



September 2018

ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet¹

Efter en kraftig vækst i 2017 aftog den økonomiske vækst i 1. halvår 2018 primært på baggrund af en svækkelse af den globale handel. Selvom usikkerhedsmomenterne på globalt plan er blevet mere afdæmpede i de kortsigtede udsigter, ventes væksten i euroområdet at fortsætte i et tempo, der ligger lige over vækstpotentialet, hvilket afspejler den meget lempelige pengepolitikens gunstige effekt, forbedrede arbejdsmarkedsforhold og mere solide balancer. En lille tilbagegang i væksten i realt BNP fra 2,0 pct. i 2018 til 1,7 pct. i 2020 skyldes hovedsagelig en gradvis svækkelse af den stimulerende effekt fra verdenshandlen og den voksende mangel på arbejdskraft. HICP-inflationen forventes hvert år i fremskrivningsperioden at blive på gennemsnitlig 1,7 pct., om end med en vis volatilitet i kvartalsprofilen. Den stabile udvikling i den gennemsnitlige årlige inflation dækker over et fald i den årlige vækst i energikomponenten, i takt med at effekten af tidligere olieprisstigninger aftager, som opvejes af en gradvis stigning i den underliggende inflation, samtidig med at udbudsbegrænsningerne bliver stadig mere restriktive.

1

Realøkonomien

Efter en meget kraftig vækst i 2017 aftog væksten betydeligt i 1. halvår 2018.

Tilbagegangen fra det meget høje vækstniveau er primært relateret til et mindre bidrag fra udenrigshandlen, som skyldes effekten af faldet i verdenshandelen, forstærket af euroens tidligere apreciering. Mens aktivitetsnedgangen hovedsagelig synes at være drevet af efterspørgselsfaktorer, har en række midlertidige faktorer og udbudsfaktorer sandsynligvis også dæmpet aktiviteten noget i 1. halvår 2018.

Fremover, dvs. i de næste par kvartaler, forventes væksten i realt BNP i euroområdet at forblive stabil.

Dette er i tråd med indikatorer for forbruger- og erhvervstilliden, der fortsat befinder sig på et højt niveau efter historisk målestok, selvom nogle af dem faldt tidligere på året. Udsigterne bekræftes også af en række ledende indikatorer, fx EuroCOIN og Conference Board Leading Economic Index.

¹ Disse makroøkonomiske fremskrivninger, som er udarbejdet af ECB's eller Eurosystemets stab, indgår i Styrelsesrådets vurdering af den økonomiske udvikling og de forhold, der udgør en risiko for prisstabiliteten. Fremskrivningerne 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 21. august 2018 (se boks 1). Skæringsdatoen for at inkludere anden information i disse fremskrivninger var 29. august 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.

Tabel 1
Makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet¹⁾

(årlige ændringer i procent)

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

 3) 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.

4) Omfatter samhandlen i euroområdet.

5) 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.

 6) 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 udledt 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.

På mellemlangt sigt er de grundlæggende betingelser for en fortsat vækst stadig til stede.

En række gunstige faktorer ventes fortsat at støtte den indenlandske efterspørgsel. ECB's meget lempelige pengepolitik slår stadig igennem i økonomien. Væksten i långivningen til den private sektor stiger fortsat som følge af lave renter og bankernes gunstige udlånsvilkår. Mindre behov for nedgearing vil også bidrage til dynamikken i det private forbrug. Finanspolitikken ventes at blive svagt ekspansiv i 2019 og stort set neutral i 2020. Væksten i det private forbrug og i boliginvesteringerne bør også blive styrket af de robuste arbejdsmarkedsforhold og stigende formuer. Samtidig vil erhvervsinvesteringerne – i sammenhæng med en stigende indtjening og en høj kapacitetsudnyttelse – fortsætte væksten.

Euroområdet eksport forventes at blive påvirket positivt af den stigende globale økonomiske aktivitet og den dertil svarende vækst i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet.

Væksten i realt BNP ventes dog at aftage en smule i løbet af fremskrivningsperioden, i takt med at nogle af de understøttende faktorer gradvis bliver svagere. Et fald i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet forventes at dæmpe eksportvæksten i 2018 og 2019. Beskæftigelsesvæksten forventes at aftage betydeligt i 2019 og 2020, hvilket primært skyldes, at manglen på arbejdskraft i stigende grad virker begrænsende i nogle lande. Desuden forventes væksten i det private forbrug at blive svækket, når opsparingskvoten normaliseres, fra et lavt niveau, i forbindelse med den konjunkturrelaterede vækst i nogle lande.

