



Marts 2018

ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet¹

Den økonomiske vækst i euroområdet ventes at forblive robust med vækstrater, der holder sig over potentialet. Væksten i realt BNP ventes at aftage fra 2,5 pct. i 2017 til 1,7 pct. i 2020², efterhånden som en række understøttende faktorer langsomt aftager. HICP-inflationen forventes at stige til 1,7 pct. i 2020, understøttet af en gradvis stigning i den underliggende inflation, i takt med at kapacitetsbegrænsningerne bliver mere restriktive.

1 Realøkonomien

Meget gunstige indikatorer tyder på yderligere robust vækst i realt BNP på kort sigt. Ifølge Eurostats seneste offentliggørelse steg realt BNP med 0,6 pct. i 4. kvartal 2017. Stigningen var drevet af positive bidrag fra både den indenlandske efterspørgsel – navnlig anlægsinvesteringer – og nettohandlen. Forbedringen af arbejdsmarkedsforholdene er fortsat, idet arbejdsløsheden er faldet til 8,6 pct. i januar 2018, det laveste niveau siden slutningen af 2008. Væksten i realt BNP ventes at forblive robust i 1. halvår 2018, hvilket stemmer overens med en meget høj erhvervs- og forbrugertillid.

På mellemlangt sigt er de grundlæggende betingelser for en fortsat vækst stadig til stede. En række gunstige faktorer ventes fortsat at støtte den private efterspørgsel. ECB's meget 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. Hertil kommer, at væksten i det private forbrug og boliginvesteringerne bør blive styrket af yderligere forbedringer af arbejdsmarkedsforholdene og en stigning i husholdningernes formue. Samtidig vil erhvervsinvesteringerne fortsat stige, hvilket også afspejler en styrkelse af avancetillæg i sammenhæng med stigende efterspørgselspres. Euroområdet

¹ Disse makroøkonomiske fremskrivninger, som er udarbejdet af ECB's 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/ECB staff macroeconomic projection exercises*, ECB, juli 2016, der findes på ECB's websted. Skæringsdatoen for de tekniske antagelser, om fx oliepriser og valutakurser, var 13. februar 2018 (se boks 1). Skæringsdatoen for at inkludere anden information i disse fremskrivninger var 19. februar 2018. De aktuelle makroøkonomiske fremskrivninger dækker perioden 2018-20. 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.

² Tallene bygger på data, der er korrigeret for antal arbejdsdage.

eksport ventes 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)

| | Marts 2018 | | | | December 2017 | | | |
|---|------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Realt BNP | 2,5 | 2,4 | 1,9 | 1,7 | 2,4 | 2,3 | 1,9 | 1,7 |
| | | [2,1 - 2,7] ²⁾ | [0,9 - 2,9] ²⁾ | [0,7 - 2,7] ²⁾ | [2,3 - 2,5] ²⁾ | [1,7 - 2,9] ²⁾ | [0,9 - 2,9] ²⁾ | [0,6 - 2,8] ²⁾ |
| Privat forbrug | 1,9 | 1,7 | 1,7 | 1,5 | 1,9 | 1,7 | 1,6 | 1,5 |
| Offentligt forbrug | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| Faste bruttoinvesteringer | 3,7 | 4,4 | 3,4 | 2,8 | 4,4 | 4,3 | 3,4 | 2,9 |
| Eksport ³⁾ | 5,2 | 5,3 | 4,1 | 3,8 | 5,0 | 5,1 | 4,1 | 3,7 |
| Import ³⁾ | 4,6 | 5,1 | 4,5 | 4,0 | 5,1 | 5,2 | 4,4 | 3,9 |
| Beskæftigelse | 1,7 | 1,4 | 1,1 | 0,8 | 1,7 | 1,3 | 1,0 | 0,8 |
| Arbejdsløshed (i pct. af arbejdsstyrken) | 9,1 | 8,3 | 7,7 | 7,2 | 9,1 | 8,4 | 7,8 | 7,3 |
| HICP | 1,5 | 1,4 | 1,4 | 1,7 | 1,5 | 1,4 | 1,5 | 1,7 |
| | | [1,1 - 1,7] ²⁾ | [0,6 - 2,2] ²⁾ | [0,8 - 2,6] ²⁾ | [1,5 - 1,5] ²⁾ | [0,9 - 1,9] ²⁾ | [0,7 - 2,3] ²⁾ | [0,8 - 2,6] ²⁾ |
| HICP ekskl. energi | 1,2 | 1,2 | 1,6 | 1,9 | 1,2 | 1,3 | 1,6 | 1,9 |
| HICP ekskl. energi og fødevarer | 1,0 | 1,1 | 1,5 | 1,8 | 1,0 | 1,1 | 1,5 | 1,8 |
| HICP ekskl. energi, fødevarer og afgiftsændringer ⁴⁾ | 1,0 | 1,1 | 1,5 | 1,8 | 1,0 | 1,1 | 1,5 | 1,8 |
| Enhedslønomkostninger | 0,8 | 1,1 | 1,2 | 1,8 | 0,9 | 1,2 | 1,1 | 1,8 |
| Lønsum pr. ansat | 1,6 | 2,2 | 2,0 | 2,7 | 1,7 | 2,1 | 1,9 | 2,7 |
| Arbejdskraftsproduktivitet | 0,8 | 1,0 | 0,8 | 0,9 | 0,8 | 1,0 | 0,9 | 0,9 |
| Offentlig budgetsaldo (i pct. af BNP) | -1,0 | -0,7 | -0,6 | -0,3 | -1,1 | -0,9 | -0,9 | -0,5 |
| Strukturel budgetbalance (i pct. af BNP) ⁵⁾ | -1,0 | -1,0 | -0,9 | -0,9 | -1,1 | -1,1 | -1,1 | -1,0 |
| Den offentlige sektors bruttogæld (i pct. af BNP) | 86,7 | 84,4 | 82,1 | 79,7 | 87,0 | 85,1 | 83,1 | 80,7 |
| Betalingsbalancens løbende poster (i pct. af BNP) | 3,7 | 4,2 | 4,3 | 4,5 | 3,1 | 2,9 | 2,7 | 2,8 |

