerne stort set opvejes af en tilsvarende stigning i avancerne, forventes effekten på prisfastsættelsen at blive begrænset.

ekskl. fødevarer og energi nedjusteres på kort sigt, hvilket delvis skyldes, at de seneste tal har overrasket negativt.

3 Finanspolitiske udsigter

Den finanspolitiske aktivitetsvirkning i euroområdet ventes i gennemsnit at forblive stort set neutral i fremskrivningsperioden. Virkningen måles som ændringen i den konjunkturkorrigerede primære saldo fratrukket offentlig støtte til den finansielle sektor. I 2017 er nedsættelser af direkte skatter og større overførsler til husholdningerne fuldt ud blevet opvejet af afgiftsforhøjelser og en mere afdæmpet vækst i det offentlige forbrug. I 2018 formes finanspolitikken hovedsagelig af nedsættelser af direkte skatter og bidrag til sociale sikringsordninger samt antagelsen om en mere dynamisk vækst i de offentlige investeringer, der kun delvis opvejes af afgiftsstigninger og en afdæmpet vækst i overførslerne til husholdningerne. Finanspolitikken ventes også at være stort set neutral i løbet af 2019-20.

I fremskrivningsperioden ventes både det offentlige underskud og gældskvoterne at falde. Den finanspolitiske fremskrivning indebærer et gradvist fald i det offentlige underskud i fremskrivningsperioden, som hovedsagelig skyldes en forbedring i den cykliske komponent og et fald i rentebetalingerne. Den konjunkturkorrigerede primære saldo forbliver stabil i fremskrivningsperioden. Den offentlige gæld i forhold til BNP ventes fortsat at falde i fremskrivningsperioden. Denne udvikling understøttes af et gunstigt forhold mellem renter og vækst⁷ og det primære overskud. I forhold til september 2017-fremskrivningerne er udsigterne for budgetunderskuddet stort set uændrede, mens gældskvoten er noget lavere, hvilket hovedsagelig skyldes et mere positivt forhold mellem renter og vækst i 2018 og 2019.

Boks 4

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 gennemgås den usikkerhed, der findes i tilknytning til en række vigtige underliggende antagelser, samt fremskrivningernes følsomhed med hensyn til disse variabler.

1) En alternativ udvikling i oliepriserne

Alternative olieprismodeller peger i retning af en risiko for højere oliepriser i fremskrivningsperioden, end markederne for olieprisfutures har indikeret. De tekniske antagelser om udviklingen i oliepriserne, der ligger til grund for basisfremskrivningerne, og som er baseret på futuresmarkederne, forudsiger et fald i udviklingen i oliepriserne, hvor prisen på Brent-råolie bliver på

⁷ Forholdet er opgjort som forskellen mellem den nominelle effektive rente på gæld og den nominelle BNP-vækst.

ca. 57 dollar pr. tønde ultimo 2020. Udviklingen for olieprisfutures svarer til en moderat vækst i den globale efterspørgsel efter olie, et scenario, der er forbundet med en beskeden stigning i genopretningen af den globale økonomi. For så vidt angår udbudsfaktorer, var forlængelsen af aftalen mellem OPEC og de største olieproducerende lande uden for OPEC den 30. november højst sandsynlig indregnet i markedsforventningerne, selvom den blev vedtaget efter skæringsdatoen (22. november). De konventionelle producenters nedskæringer i produktionen forventes dog delvis at blive opvejet af produktionen af skiferolie i USA. En kombination af andre modeller, som Eurosystemets stab⁸ anvender til at forudsige oliepriserne i fremskrivningsperioden, peger i retning af større stigninger i oliepriserne, end det fremgår af de tekniske antagelser, hvilket skyldes en hurtigere end forventet stramning af balancen mellem udbud og efterspørgsel. Slår en alternativ olieprisudvikling igennem, hvor oliepriserne er 11 pct. højere end i basisscenariet for 2020, ville det dæmpe væksten i realt BNP marginalt og samtidig føre til en lidt hurtigere stigning i HICP-inflationen (med 0,2 procentpoint i både 2019 og 2020).

2) En alternativ udvikling i valutakursen

Denne følsomhedsanalyse undersøger effekterne af en yderligere styrket eurokurs i forhold til basisscenariet. Én mulig risikokilde i tilknytning til en appreciering kommer fra en kraftigere end forventet økonomisk genopretning i euroområdet. Dette scenario er baseret på 75 pct.-fraktilen af den fordeling, som fremgår af de risikoneutrale tætheder (risk-neutral densities), udledt ved optioner, for USD/EUR-kursen 22. november 2017. Udviklingen indebærer en gradvis appreciering af euroen over for den amerikanske dollar til en kurs på 1,36 USD/EUR i 2020, hvilket er ca. 16 pct. over basisscenariet for dette år. Den tilsvarende antagelse om den nominelle effektive eurokurs afspejler typiske forløb, hvorved ændringer i USD/EUR-kursen svarer til ændringer i den effektive valutakurs med en elasticitet på 52 pct. I dette scenario peger gennemsnittet af resultaterne af en række af de makroøkonomiske modeller, som staben anvender, i retning af en vækst i realt BNP, der bliver 0,2 procentpoint lavere i 2018, 0,6 pct. lavere i 2019 og 0,2 procentpoint lavere i 2020. HICP-inflationen bliver 0,2, 0,5 og 0,6 procentpoint lavere i henholdsvis 2018, 2019 og 2020. Det skal bemærkes, at denne anslåede effekt på vækst og inflation kun indtræffer i tilfælde af et rent eksogent stød til valutakursen.

Boks 5

Prognoser udarbejdet af andre institutioner

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).

⁸ Se den kombination af fire modeller, der blev præsenteret i artiklen *Forecasting the price of oil*, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2015.

Som det fremgår af tabellen, ligger andre institutioners foreliggende prognoser for væksten i realt BNP og HICP-inflationen generelt inden for de opstillede intervaller omkring Eurosystemets stabs 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		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Fremskrivninger udarbejdet af Eurosystemets stab	December 2017	2,3	1,9	1,7	1,4	1,5	1,7
		[1,7-2,9]	[0,9-2,9]	[0,6-2,8]	[0,9-1,9]	[0,7-2,3]	[0,8-2,6]
Europa-Kommissionen	November 2017	2,1	1,9	-	1,4	1,6	-
OECD	November 2017	2,1	1,9	-	1,5	1,7	-
Euro Zone Barometer	November 2017	2,0	1,7	1,5	1,4	1,6	1,8
Consensus Economics Forecast	December 2017	2,1	1,5	1,3	1,4	1,5	1,7
Survey of Professional Forecasters	Oktober 2017	1,9	1,7	-	1,4	1,6	-
IMF	Oktober 2017	1,9	1,7	1,6	1,4	1,7	1,8

Kilder: Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2017; IMF, World Economic Outlook, 10. oktober 2017; OECD, Economic Outlook, november 2017; Consensus Economics Forecasts, december 2017; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, november 2017; og ECB's Survey of Professional Forecasters, oktober 2017.

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, 2017

Postadresse: 60640 Frankfurt am Main, Tyskland
 Telefon: +49 69 1344 0
 Websted: www.ecb.europa.eu

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

ISSN 2529-4644 (pdf)
 EU-katalognummer QB-CF-17-002-DA-N (pdf)