Væksten i den disponible realindkomst ventes at blive styrket i 2018 og 2019, inden den aftager i 2020. Bruttolønnens bidrag til væksten i den disponible indkomst forventes at stige markant i 2018 – drevet af en kraftigere lønvækst – for derefter at aftage noget i løbet af resten af fremskrivningsperioden, i takt med at yderligere stigninger i den nominelle lønvækst mere end opvejes af effekten af nedgangen i beskæftigelsen. Væksten i anden personindkomst ventes at stige gradvis i fremskrivningsperioden på linje med de stigende avancer. Bidraget fra de finanspolitiske nettooverførsler ventes at forblive negativt i 2018. Det forventes derefter at blive positivt i 2019 i forbindelse med nedsættelserne af de direkte skatter og at blive forstærket af større overførsler til husholdningerne, inden det bliver neutralt i 2020. Overordnet forventes sammensætningen af væksten i den nominelle disponible indkomst at blive mindre gunstig for husholdningernes forbrug, i takt med at den disponible indkomst i højere grad bliver drevet af lønningerne end beskæftigelsen, idet forbruget typisk reagerer noget kraftigere på ændringer i sidstnævnte.

Det private forbrug ventes at forblive robust i hele fremskrivningsperioden, idet det understøttes af bankernes gunstige udlånsvilkår, der forstærkes af ECB's pengepolitiske foranstaltninger, samt af fremskridt med hensyn til nedgearing. Selvom de lave renter har påvirket husholdningernes renteindtægter og -udgifter, er der en tendens til, at de er mere fordelagtige for nettolåntagere end nettosparere. Da den førstnævnte gruppe typisk har en højere marginal forbrugstilbøjelighed, bør dette understøtte det samlede private forbrug. Husholdningernes stigende formue samt fremskridt med hensyn til nedgearing bør også understøtte forbruget.

I løbet af fremskrivningsperioden forventes husholdningernes opsparingskvote at stige gradvis fra et historisk lavt niveau. Opsparingskvoten faldt i 2017, hvilket primært skyldes forbedringen af husholdningernes økonomiske og finansielle situation, en vis afvikling af ophobet efterspørgsel, fordi store indkøb hidtil er blevet udskudt, og effekten af de meget lave renter på husholdningernes opsparingstilbøjelighed. Opsparingskvoten ventes at stige i løbet af fremskrivningsperioden, overvejende som følge af en normalisering i forbindelse med den konjunkturrelaterede vækst. Det forventes desuden, at private husholdninger vil forøge deres opsparing som reaktion på nedsættelserne af de direkte skatter i nogle lande.

Boks 1

Tekniske antagelser om renter, valutakurser og råvarepriser

Sammenlignet med juni 2018-fremskrivningerne omfatter de tekniske antagelser en højere effektiv eurokurs, lavere oliepriser i amerikanske dollar og lavere renter. De tekniske antagelser om renter og råvarepriser bygger på markedsforventninger med skæringsdatoen 21. august 2018. De korte renter refererer til 3-måneders EURIBOR, hvor markedsforventningerne er udledt af futuresrenterne. Metoden giver et gennemsnitligt niveau for disse korte renter på -0,3 pct. i 2018, -0,2 pct. i 2019 og 0,0 pct. i 2020. Markedsforventningerne til den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet peger i retning af en gennemsnitlig rente på 1,1 pct. i 2018, 1,3 pct. i 2019 og 1,6 pct. i 2020.² Sammenlignet med juni 2018-fremskrivningerne er markedsforventningerne til den korte rente blevet nedjusteret med 6 basispoint i 2019 og 19 basispoint i 2020, mens den lange rente er blevet nedjusteret med 8 basispoint i 2018, 15 basispoint i 2019 og 17 basispoint i 2020.