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 fremskrivningsperioden. Udviklingen i forbruget kan blive dæmpet af en stigning i opsparing af forsigtighedshensyn og en aftagende beskæftigelsesvækst, der delvis er resultatet af arbejdskraftmangel i nogle lande, som i stigende grad virker begrænsende. Den kraftige appreciering af euroen siden april 2017 forventes sammen med en aftagende vækst i den udenlandske efterspørgsel i eurområdet at lægge en dæmper på eksportvæksten.

Væksten i den disponible realindkomst forbliver solid. Bruttolønnens bidrag til væksten i den nominelle disponible indkomst ventes at forblive stort set uændret i fremskrivningsperioden, i takt med at 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 den disponible realindkomst ventes at tiltage i 2018 og 2019, inden den aftager i 2020, i takt med at forbrugerprisinflationen stiger.

Væksten i det private forbrug forbliver positiv. En meget høj forbrugertillid, forventninger om yderligere forbedringer af arbejdsmarkedsforholdene og stigende reallønninger pr. ansat tyder på en solid forbrugsvækst i de næste par kvartaler. På mellemlangt sigt ventes væksten i det private forbrug imidlertid at blive noget mindre end væksten i den disponible realindkomst, idet husholdningerne sandsynligvis vil begynde at spare en større del af deres indkomst op.

Væksten i det private forbrug bør også blive understøttet af bankernes forbedrede udlånsvilkår, forstærket af ECB's pengepolitiske foranstaltninger og 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. Husholdningernes stigende formue samt fremskridt med hensyn til nedgearing bør desuden understøtte forbruget.

I løbet af fremskrivningsperioden forventes husholdningernes opsparingskvote at stige gradvis fra et historisk lavt niveau. Opsparingskvoten er faldet på det seneste, primært som følge af forbedringen af husholdningernes økonomiske og finansielle situation og effekten af de meget lave renter på deres opsparingstilbøjelighed. Opsparingskvoten ventes at stige i løbet af fremskrivningsperioden som følge af både et forventet opsving i opsparing af forsigtighedshensyn i sammenhæng med en aftagende konjunkturrelateret vækst og det større bidrag fra væksten i kapitalindkomsten. Husholdningerne forventes desuden at forøge deres opsparingskvote 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 en stærkere eurokurs, især over for den amerikanske dollar, højere oliepriser og højere renter.

De tekniske antagelser om renter og råvarepriser bygger på markedsforventningerne på skæringsdatoen 13. februar 2018. 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 2018, -0,1 pct. i 2019 og 0,4 pct. i 2020. Markedsforventningerne til den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet peger i retning af en gennemsnitlig rente på 1,3 pct. i 2018, 1,6 pct. i 2019 og 1,9 pct. i 2020.³ Sammenlignet med december 2017-fremskrivningerne er markedsforventningerne til den korte rente blevet opjusteret med 10 og 30 basispoint i henholdsvis 2019 og 2020, mens den lange rente er blevet opjusteret med ca. 20 basispoint i fremskrivningsperioden.

