



# December 2018

## Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet<sup>1</sup>

Væksten i realt BNP svækkedes uventet i 3. kvartal 2018, hvilket delvis skyldtes midlertidige flaskehalse hos bilfabrikanter. Selvom de seneste data har været svage-  
re end forventet, er bilproduktionen steget de seneste måneder, og de grundlæggende faktorer, som understøtter væksten i euroområdet, er fortsat stort set til stede. Væksten ventes derfor at tiltage på kort sigt. Fremskrivningernes vækstudsigt afspejler effekten af den meget lempelige pengepolitik, de stadig bedre arbejdsmarkedsforhold, solidere balancer og en vis finanspolitik lempelse. Tilbagegangen i væksten i realt BNP fra 1,9 pct. i 2018 til 1,5 pct. i 2021 skyldes hovedsagelig en stigende mangel på arbejdskraft i nogle lande og finansielle forhold, der bliver noget mindre gunstige i fremskrivningsperioden. HICP-inflationen forventes at have toppet på 2,1 pct. i 3. kvartal 2018 og at nå et lavpunkt på 1,4 pct. ved udgangen af 2019, inden den gradvis stiger til 1,8 pct. i 2021. Denne udvikling afspejler et brat fald i HICP-energiinflationen fra det nuværende høje niveau i løbet af 2019, i takt med at effekten af tidligere kraftige olieprisstigninger aftager, mens HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer ventes at stige som følge af den fortsatte økonomiske vækst og et strammere arbejdsmarked.

### 1 Realøkonomien

#### Sammenlignet med 1. halvår 2018 svækkedes den økonomiske vækst i

**3. kvartal 2018.** Nedgangen i væksten i realt BNP fra 0,4 pct. i de to kvartaler i 1. halvår 2018 til 0,2 pct. i 3. kvartal hænger bl.a. sammen med den tid, det tog for nogle bilfabrikanter at bestå den nye verdensomspændende harmoniserede prøvningsprocedure af lette køretøjer (Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure), og som fik dem til brat at nedsætte produktionen. Dette var især tilfældet i Tyskland, hvor bilproduktionen faldt betydeligt og var den største medvirkende årsag til, at realt BNP i Tyskland faldt i 3. kvartal 2018. I andre lande faldt væksten i

<sup>1</sup> 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/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. november 2018 (se boks 1). Skæringsdatoen for at inkludere anden information i disse fremskrivninger var 28. november 2018. De aktuelle makroøkonomiske fremskrivninger dækker perioden 2018-21. 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.

realt BNP også mærkbart i 3. kvartal som følge af en nedgang i den indenlandske efterspørgsel.

**Tabel 1**

**Makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet<sup>1)</sup>**

(årlige ændringer i procent)

	December 2018				September 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
Realt BNP	1,9	1,7	1,7	1,5	2,0	1,8	1,7
	[1,8 - 2,0] <sup>2)</sup>	[1,1 - 2,3] <sup>2)</sup>	[0,8 - 2,6] <sup>2)</sup>	[0,5 - 2,5] <sup>2)</sup>	[1,8 - 2,2] <sup>2)</sup>	[1,0 - 2,6] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,8] <sup>2)</sup>
Privat forbrug	1,4	1,7	1,6	1,4	1,5	1,7	1,6
Offentligt forbrug	1,1	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3
Faste bruttoinvesteringer	3,5	3,3	2,6	2,1	4,0	3,2	2,9
Eksport <sup>3)</sup>	2,8	3,5	3,8	3,4	3,1	3,8	3,6
Import <sup>3)</sup>	2,7	4,2	4,2	3,6	3,5	4,5	3,9
Beskæftigelse	1,4	0,9	0,8	0,6	1,4	0,9	0,8
Arbejdsløshed (i pct. af arbejdsstyrken)	8,2	7,8	7,5	7,1	8,3	7,8	7,4
HICP	1,8	1,6	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7
	[1,8 - 1,8] <sup>2)</sup>	[1,1 - 2,1] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,5] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,7] <sup>2)</sup>	[1,6 - 1,8] <sup>2)</sup>	[1,1 - 2,3] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,5] <sup>2)</sup>
HICP ekskl. energi	1,3	1,5	1,7	1,8	1,3	1,6	1,8
HICP ekskl. energi og fødevarer	1,0	1,4	1,6	1,8	1,1	1,5	1,8
HICP ekskl. energi, fødevarer og afgiftsændringer <sup>4)</sup>	1,0	1,4	1,6	1,8	1,1	1,5	1,8
Enhedslønomsninger	1,7	1,3	1,6	1,8	1,6	1,3	1,7
Lønsum pr. ansat	2,2	2,1	2,5	2,7	2,2	2,2	2,7
Arbejdskraftsproduktivet	0,5	0,8	0,9	0,9	0,6	0,9	1,0
Offentlig budgetsaldo (i pct. af BNP)	-0,5	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,8	-0,5
Strukturel budgetsaldo (i pct. af BNP) <sup>5)</sup>	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0	-0,8	-1,0	-1,0
Den offentlige sektors bruttogæld (i pct. af BNP)	84,9	83,0	80,9	79,0	84,8	82,8	80,6
Betalingsbalancens løbende poster (i pct. af BNP)	3,0	2,7	2,6	2,5	3,2	2,8	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.