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 21. august 2018, at stige fra 54,4 dollar i 2017 til 71,5 dollar i 2018 og til 71,7 dollar i 2019 for derefter at falde til 69,0 dollar i 2020. Denne udvikling indebærer, at oliepriserne i amerikanske dollar bliver 4,0 pct. lavere i 2018, 2,5 pct. lavere i 2019 og 0,4 pct. højere i 2020 i forhold til juni 2018-fremskrivningerne. Priserne på råvarer ekskl. energi i amerikanske dollar antages at stige en anelse i 2018, at falde i 2019 for igen at stige i 2020.³

De bilaterale valutakurser antages at forblive uændrede i fremskrivningsperioden på det gennemsnitlige niveau for den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen 21. august 2018. Dette indebærer en gennemsnitlig dollarkurs på 1,18 USD pr. euro i 2018 og på 1,14 USD pr. euro i 2019-20 sammenlignet med 1,18 USD pr. euro i juni 2018-fremskrivningerne. Den effektive eurokurs (i forhold til 38 handelspartnere) er 1,5 pct. højere, end det fremgik af juni 2018-fremskrivningerne.

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 andre hårde råvarer ekskl. energi antages at følge futureskontrakterne indtil 3. kvartal 2019 for derefter at udvikle sig på linje med den globale økonomiske aktivitet.

Tekniske antagelser

	September 2018				Juni 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
3-måneders EURIBOR (i pct., pr. år)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,2
10-årige statsobligationsrenter (i pct., pr. år)	1,0	1,1	1,3	1,6	1,0	1,2	1,5	1,7
Oliepris (USD/tønne)	54,4	71,5	71,7	69,0	54,4	74,5	73,5	68,7
Råvarepriser, ekskl. energi, i USD (årlige ændringer i pct.)	8,0	1,9	-2,6	4,2	7,9	9,3	2,5	4,1
USD/EUR-kurs	1,13	1,18	1,14	1,14	1,13	1,20	1,18	1,18
Nominal effektiv eurokurs (EER38) (årlige ændringer i pct.)	2,2	5,1	0,6	0,0	2,2	4,4	-0,1	0,0

Væksten i boliginvesteringerne forventes at fortsætte, om end med aftagende styrke.

Boliginvesteringerne steg kraftigt i 2016 og 2017 understøttet af meget gunstige finansieringsvilkår og en stigende indkomstvækst i forbindelse med den igangværende jobskabelse. Opsvinget i boliginvesteringerne synes dog at have nået toppunktet i begyndelsen af 2018. De vigtigste betingelser for yderligere stigninger i boliginvesteringerne er stadig til stede i fremskrivningsperioden, idet undersøgelser peger i retning af, at husholdningerne i stigende grad planlægger at købe eller bygge en bolig inden for de næste to år eller – især – at gå i gang med forbedringer af egen bolig. På trods af en kraftig efterspørgsel efter boliger forventes stigningen i væksten på dette område dog at blive dæmpet af kapacitetsbegrænsninger i byggeriet, som i stigende grad virker begrænsende, og af en ugunstig demografisk udvikling i nogle lande. Hertil kommer, at finansieringsvilkårene forventes at blive en smule strammere, og at der sandsynligvis gradvis opstår alternative langsigtede investeringsmuligheder, i takt med at renterne stiger.

Erhvervsinvesteringerne forventes fortsat at stige i fremskrivningsperioden, om end i et gradvist langsommere tempo.

En række faktorer forventes fortsat at understøtte erhvervsinvesteringerne. Erhvervstilliden er således fortsat meget høj på baggrund af de positive forventninger til produktion og store ordrebøger. Kapacitetsudnyttelsen ligger stadig et godt stykke over det langsigtede gennemsnit, og mangel på udstyr nævnes stadig oftere som en faktor, der begrænser produktionen i fremstillingssektoren. Finansieringsvilkårene ventes at forblive meget gunstige i fremskrivningsperioden, avancerne forventes at stige i en allerede meget likvid sektor af ikke-finansielle selskaber, og virksomheder kan øge investeringerne i et forsøg på at kompensere for arbejdskraftsrelaterede begrænsninger på udbudssiden. Desuden har den kraftige stigning i aktiekurserne, der er observeret de seneste år, en fortsat akkumulering af aktiver og en moderat vækst i gældsfinansieringen bragt gearingsgraden (gæld i forhold til samlede aktiver) i sektoren for ikke-finansielle selskaber tæt på et historisk lavpunkt. Den konsoliderede bruttogæld (forholdet mellem gæld og indkomst) er dog faldet langt mindre og befinder sig stadig noget over niveauet før krisen. Den gradvis aftagende stigning i erhvervsinvesteringerne i fremskrivningsperioden afspejler den generelle opbremsning i både den indenlandske og udenlandske efterspørgsel.