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 13. februar 2018, at stige fra 54,4 dollar i 2017 til 65,0 dollar i 2018 og at falde til 61,2 dollar i 2019 og 58,3 dollar i 2020. Denne udvikling indebærer, at oliepriserne i amerikanske dollar bliver 5,5 pct. højere i 2018, 3,8 pct. højere i 2019 og 1,7 pct. højere i 2020 i forhold til december 2017-fremskrivningerne. Der antages en yderligere betydelig stigning i priserne på råvarer ekskl. energi i amerikanske dollar i 2018 og en noget mere moderat stigning derefter.⁴

De bilaterale valutakurser antages at forblive uændrede i fremskrivningsperioden på det gennemsnitlige niveau for den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen 13. februar 2018. Dette indebærer en gennemsnitlig dollarkurs på 1,23 USD pr. euro i 2018 og på 1,24 USD pr. euro i 2019-20 sammenlignet med 1,17 USD pr. euro i december 2017-fremskrivningerne. Den effektive eurokurs (i forhold til 38 handelspartnere) er 1,6 pct. højere, end det fremgik af december 2017-fremskrivningerne.

³ 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.

⁴ 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 1. kvartal 2019 for derefter at udvikle sig på linje med den globale økonomiske aktivitet.

Tekniske antagelser

| | Marts 2018 | | | | December 2017 | | | |
|---|------------|------|------|------|---------------|------|------|------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| 3-måneders EURIBOR (i pct., pr. år) | -0,3 | -0,3 | -0,1 | 0,4 | -0,3 | -0,3 | -0,1 | 0,1 |
| 10-årige statsobligationsrenter (i pct., pr. år) | 1,0 | 1,3 | 1,6 | 1,9 | 1,1 | 1,1 | 1,4 | 1,7 |
| Oliepris (USD/pr. tønde) | 54,4 | 65,0 | 61,2 | 58,3 | 54,3 | 61,6 | 58,9 | 57,3 |
| Råvarepriser, ekskl. energi, i USD (årlige ændringer i pct.) | 7,9 | 7,4 | 3,2 | 4,5 | 7,9 | 3,3 | 3,4 | 4,3 |
| USD/EUR-kurs | 1,13 | 1,23 | 1,24 | 1,24 | 1,13 | 1,17 | 1,17 | 1,17 |
| Nominal effektiv eurokurs (EER38) (årlige ændringer i pct.) | 2,2 | 4,5 | 0,1 | 0,0 | 2,2 | 2,8 | 0,0 | 0,0 |

Stigningen i boliginvesteringerne ventes at fortsætte. Boliginvesteringerne er steget kraftigt i de seneste kvartaler understøttet af gunstige finansieringsvilkår og en stigende indkomstvækst i forbindelse med den løbende jobskabelse. Desuden synes nedjusteringsprocesserne på boligmarkedet at være afsluttet i en række eurolande. Undersøgelser peger i retning af, at husholdningerne i stigende grad planlægger at købe eller bygge en bolig eller at gå i gang med forbedringer af egen bolig inden for de næste to år. De vigtigste betingelser for et yderligere opsving i boliginvesteringerne er stadig til stede i fremskrivningsperioden. Alligevel forventes det at aftage noget som følge af den modne fase, som boligcyklen befinder sig i, og den aftagende virkning af finanspolitiske incitamenter i nogle lande samt en ugunstig demografisk udvikling.

Erhvervsinvesteringerne forventes fortsat at stige i fremskrivningsperioden, om end i et langsommere tempo. En række faktorer ventes fortsat at understøtte erhvervsinvesteringerne: Erhvervstilliden er fortsat meget høj på baggrund af de meget positive forventninger til produktion og ordrebøger. Kapacitetsudnyttelsen fortsætter den hurtige stigning og nærmer sig toppunktet før krisen. Finansieringsvilkårene ventes fortsat at forblive meget gunstige i fremskrivningsperioden, og avancetillæggene forventes at stige i en allerede kapitalstærk sektor af ikke-finansielle selskaber. Desuden har den kraftige stigning i aktiekurserne, der er observeret de seneste år (på trods af den beskedne korrektion), 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. Den konsoliderede bruttogæld (forholdet mellem gæld og indkomst) er dog ikke faldet nær så meget og befinder sig nu på niveauet før krisen. Den gradvis aftagende stigning i erhvervsinvesteringerne i fremskrivningsperioden afspejler også den generelle nedgang i både den indenlandske og udenlandske efterspørgsel.

Boks 2

Internationale forhold

Væksten i den globale økonomi blev styrket i 2. halvår 2017, samtidig med at væksten i aktivitet og handel blev bredere funderet. Data og konjunkturbarometre peger i retning af en holdbar global vækst på kort sigt, hvor det globale Purchasing Managers' Index, ekskl.