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.

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 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.

**Fremskrivningerne bygger på antagelsen om, at svækkelsen i 3. kvartal 2018 stort set er midlertidig, og at væksten efterfølgende vil stige.**

I oktober og november var der fortsat et fald i Purchasing Managers' Index (composite output), og Europa-Kommissionens tillidsindikatorer er også faldet de seneste måneder, men holder sig dog over det langsigtede gennemsnit, hvilket tyder på, at væksten i 4. kvartal kun bliver beskeden. Samtidig understreger de seneste data om bilproduktionen i Tyskland, at nedgangen er af midlertidig karakter. Det forventes således, at bilproduktionen stiger yderligere i løbet af de kommende måneder til nogenlunde det

normale niveau. Samlet set bygger fremskrivningerne på antagelsen om, at svækkelsen i 3. kvartal 2018 stort set er midlertidig, og at væksten efterfølgende vil stige. Det skal bemærkes, at denne udvikling i det store og hele er i overensstemmelse med information fra en række ledende indikatorer, fx EuroCOIN og Conference Board Leading Economic Index.

**På mellemlangt sigt er de grundlæggende betingelser for en fortsat vækst stadig til stede.** En række gunstige faktorer ventes at fortsætte med at understøtte den indenlandske efterspørgsel. ECB's meget lempelige pengepolitik slår stadig igennem i økonomien. Væksten i långivningen til den private sektor fortsætter med at stige. Den er bredt funderet på tværs af landene i euroområdet som følge af stadig lave – omend noget højere – renter og bankernes gunstige udlånsvilkår for både husholdninger og ikke-finansielle virksomheder. Mindre behov for nedgearing på tværs af sektorerne vil også bidrage til dynamikken i det private forbrug. Effekten af en lempelse af finanspolitikken i euroområdet som helhed forventes at blive svagt ekspansiv. Væksten i det private forbrug og boliginvesteringerne ventes også at blive styrket af de robuste arbejdsmarkedsforhold og stigende reale nettoformuer. Samtidig vil væksten i erhvervsinvesteringerne – i sammenhæng med den stigende indtjening, den høje kapacitetsudnyttelse og sandsynlige arbejdskraftsbesparende investeringer i forbindelse med den stigende mangel på arbejdskraft – fortsætte. Euroområdets eksport forventes at blive påvirket positivt af den stadig stigende globale økonomiske aktivitet og den dertil svarende vækst i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet.

**Væksten i realt BNI ventes dog at aftage en smule i løbet af fremskrivningsperioden, i takt med at nogle af de understøttende faktorer gradvis bliver svagere.** I forhold til den robuste vækst i verdenshandlen i 2017 og i begyndelsen af 2018 forventes støtten fra den udenlandske efterspørgsel at blive svagere og de finansielle forhold at blive noget mindre positive i fremskrivningsperioden. Beskæftigelsesvæksten forventes at aftage betydeligt i fremskrivningsperioden, hvilket primært skyldes, at manglen på arbejdskraft i nogle lande i stigende grad virker begrænsende. Væksten i erhvervsinvesteringerne ventes at svækkes i sammenhæng med en lavere generel vækst i efterspørgslen, strammere finansieringsforhold, udløbet af en række finanspolitiske incitamentter og strukturelle ændringer, fx ugunstige demografiske faktorer. Væksten i boliginvesteringerne vil også blive påvirket negativt af demografiske faktorer.