Boks 2

Internationale forhold

Den globale økonomiske vækst forventes gradvis at aftage i fremskrivningsperioden som følge af stigende risici og usikkerhedsfaktorer. Den globale økonomi fortsatte med at vokse i et støt tempo i 1. halvår 2018. Selvom væksten i den globale produktion er aftaget i de seneste par måneder, tyder konjunkturbarometre stadig på en vedholdende global aktivitet overordnet set. På kort sigt forventes den globale økonomiske vækst dog at aftage. På den ene side påvirkes de avancerede økonomier stadig positivt af lempelige pengepolitikker og de betydelige stimulerende finanspolitiske tiltag i De Forenede Stater. Den seneste stigning i oliepriserne har også bidraget til at stabilisere investeringerne i mange olieeksporterende økonomier. På den anden side er usikkerheden om den fremtidige samhandel blevet større, og dette forventes at ramme tilliden og investeringerne inden længe. Bekymringerne om handlen, den gradvise normalisering af en række avancerede økonomiers pengepolitik og usikkerhed om den førte politik har især i de seneste måneder ført til en stramning af de finansielle forhold i nogle af vækstmarkedsøkonomierne. På mellemlangt sigt forventes aktiviteten at aftage, i takt med at de cykliske kræfter aftager. Negative produktionsgab er allerede lukket – eller er ved at blive lukket – i de fleste avancerede økonomier, og den politiske støtte vil gradvis blive mindre. Kinas omstilling til en lavere vækst (der er mindre afhængig af politisk stimulus) bør påvirke udsigterne for landet negativt. Der er endvidere stadig behov for finanspolitisk konsolidering i de råvareeksporterende økonomier, selvom de er ved at rette sig. Samlet set ventes væksten på verdensplan (ekskl. euroområdet) at blive 3,9 pct. i 2018 og at aftage til 3,7 pct. i 2020. Sammenlignet med juni 2018-fremskrivningerne er den globale BNP-vækst blevet nedjusteret med 0,1 procentpoint i 2018 og med 0,2 procentpoint i 2019. Disse nedjusteringer afspejler de svagere udsigter i nogle vækstmarkedsøkonomier, især i Tyrkiet. Hertil kommer, at de stigende spændinger vedrørende handlen og den øgede usikkerhed om de globale udsigter vurderes at ville dæmpe de globale investeringer i de kommende kvartaler.

Internationale forhold

(årlige ændringer i procent)

	September 2018				Juni 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet)	3,8	3,9	3,7	3,7	3,8	4,0	3,9	3,7
Verdenshandlen (ekskl. euroområdet) ¹⁾	5,4	4,6	3,9	3,8	5,2	5,1	4,6	4,0
Udenlandsk efterspørgsel i euroområdet ²⁾	5,3	4,1	3,6	3,6	5,2	5,2	4,3	3,7

1) Beregnet som et vægtet gennemsnit af importen.

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

Efter en kraftig opbremsning i 2. kvartal 2018 forventes verdenshandlen igen at stige moderat, men at forblive forholdsvis afdæmpet som følge af stigende usikkerhed i tilknytning til handelsprotektionisme.

Efter en kraftig vækst i 2017 aftog verdenshandlen i de første måneder af 2018. Fremadrettet vil den told, der er indført hidtil, påvirke en forholdsvis lille del af verdenshandlen. Den har dog øget bekymringerne over udsigterne for handelspolitikkerne og den globale økonomi, hvilket forventes at påvirke den globale aktivitet og udsigterne for handlen negativt. På mellemlangt sigt ventes verdenshandlen at vokse i stort set samme tempo som den globale aktivitet. Samlet set forventes væksten i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet at blive 4,1 pct. i 2018 og at aftage til 3,6 pct. i 2020. Sammenlignet med juni 2018-fremskrivningerne er den nedjusteret med 1,1 procentpoint, 0,7 procentpoint og 0,1 procentpoint i henholdsvis 2018, 2019 og 2020. Nedjusteringerne afspejler hovedsagelig det faldende momentum, som har kunnet

observeres i dataene på kort sigt. På længere sigt afspejler de effekten af toldforhøjelser og den svagere aktivitet, som ventes i fremskrivningerne.