euroområdet, (composite output) er tæt på sit langsigtede gennemsnit. De globale finansielle forhold er fortsat lempelige på trods af en stramning af renterne på verdensplan siden begyndelsen af 2018. De lange renter steg i USA, og de globale aktiemarkeder faldt brat i februar, samtidig med at volatiliteten også steg. Fremover forventes væksten i den globale økonomiske aktivitet at forblive stort set stabil, men at ligge under niveauet før krisen for potentiel vækst. Udsigterne for de avancerede økonomier indebærer en robust vækst, hvor aktiviteten på kort sigt bliver stimuleret af den seneste skattereform i USA. Derefter ventes produktionsvæksten at aftage en anelse, i takt med at opsvinget bider sig fast, og produktionsgabene gradvis bliver positive. I vækstmarkedsøkonomierne understøttes udsigterne af opsvinget i de råvareeksporterende lande, navnlig Brasilien og Rusland, og af en robust vækst i Indien og Kina. På verdensplan (ekskl. euroområdet) ventes aktiviteten at stige med 4,1 pct. i 2018 og derefter at aftage moderat til 3,7 pct. i 2020. Sammenlignet med december 2017-fremskrivningerne er den globale BNP-vækst opjusteret for perioden 2017-19, hvilket hovedsagelig afspejler den gunstige effekt af den finanspolitiske pakke i USA.

Internationale forhold

(årlige ændringer i procent)

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

1) Beregnet som et vægtet gennemsnit af importen.

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

Efter en usædvanlig kraftig vækst i 1. halvår 2017 ventes væksten i verdenshandlen at forblive robust i de kommende kvartaler, hvilket stemmer overens med en række positive indikatorer for verdenshandlen. På mellemlangt sigt forventes udsigterne for handlen at blive mere på linje med udsigterne for den globale aktivitet (forankret på en handelsetasticitet i forhold til global BNP-vækst på ca. 1). Den udenlandske efterspørgsel i euroområdet forventes at stige med 5,5 pct. i 2017, 4,7 pct. i 2018, 4,1 pct. i 2019 og med 3,6 pct. i 2020. Sammenlignet med september 2017-fremskrivningerne er den udenlandske efterspørgsel i euroområdet blevet opjusteret, hvilket først og fremmest afspejler den positive effekt af den amerikanske skattereform, der forventes at øge importefterspørgslen i USA.

Boks 3

Faktorerne bag udsigterne for verdenshandlen

Efter en længere periode med træg vækst har verdenshandlen de seneste 18 måneder oplevet fornyet fremgang. Den globale import steg med 5,5 pct. i 2017, et godt stykke over gennemsnittet i 2012-16. Væksten i den globale import var også højere end væksten i den globale aktivitet, hvilket indebærer en stigning i verdenshandlens indkomstelasticitet. Mens den seneste styrkelse af den globale handel tilsyneladende, delvis, afspejler nogle specifikke engangsfaktorer, navnlig en stigning i handlen i visse asiatiske vækstøkonomier samt en indbygget volatilitet i globale handelsdata, synes det sidste års opsving i verdenshandlen at være bredt funderet på tværs af

regioner. Alle de 32 største globale økonomier, bortset fra fem, oplevede en importstigning i 2017 i forhold til de seneste fem års gennemsnit.

Den konjunkturbestemte genopretning af den globale aktivitet, og navnlig inden for investeringer, har bidraget til den fornyede fremgang i handlen. Efter de seneste års skuffende resultater har den globale aktivitet vist tegn på en konjunkturbestemt genopretning. Hvad der har større betydning for verdenshandlen, vendte investeringerne, som er en forholdsvis importintensiv efterspørgselskomponent, på et meget lavt niveau i begyndelsen af 2016 (som er et lavpunkt i væksten i verdenshandlen) og er vokset betydeligt i de seneste kvartaler til et niveau, der ligger tæt på gennemsnittet før krisen. Opsvinget i aktiviteten og investeringerne afspejler en række faktorer: Politikkerne i de avancerede økonomier er i stigende grad blevet understøttende, i takt med at finanspolitiske stramninger er blevet løsnet, og pengepolitikken stadig er meget lempelig. Gunstige finansieringsforhold, sammen med en stærk tillid, har også bidraget. Desuden har stabile eller stigende råvarepriser understøttet investeringerne i råvareeksporterende økonomier, som var dykket efter den kraftige forringelse af deres bytteforhold efter 2014.

Landespecifikke modeller for importefterspørgslen understøtter investeringernes rolle som drivkraft bag den seneste handelsudvikling. Estimer fra standardmodeller for importefterspørgslen for 19 lande, der repræsenterer 75 pct. af den globale import, underbygger den konklusion, at opsvinget delvis er blevet understøttet af en stigende global investeringsefterspørgsel. En anden forklaring på den seneste stærke handelsvækst, som også fremgår af modellerne, er, at handlens indkomstelasticitet er stærkt procyklisk. I opgangsperioder, hvor aktiviteten vokser hurtigere end trendvæksten, stiger handlens indkomstelasticitet normalt også. Denne fortolkning stemmer overens med tidligere erfaringer. I takt med at den globale aktivitet styrkedes efter den svage vækst i 2015 og 2016, steg verdenshandlen endnu hurtigere – dvs. handlens indkomstelasticitet steg.