**Som følge af højere finanspolitiske overførsler ventes væksten i den disponible realindkomst at blive styrket i 2019, inden den aftager fra og med 2020.**

Bruttolønningernes bidrag til væksten i den nominelle disponible indkomst ventes at falde noget i 2019 som følge af effekten af en svagere beskæftigelsesvækst. Bidraget fra bruttolønningerne ventes at forblive stort set uændret efter 2019, idet en forventet stigning i den nominelle lønvækst udligner den yderligere nedgang i beskæftigelsesvæksten. Der ventes en mere moderat vækst i kapitalindkomsten i 2019, hvorefter den begynder at stige hurtigere i løbet af resten af fremskrivningsperioden, på linje med avancerne. Som følge af en blanding af nedsættelser af den direkte beskatning og stigende overførsler til husholdningerne forventes bidraget fra de finanspolitiske nettooverførsler for første gang siden 2010 at blive positivt i 2019 i

de store lande i euroområdet. Bidraget ventes at blive stort set neutralt i 2020 og at blive en smule afdæmpet i 2021 i sammenhæng med lavere overførsler til husholdningerne og en gradvis stigende direkte beskatning. Overordnet ventes væksten i den disponible realindkomst at blive styrket i 2019, men at aftage i 2020-21, forstærket af en ventet stigning i forbrugerpris-inflationen. Hertil kommer, at dens sammensætning forventes at blive mindre gunstig for husholdningernes forbrug, i takt med at den disponible indkomst i højere grad bliver drevet af lønningerne end beskæftigelsen, og fordi forbruget typisk reagerer noget kraftigere på ændringer i beskæftigelsen.

**Væksten i det private forbrug ventes at stige noget på kort sigt.** I 3. kvartal 2018 skønnes det private forbrug at være blevet dæmpet af betydelige flaskehalse i bilproduktionen, som har betydet forsinkede leveringer. En fortsat gunstig forbrugertilid, yderligere ventede forbedringer af arbejdsmarkedsforholdene og stigende real-lønninger pr. ansat tyder på en kraftigere vækst i forbruget de næste par kvartaler, forstærket af en positiv effekt af finanspolitiske lempelser i visse lande.

**Væksten i det private forbrug bør blive understøttet af bankernes gunstige udlånsvilkår, forstærket af ECB's pengepolitiske foranstaltninger, samt af de fremskridt, der er opnået med hensyn til nedgearing.** Bankernes udlånsrenter ventes at stige moderat i løbet af fremskrivningsperioden. Indvirkningen af bankernes stigende udlånsrenter på bruttorentebetalingerne forventes dog at blive begrænset som følge af den lange løbetid på husholdningernes gæld og den relativt lille andel, som den variabelt forrentede gæld udgør på husholdningernes balance. På trods af denne stigning forventes bruttorentebetalingerne at forblive på et lavt niveau og derfor fortsat at understøtte det private forbrug. Hertil kommer, at den reale nettoformue ventes at stige yderligere, omend noget langsommere end i de foregående år. Sammen med de fremskridt, der er opnået med hensyn til nedgearing, bør en stigende nettoformue også understøtte forbruget, selvom husholdningernes bruttogældsætning holder sig på niveauet før den globale finansielle krise.

**Husholdningernes opsparingskvote forventes at stige gradvis til et historisk mere normalt niveau i løbet af fremskrivningsperioden.** Denne normalisering afspejler den igangværende konjunkturrelaterede vækst og indkomstvækstens ændrede sammensætning. Det forventes desuden, at private husholdninger vil forøge deres opsparing som en reaktion på nedsættelser af de direkte skatter og en midlertidig stigning i offentlige overførsler.