Væksten i eksporten til lande uden for euroområdet ventes at blive dæmpet på linje med den aftagende udenlandske efterspørgsel.

Eksporten til lande uden for euroområdet ventes at fortsætte med at vokse i samme tempo som den udenlandske efterspørgsel i euroområdet, hvilket tyder på stort set stabile eksportmarkedsandele i fremskrivningsperioden. Importen fra lande uden for euroområdet forventes at drage fordel af den positive udvikling i den indenlandske efterspørgsel, og – i de kommende kvartaler – af den stærkere euro. Da importen ventes at stige noget hurtigere end eksporten, ventes nettohandlens bidrag til den økonomiske vækst at blive stort set neutralt i fremskrivningsperioden efter at have været meget positivt i 2017.

Beskæftigelsesvæksten ventes at aftage, i takt med at manglen på arbejdskraft forventes at blive et stigende problem i nogle lande.

Antallet af beskæftigede i euroområdet steg 0,4 pct. i 1. og 2. kvartal 2018. Den seneste stærke beskæftigelsesvækst har været bredt funderet på tværs af lande, og fremadskuende undersøgelser tyder på en yderligere solid beskæftigelsesvækst på kort sigt. På trods heraf ventes beskæftigelsesvæksten at aftage noget. I 2018 forventes virkningen af visse gunstige midlertidige faktorer (fx stimulerende finanspolitiske tiltag i visse lande i euroområdet) gradvis at aftage. Manglen på arbejdskraft antages at blive større i nogle lande mod slutningen af fremskrivningsperioden.

Væksten i arbejdsstyrken ventes at aftage i løbet af fremskrivningsperioden.

Arbejdsstyrken ventes fortsat at vokse i fremskrivningsperioden som følge af nettoindvandringen af arbejdstagere, den forventede integration af flygtninge og den fortsatte stigning i erhvervsfrekvensen (herunder en reversering af den såkaldte "discouraged worker effect"). På trods heraf ventes disse positive effekter i løbet af fremskrivningsperioden at blive gradvis udlignet af den negative virkning af befolkningens aldring, i takt med at flere i de ældre årgange forlader arbejdsstyrken end det antal i de yngre årgange, der bliver en del af den.

Arbejdsløshedsprocenten forventes at falde til 7,4 pct. i 2020. Arbejdsløshedsprocenten faldt til 8,3 pct. i 2. kvartal 2018, hvilket er det laveste niveau, der er observeret siden slutningen af 2008. Fremover ventes antallet af arbejdsløse fortsat at falde betydeligt og at nærme sig lavpunktet før krisen.

Arbejdskraftsproduktiviteten forventes at afspejle sit konjunkturforløb og igen at stige i 2019 og 2020.

Efter en kraftig fremgang i 2017 aftog arbejdskraftsproduktiviteten i 1. halvår 2018 som følge af den uventede nedgang i aktiviteten. Der ventes en moderat stigning i produktivitetsvæksten i 2. halvår 2018 som følge af beskæftigelsens forsinkede reaktion på aktivitetsnedgangen i begyndelsen af året. På længere sigt tyder den ovennævnte nedgang i beskæftigelsen, den stigende kapitaludnyttelse i sammenhæng med en faldende uudnyttet kapacitet, en stigning i antallet af arbejdstimer pr. person og en vis fremgang i den totale faktorproduktivitet

på, at væksten i arbejdskraftproduktiviteten vil stige senere i fremskrivningsperioden og gradvis konvergere mod gennemsnittet før krisen på 1,0 pct.

Væksten i realt BNP forventes at holde sig over den potentielle vækst i fremskrivningsperioden. Produktionspotentialet, der er blevet understøttet af stigende bidrag fra arbejdskrafts- og totalfaktorproduktiviteten, skønnes at været steget noget de seneste år. Ved slutningen af fremskrivningsperioden forventes væksten i produktionspotentialet at stige en anelse mindre end 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 juni 2018-fremskrivningerne er væksten i realt BNP i 2018 og 2019 blevet nedjusteret en smule. Disse nedjusteringer vedrører primært et svagere end tidligere forventet bidrag fra nettohandlen, som skyldes nedjusteringer i den udenlandske efterspørgsel og en højere effektiv eurokurs. Denne effekt mere end udligner den positive indvirkning på den indenlandske efterspørgsel fra lavere udlånsrenter og en række stimulerende finanspolitiske tiltag.