De gunstige faktorer bag den seneste stigning i handlens indkomstelasticitet forventes at aftage i løbet af fremskrivningsperioden. Fremskrivningerne for de globale investeringer peger på en beskeden yderligere vækst, efterhånden som opsvinget bider sig fast, den ledige kapacitet mindskes, og den globale aktivitet aftager. Desuden forventes den globale økonomiske vækst at aftage. Handlens indkomstelasticitet forventes derfor at falde på grund af investeringsvækstens mere moderate udvikling samt på grund af dens procykliske karakter, i takt med at den globale vækst aftager. Importen forventes således at stige mere på linje med aktiviteten mod slutningen af fremskrivningsperioden. Dette stemmer overens med evidens for, at de mere langsigtede strukturelle faktorer, som tidligere var drivkraften bag verdenshandlens hurtige vækst, der var stærkere end væksten i den globale aktivitet – navnlig den hurtige vækst i globale værdikæder – er aftaget siden den finansielle krise.⁵

Væksten i eksporten til lande uden for euroområdet ventes at blive dæmpet af den seneste apreciering af euroen. Efter en robust vækst i 2. halvår 2017 forventes eksporten til lande uden for euroområdet at vokse langsommere end den udenlandske efterspørgsel i euroområdet på grund af den seneste apreciering af

⁵ Se også European System of Central Banks, International Relations Committee Task Force, "Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?", *Occasional Paper Series*, nr. 178, ECB, 2016.

euroen, som medfører tab af eksportmarkedsandele. Importen fra lande uden for euroområdet forventes at drage fordel af den positive udvikling i den indenlandske efterspørgsel og den stærkere euro. Importvæksten ventes at aftage mindre end eksportvæksten, hvilket medfører et svagt negativt bidrag fra nettohandlen til den økonomiske vækst i 2018 og et neutralt bidrag derefter.

Beskæftigelsesvæksten ventes at aftage. Antallet af beskæftigede i euroområdet steg 0,4 pct. i 3. kvartal 2017 og skønnes at være steget yderligere i 4. kvartal. Den seneste tids øgede beskæftigelsesvækst har været bredt funderet på tværs af lande, og fremadskuende undersøgelser peger på en yderligere robust beskæftigelsesvækst på kort sigt. Derefter ventes beskæftigelsesvæksten at aftage noget, i takt med at virkningen af visse gunstige midlertidige faktorer (fx stimulerende finanspolitiske tiltag i nogle lande) forventes gradvis at aftage, og den offentlige beskæftigelse ventes at falde i nogle lande.

Væksten i arbejdsstyrken ventes i stigende grad at blive dæmpet af mangel på arbejdskraft. Arbejdsstyrken ventes fortsat at vokse i fremskrivningsperioden som følge af nettoindvandringen, den forventede integration af flygtninge og en yderligere stigning i erhvervsfrekvensen. Disse positive effekter ventes imidlertid i løbet af fremskrivningsperioden at blive gradvis opvejet af virkningen af en voksende ugunstig demografi. Dette bidrager også til nedgangen i beskæftigelsesvæksten i 2019 og 2020.

Arbejdsløshedsprocenten forventes at falde til 7,2 pct. i 2020.

Arbejdsløshedsprocenten faldt til 8,6 pct. i januar 2018, det laveste niveau siden slutningen af 2008. Fremover ventes antallet af arbejdsløse fortsat at falde betydeligt og at nærme sig lavpunktet før krisen.

Væksten i arbejdskraftsproduktiviteten vil afspejle sit konjunkturforløb og være højere end i de foregående år. Arbejdskraftsproduktiviteten tiltog i 2017, i takt med at ovennævnte midlertidige beskæftigelsesstigning begyndte at aftage. Fremover tyder den stigende kapitaludnyttelse i sammenhæng med en faldende uudnyttet kapacitet, en stigning i antallet af arbejdstimer pr. person og en vis fremgang i total faktorproduktivitet på, at væksten i arbejdskraftsproduktiviteten stort set vil være fastholdt i fremskrivningsperioden. I 2019-20 forventes den dog at være en smule under gennemsnittet før krisen på 1,0 pct.

Indtil 2020 ventes væksten i realt BNP fortsat at ligge over den potentielle vækst. Væksten i produktionspotentialet anslås at været steget noget de seneste år, understøttet af gunstigere bidrag fra kapitalen, arbejdskraften og totalfaktorproduktiviteten. Ved slutningen af fremskrivningsperioden forventes den potentielle vækst stort set at være tilbage på samme vækstrate som umiddelbart før krisen, selv om den stadig halter efter den faktiske vækst i realt BNP. Det skal dog bemærkes, at både den potentielle vækst og drivkræfterne bag den ikke er observerbare, og at disse skøn er forbundet med betydelig usikkerhed.

Sammenlignet med december 2017-fremskrivningerne er væksten i realt BNP blevet opjusteret for 2018 og er uændret for 2019-20. Opjusteringen for 2018 vedrører primært en erhvervs- og forbrugertilliden, der er bedre end tidligere

forventet, hvilket tyder på kraftigere vækst, samt opjusteringer af den udenlandske efterspørgsel. Derefter forventes den positive virkning af den stærkere vækst at blive stort set opvejet af den negative virkning, som den seneste appreciering af euroen har på eksporten til lande uden for euroområdet, og af højere lange renter.

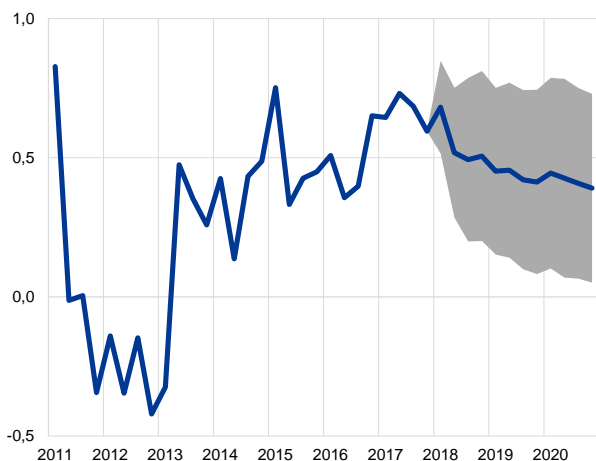
Figur 1

Makroøkonomiske fremskrivninger¹⁾

(kvartalsvise observationer)

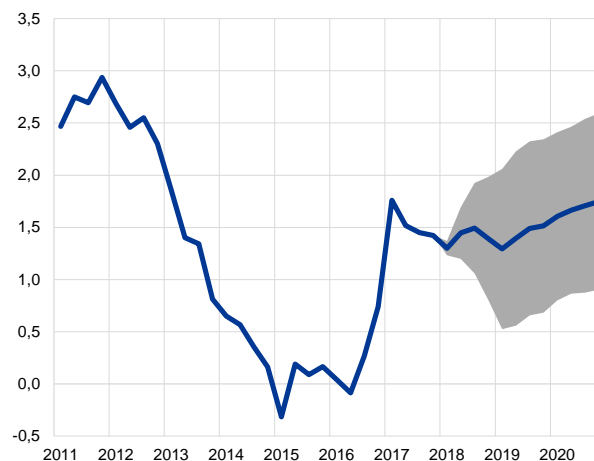
Realt BNP i euroområdet²⁾

(ændringer i pct. kvartal til kvartal)



HICP for euroområdet

(ændringer i pct. år til år)



1) Intervallerne omkring de centrale fremskrivningsværdier er baserede på forskellen mellem den egentlige udvikling og tidligere fremskrivninger, der er blevet udarbejdet over en årrække. Intervallernes bredde er to gange den gennemsnitlige absolutte værdi af disse forskelle. Metoden, som er anvendt til at beregne intervallerne, og som indbefatter en korrektion for ekstraordinære begivenheder, er beskrevet i *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, ECB, december 2009, der findes på ECB's websted.

2) Data korrigeret for antal arbejdsdage.

2 Priser og omkostninger

HICP-inflationen forventes først at stige mod slutningen af fremskrivningsperioden, idet nedgangen i HICP-energiinflationen i 2018 og 2019 forventes stort set at opveje en stigning i den underliggende inflation.

HICP-inflationen ventes i gennemsnit at blive 1,4 pct. i 2018 og 2019 og at stige til 1,7 pct. i 2020. Hvad angår komponenterne, forventes HICP-energiinflationen ganske vist at stige i de kommende måneder som følge af de seneste olieprisstigninger og nogle opadrettede basiseffekter, men fra slutningen af 2018 bør den falde brat og være omkring nul i midten af 2019. HICP-energiprisernes flade kurve fra midten af 2019 afspejler en kombination af en nedadrettet udvikling i kurven for olieprisfutures og opadrettede effekter fra energiafgifter. HICP-fødevarer-inflationen ventes at stige moderat i fremskrivningsperioden, understøttet af antagelserne om stigninger i de internationale råvarepriser på fødevarer og opadrettede effekter fra stigninger i tobaksafgifter. Det underliggende prispres ventes at stige, efterhånden som væksten i økonomien overstiger den potentielle vækstrate, og det positive outputgab udvides. Navnlig vil et stadig strammere arbejdsmarked som følge af mærkbare begrænsninger i arbejdskraftudbuddet i nogle lande presse lønvæksten op, og disse omkostningsstigninger bør blive overvæltet på priserne

under de nuværende forhold med kraftig vækst. Midlertidige opadrettede indirekte effekter på den underliggende inflation forventes at komme fra de seneste stigninger i oliepriserne og de stigninger i råvarepriserne ekskl. energi, som antages. Selv om den seneste styrkelse af eurokursen forventes at have en nedadrettet effekt på inflationen, bør dette til en vis grad blive opvejet af det aktuelle stærke vækstmomentum i euroområdet på baggrund af virksomhedernes øgede "pricing power" i euroområdet i forbindelse hermed. Samlet set ventes HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer gradvis at stige til 1,8 pct. i 2020.