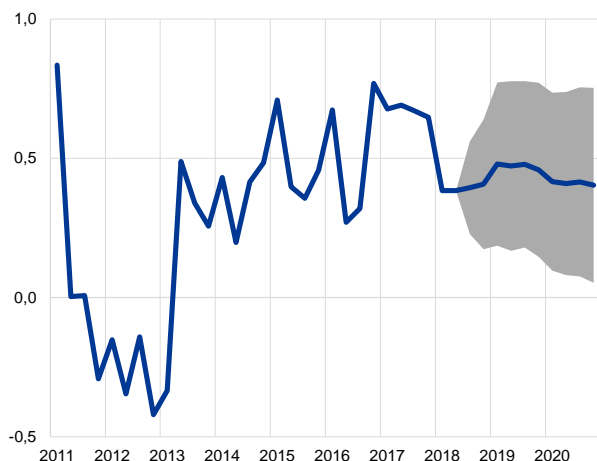
Figur 1

Makroøkonomiske fremskrivninger¹⁾

(kvartalsvise observationer)

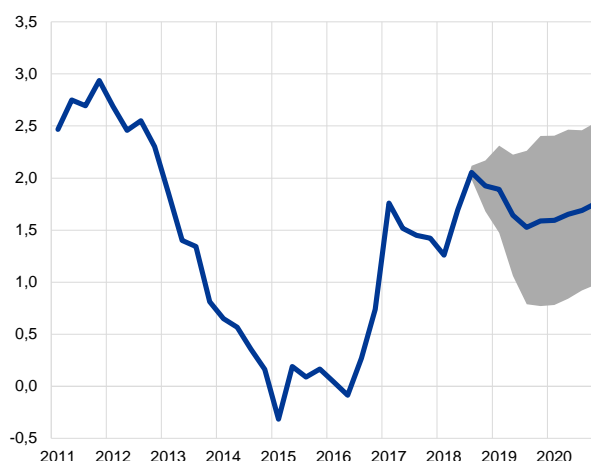
Realt BNP i euroområdet²⁾

(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. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>
2) Data korrigeret for antal arbejdsdage.

2

Priser og omkostninger

HICP-inflationen ventes i gennemsnit at blive 1,7 pct. i alle årene i fremskrivningsperioden, idet et fald i HICP-energiinflationen opvejer en gradvis styrkelse af HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer. Energiinflationen ventes at falde i hele fremskrivningsperioden, hvilket afspejler nedadrettede basiseffekter og et

lille fald i råoliefutures. Den underliggende inflation ventes at stige på baggrund af den forbedrede konjunktursituation og den dertil knyttede stigning i lønvæksten. Andre opadrettede virkninger på den underliggende inflation ventes at komme fra eksterne prisudviklinger, i takt med at HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer påvirkes indirekte af tidligere stigninger i oliepriserne. Samlet set ventes HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer gradvis at stige fra 1,1 pct. i 2018 til 1,8 pct. i 2020.

Lønvæksten forventes at stige betydeligt i fremskrivningsperioden, i takt med at arbejdsmarkedene strammes, og virkningen af de faktorer, der gennem de seneste par år har dæmpet lønvæksten i nogle lande, aftager. Væksten i lønsum pr. ansat ventes at stige betydeligt i fremskrivningsperioden til 2,7 pct. i 2020. Væksten i enhedslønomsprognoser forventes at stige på linje med væksten i lønsum pr. ansat på grund af den relativt beskedne stigning i produktivitetsvæksten i fremskrivningsperioden. Den primære drivkraft bag stigningen i lønvæksten er den forventede yderligere forbedring af arbejdsmarkedsforholdene i euroområdet som følge af et stadigt strammere arbejdsmarked og en udtalt mangel på arbejdskraft i nogle dele af euroområdet. De gunstige arbejdsmarkedsforhold kan allerede ses i stigningen i forhandlede lønninger. I lande i euroområdet, hvor løndannelsen bygger på elementer af bagudrettet indeksering, kan stigningen i lønvæksten også forventes at blive understøttet af den seneste betydelige stigning i den samlede inflation. Hertil kommer, at de kriserelaterede faktorer dæmpende effekt på lønningerne, fx behovet for løntilbageholdenhed for at genvinde priskonkurrenceevne 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 vækst fortsætter og breder sig blandt landene i euroområdet. Endvidere forventes nogle regeringstiltag, som tidligere har begrænset lønvæksten, at miste deres betydning.