Lønvæksten forventes at stige markant i fremskrivningsperioden, i takt med at arbejdsmarkedene strammes, og foranstaltninger, der gennem de seneste par år har dæmpet lønvæksten i nogle lande, udløber.

Væksten i lønsum pr. ansat forventes at stige fra 1,6 pct. i 2017 til 2,7 pct. i 2020. En midlertidig afmatning, som ventes i 2019, afspejler gennemførelsen af en finanspolitisk foranstaltning i Frankrig, hvor en skattegodtgørelse (CICE) omlægges til en permanent nedsættelse af arbejdsgivernes sociale bidrag.⁶ Væksten i enhedslønomsninger forventes at stige i samme omfang som væksten i lønsum pr. ansat (fra 0,8 pct. i 2017 til 1,8 pct. i 2020) på baggrund af den stort set uændrede produktivitetsvækst i fremskrivningsperioden. Den primære drivkraft bag stigningen i lønvæksten er den ventede yderligere forbedring af arbejdsmarkedsforholdene som følge af et stadigt strammere arbejdsmarked og en betydelig mangel på arbejdskraft i nogle dele af euroområdet. Ud over konjunkturudviklingen kan den betydelige stigning i den samlede inflation i 2017 sammenlignet med de tre foregående år også forventes at bidrage til stigningen i lønvæksten i de eurolande, hvor løndannelsen bygger på elementer af bagudrettet indeksering eller forventninger. Hertil kommer, at kriserelaterede faktorer, der har dæmpet lønningerne, fx behovet for løntilbageholdenhed for at genvinde priskonkurrenceevne efter krisen i nogle lande 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. Endelig vil den afdæmpende virkning, som foranstaltninger, der reducerer de sociale bidrag, har haft på lønningerne, aftage i nogle lande, idet disse foranstaltninger gradvis udløber over de næste par år, og fastfrysning af lønninger i den offentlige sektor forventes at blive ophævet.

Avancerne ventes at stige noget hurtigere i den første del af fremskrivningsperioden, end det har været tilfældet det seneste år.

Avancerne er på det seneste begyndt at stige kraftigere som følge af en mindre ugunstig udvikling i bytteforholdet samt bedre konjunkturer i økonomien. Disse forbedringer forventes at fortsætte på baggrund af den aktuelle økonomiske vækst. De ventede stigninger i væksten i enhedslønomsninger samt i nettoafgifter pr. enhed forventes dog at begrænse tempoet af væksten i avancerne, navnlig henimod slutningen af fremskrivningsperioden.

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

Importprisinflationen steg igen i 2017 og forventes at forblive positiv i fremskrivningsperioden, men mere moderat end observeret på det seneste.

Den temmelig robuste stigning i importpriserne i 2017 afspejler et skift, navnlig i oliepriserne, samt udviklingen i råvarepriser ekskl. energi. Nedgangen i importprisvæksten efter 2017 er ligeledes relateret til de beskedne udsigter for oliepriserne, som antages, men også en temmelig beskeden udvikling i andre råvarepriser. Endvidere vil apprecieringen af euroen begrænse virkningen af udviklingen i råvarepriserne og gradvis stigende globale prispres på importpriserne i euroområdet. Mere overordnet ventes det underliggende globale inflationspres gradvis at blive styrket i fremskrivningsperioden, i takt med at de globale produktionsomkostninger stiger, og den globale uudnyttede kapacitet mindskes.

Udsigterne for HICP-inflationen er blevet nedjusteret en anelse for 2019 i forhold til december 2017-fremskrivningerne. Mens antagelserne om højere oliepriser i dollar opvejer de afdæmpende virkninger af den højere eurokurs på inflationen, hvad angår 2018, dominerer virkningerne af apprecieringen af euroen i 2019 og resulterer i svagt lavere forventninger til HICP-inflationen.

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 blev nedsættelser af direkte skatter og større overførsler til husholdningerne fuldt ud opvejet af afgiftsforhøjelser og en mere afdæmpet vækst i det offentlige forbrug. Hvad angår 2018, formes finanspolitikken hovedsagelig af nedsættelser af direkte skatter og sociale bidrag samt antagelsen om en mere dynamisk vækst i de offentlige investeringer, der kun delvis opvejes af afgiftsstigninger og en afdæmpet vækst i de aktuelle offentlige udgifter. Finanspolitikken ventes også at være i gennemsnit neutral i 2019-20, idet yderligere nedsættelser af direkte skatter og sociale bidrag forventes at blive opvejet af yderligere begrænsninger af de offentlige udgifter.

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 forventes fortsat at falde i fremskrivningsperioden. Denne udvikling understøttes af et gunstigt forhold mellem renter og vækst⁷ og det primære overskud. I forhold til december 2017-fremskrivningerne tyder de finanspolitiske udsigter på lidt lavere budgetunderskud og gældskvoter, hovedsagelig understøttet af en mere gunstig makroøkonomisk udvikling.

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

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 ca. 58 dollar pr. tønde ultimo 2020. Udviklingen for olieprisfutures stemmer overens med en robust vækst i den globale efterspørgsel efter olie, et scenario, der er forbundet med en tiltagende fremgang i den globale økonomi. Hvad angår udbuds faktorer, forventes geopolitiske faktorer og aftalen mellem OPEC og nogle producenter uden for OPEC om at skære ned på produktionen at blive delvis udlignet af den øgede produktion af skiferolie i USA. En kombination af andre modeller, som ECB's stab⁸ anvender til at forudsige oliepriserne i fremskrivningsperioden, peger i retning af højere oliepriser, end det fremgår af de tekniske antagelser. Virkeliggørelsen af en alternativ udvikling, hvor oliepriserne i 2020 er 13,5 pct. højere end i basisscenariet, ville dæmpe væksten i realt BNP marginalt, samtidig med at den ville medføre en hurtigere stigning i HICP-inflationen (med 0,2 procentpoint i 2019 og 0,3 procentpoint i 2020).

2) En alternativ udvikling i valutakursen

Denne følsomhedsanalyse undersøger effekterne af en yderligere styrkelse af eurokursen som følge af en stadig stigende investortillid til fordel for euroen. 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 13. februar 2018. Udviklingen indebærer en gradvis appreciering af euroen over for den amerikanske dollar til en kurs på 1,42 USD/EUR i 2020, hvilket er 14,6 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 lidt over en halv. I dette scenario med et eksogent stød til valutakursen peger gennemsnittet af resultaterne af en række af de makroøkonomiske modeller, som staben anvender, i retning af en vækst i realt BNP, der bliver 0,1 procentpoint lavere i 2018, 0,5 procentpoint lavere i 2019 og 0,2 procentpoint lavere i 2020. HICP-inflationen bliver 0,1, 0,5 og 0,4 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.

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

Boks 5

Prognoser udarbejdet af andre institutioner

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, ligger andre institutioners foreliggende prognoser for væksten i realt BNP og HICP-inflationen generelt inden for de opstillede intervaller omkring ECB's stabs fremskrivninger (vist i parentes i tabellen).

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

(årlige ændringer i procent)

| | Offentliggjort | BNP-vækst | | | HICP-inflation | | |
|------------------------------------|------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| | | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 |
| ECB's stabs fremskrivninger | Marts 2018 | 2,4 [2,1 - 2,7] | 1,9 [0,9 - 2,9] | 1,7 [0,7 - 2,7] | 1,4 [1,1 - 1,7] | 1,4 [0,6 - 2,2] | 1,7 [0,8 - 2,6] |
| Europa-Kommissionen | Februar 2018 | 2,3 | 2,0 | - | 1,5 | 1,6 | - |
| OECD | November 2017 | 2,1 | 1,9 | - | 1,5 | 1,7 | - |
| Euro Zone Barometer | Februar 2018 | 2,3 | 1,9 | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 1,7 |
| Consensus Economics Forecast | Februar 2018 | 2,3 | 1,9 | 1,3 | 1,5 | 1,5 | 1,7 |
| Survey of Professional Forecasters | Januar 2018 | 2,3 | 1,9 | 1,7 | 1,5 | 1,7 | 1,8 |
| IMF | Oktober 2017/ Januar 2018 | 2,2 | 2,0 | - | 1,4 | 1,7 | 1,8 |

Kilder: Europa-Kommissionens foreløbige europæiske økonomiske vinterprognose 2018; IMF World Economic Outlook, opdatering januar 2018 (realt BNP), IMF World Economic Outlook, oktober 2017 (HICP); OECD Economic Outlook, november 2017; Consensus Economics Forecasts, februar 2018; 2020-tallet for Consensus Economics stammer fra den langsigtede prognoseundersøgelse fra oktober 2017, MJEconomics for the Euro Zone Barometer, februar 2018 og ECB's Survey of Professional Forecasters, januar 2018.

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, 2018

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 2529-4423 (pdf)
EU-katalognummer QB-CE-18-001-DA-N (pdf)