Avancerne forventes ikke at få inflationspresset til at stige yderligere i løbet af fremskrivningsperioden. Stigningerne i væksten i enhedslønomsprognoser og i nettoafgifter pr. enhed forventes at blive hovedkilden til stigende inflationspres målt med BNP-deflatoren. Hastigheden, hvormed avancerne vokser, forventes at blive begrænset, især henimod slutningen af fremskrivningsperioden, og vil afspejle det svage fald i aktivitetsvæksten.

Det eksterne prispres forventes at forblive positivt, men bør aftage i løbet af fremskrivningsperioden. Nedgangen i importdeflatoren fra næste år skyldes antagelser om et svagt fald i oliepriserne, som vil begrænse virkningen af stigende råvarepriser, ekskl. olie, og gradvis stigende underliggende globale prispres i tilknytning til, at den uudnyttede kapacitet mindskes på globalt plan.

HICP-inflationen er uændret i forhold til juni 2018-fremskrivningerne. HICP-inflationen, ekskl. energi og fødevarer, er blevet nedjusteret lidt i 2019 og 2020 i overensstemmelse med de noget svagere vækstudsigter. Disse justeringer udlignes af en opjustering i HICP-energiinflationen som følge af højere elektricitets- og gaspriser i nogle lande i 2018 og antagelser om olieprisen i euro, hvor faldet bliver mindre end i den tidligere fremskrivning.

3 Finanspolitiske udsigter

Finanspolitikken i euroområdet forventes at være stort set neutral i 2018, marginalt ekspansiv i 2018 og igen stort set neutral i 2020. Finanspolitikken måles som ændringen i den konjunkturkorrigerede primære saldo fratrukket offentlig støtte til den finansielle sektor. De diskretionære foranstaltninger i 2018 er ekspansive, hvilket delvis skyldes nedsættelser af sociale bidrag og virksomhedsskatter og delvis en mere dynamisk vækst i de offentlige udgifter. Den stimulerende effekt af disse diskretionære foranstaltninger er dog i stor udstrækning blevet udlignet af høje direkte skatteindtægter. I 2019 kommer det største bidrag til den ekspansive finanspolitik fra nedsættelser af direkte skatter og højere offentlige udgifter i et land i euroområdet, som delvis udlignes af konsolidering i et andet land i euroområdet. I 2020 bliver yderligere nedsættelser af direkte skatter og sociale bidrag delvis udlignet af en mere afdæmpet vækst i overførsler og tilskud samt i det offentlige forbrug.

I fremskrivningsperioden ventes både det offentlige underskud og gældskvoterne at falde. Fremskrivningen af finanspolitikken medfører et fald i det offentlige underskud i fremskrivningsperioden, som hovedsagelig skyldes en forbedring i den cykliske komponent og et fald i rentebetalingerne, der skyldes, at gammel højt forrentet gæld er blevet erstattet af ny lavere forrentet gæld. Dette udlignes delvis af en forværring i den konjunkturkorrigerede primære balance. Faldet i den offentlige gælds andel i forhold til BNP understøttes af vedvarende positive primære saldi og et gunstigt forhold mellem renter og vækst⁴. Sammenlignet med juni 2018-fremskrivningerne er udsigterne for underskuddet stort set uændrede, mens gældens andel i forhold til BNP er blevet opjusteret en smule i 2020, hvilket primært skyldes et mindre gunstigt forhold mellem renter og vækst.

Boks 3

Følsomhedsanalyser

Fremskrivninger baseres i stor udstrækning på tekniske antagelser om udviklingen i en række vigtige 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 disse 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 lille fald i oliepriserne, hvor prisen på Brent-råolie bliver på 69 USD pr.

⁴ Forholdet er opgjort som forskellen mellem den nominelle effektive rente på gæld og den nominelle BNP-vækst.

tønde i 2020. Dette stemmer overens med en fortsat vækst i den globale efterspørgsel efter olie. Hvad angår udbudsfaktorer, er det også sandsynligt, at priserne på oliefutures afspejler en nedadrettet effekt på oliepriserne, der skyldes lempelsen af OPEC's politik med hensyn til produktionsnedsættelser, hvilket eventuelt kan udligne de lidt lavere forventninger til den amerikanske olieproduktion på kort sigt (som følge af transportflaskehalse) og bekymringer om en lavere produktion i Iran efter USA's sanktioner. En kombination af andre modeller, som ECB's stab⁵ anvender til at forudsige oliepriserne i fremskrivningsperioden, peger i retning af højere oliepriser end dem, der fremgår af de tekniske antagelser. Hvis en alternativ udvikling i oliepriserne, som er afledt af disse modeller, og hvor oliepriserne i 2020 er 4,7 pct. højere end i basisscenariet, blev en realitet, ville det dæmpe væksten i realt BNP marginalt (med under 0,1 procentpoint i 2019 og 2020), samtidig med at det ville medføre en lidt hurtigere stigning i HICP-inflationen (på op mod 0,1 procentpoint i 2020).

2) En alternativ udvikling i valutakursen

Følsomhedsanalysen undersøger effekterne af en styrket eurokurs. En risikokilde for en appreciering kommer fra et kraftigere end forventet økonomisk opsving i euroområdet, som fører til opadrettede inflationspres. Dette scenario er i overensstemmelse med fordelingen af de risiko-neutrale tætheder (risk-neutral densities), udledt ved optioner, for USD/EUR-kursen 21. august 2018, som peger stærkt i retning af en appreciering af euroen. 75 pct.-fraktilen af denne fordeling indebærer en appreciering af euroen over for den amerikanske dollar til en kurs på 1,33 USD/EUR i 2020, hvilket er ca. 16,5 pct. over basisscenariet for dette år. Den tilsvarende antagelse om den nominelle effektive eurokurs afspejler tidligere typiske forløb, hvor ændringer i USD/EUR-kursen svarer til ændringer i den effektive valutakurs med en elasticitet på lidt over en halv. I dette scenario peger gennemsnittet af resultaterne fra en række af de makroøkonomiske modeller, som staben anvender, i retning af en vækst i realt BNP, der bliver 0,4 procentpoint lavere i 2019 og 0,5 procentpoint lavere i 2020. HICP-inflationen ville blive 0,5 procentpoint lavere i 2019 og 0,6 procentpoint lavere i 2020.

Boks 4

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/Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger, idet de er afsluttet på forskellige tidspunkter. De anvender desuden forskellige (delvis 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 fremskrivninger af væksten i realt BNP og HICP-inflationen inden for de opstillede intervaller omkring ECB's stabs aktuelle fremskrivninger (vist i parentes i tabellen).

⁵ Se den kombination af fire modeller, der blev præsenteret i artiklen *Forecasting the price of oil*, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2015.

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
ECB's stabs fremskrivninger	September 2018	2,0	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7
		[1,8 - 2,2]	[1,0 - 2,6]	[0,6 - 2,8]	[1,6 - 1,8]	[1,1 - 2,3]	[0,9 - 2,5]
Europa-Kommissionen	Juli 2018	2,1	2,0	-	1,7	1,7	-
OECD	Maj 2018	2,2	2,1	-	1,6	1,8	-
Euro Zone Barometer	August 2018	2,1	1,8	1,6	1,7	1,6	1,7
Consensus Economics Forecast	August 2018	2,1	1,8	1,3	1,7	1,6	1,6
Survey of Professional Forecasters	Juli 2018	2,2	1,9	1,6	1,7	1,7	1,7
IMF	Juli/april 2018	2,2	1,9	1,7	1,5	1,6	1,8

Kilder: Europa-Kommissionens foreløbige økonomiske sommerprognose 2018; IMF World Economic Outlook, opdatering juli 2018 (BNP), IMF World Economic Outlook, april 2017 (HICP); OECD Economic Outlook, maj 2017; Consensus Economics Forecasts, august 2018; 2020-tallet for Consensus Economics stammer fra undersøgelsen af tendenser i produktivitet og lønninger, og 2020-tallet for HICP-inflation stammer fra den langsigtede prognoseundersøgelse fra juli 2018; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, august 2018, og ECB's Survey of Professional Forecasters, juli 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-18-002-DA-N (pdf)