## Boks 1

Tekniske antagelser om renter, valutakurser og råvarepriser

---

**Sammenlignet med september fremskrivningerne fra 2018 omfatter de tekniske antagelser en lavere effektiv eurokurs, lavere oliepriser i amerikanske dollar og en smule højere lange renter.** De tekniske antagelser om renter og råvarepriser bygger på markedsforventninger med skæringsdatoen 21. november 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 2019, 0,0 pct. i 2020 og 0,3 pct. i 2021. Markedsforventningerne til den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet peger i retning af en gennemsnitlig rente på

1,4 pct. i 2019, 1,7 pct. i 2020 og 1,9 pct. i 2021.<sup>2</sup> Sammenlignet med fremskrivningerne fra september 2018 er markedsforventningerne til den korte rente blevet nedjusteret med 4 basispoint i 2019 og 2020, mens den lange rente er blevet opjusteret med 13 basispoint i 2019 og 15 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. november 2018, at falde fra 71,8 USD i 2018 til 67,5 USD i 2019 og at falde yderligere til 65,9 USD i 2021. Denne udvikling indebærer, at oliepriserne i amerikanske dollar bliver 0,4 pct. højere i 2018, 5,8 pct. lavere i 2019 og 3,2 pct. lavere i 2020 i forhold til fremskrivningerne fra september 2018. Priserne på råvarer ekskl. energi i amerikanske dollar antages at blive noget lavere i 2019 end i 2018, men at stige igen i resten af fremskrivningsperioden.<sup>3</sup>

De bilaterale valutakurser antages at forblive uændrede i fremskrivningsperioden på det gennemsnitlige niveau for den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen 21. november 2018. Dette indebærer en gennemsnitlig dollarkurs på 1,18 USD pr. euro i 2018 og på 1,14 USD pr. euro i 2019-21, hvilket er stort set uændret i forhold til fremskrivningerne fra september 2018. Den effektive eurokurs (i forhold til 38 handelspartnere) er 0,5 pct. lavere, end det fremgik af fremskrivningerne fra september 2018.

#### Tekniske antagelser

	December 2018				September 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
3-måneders EURIBOR (i pct., pr. år)	-0,3	-0,3	0,0	0,3	-0,3	-0,2	0,0
10-årige statsobligationsrenter (i pct., pr. år)	1,1	1,4	1,7	1,9	1,1	1,3	1,6
Oliepris (USD/pr. tønde)	71,8	67,5	66,8	65,9	71,5	71,7	69,0
Råvarepriser, ekskl. energi, i USD (årlige ændringer i pct.)	3,0	-1,4	4,4	4,3	1,9	-2,6	4,2
USD/EUR-kurs	1,18	1,14	1,14	1,14	1,18	1,14	1,14
Nominel effektiv eurokurs (EER38) (årlige ændringer i pct.)	5,2	0,0	0,0	0,0	5,1	0,6	0,0

**Væksten i boliginvesteringerne ventes at fortsætte, omend i et mere moderat tempo.** Væksten i boliginvesteringerne synes at være toppet i begyndelsen af 2018 og at være aftaget i de efterfølgende kvartaler. Denne svækkelse afspejler, sammenlignet med det store boligmarkedsboom i 2016 og 2017, primært effekten af stigende begrænsninger på udbudssiden – især manglen på arbejdskraft – i nogle lande. De vigtigste betingelser for yderligere stigninger i boliginvesteringerne vil stadig være til

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> 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 4. kvartal 2019 for derefter at udvikle sig på linje med den globale økonomiske aktivitet.

stede i fremskrivningsperioden, idet undersøgelser peger i retning af, at et stigende antal husholdninger planlægger at købe eller bygge en bolig inden for de næste to år eller at gå i gang med forbedringer af deres bolig. Ikke desto mindre forventes stigningen i væksten på dette område at blive afdæmpet, hvilket er i tråd med den forventede gradvise nedgang i væksten i den disponible realindkomst og med finansieringsforhold, der forventes at blive en smule strammere. En sådan nedgang kan også opstå som følge af kapacitetsbegrænsninger i byggeriet, der i stigende grad virker begrænsende, og en ugunstig demografisk udvikling i nogle lande.

**Erhvervsinvesteringerne forventes at fortsætte stigningen i fremskrivningsperioden, omend i et gradvis langsommere tempo fra og med 2019.** Det estimeres, at erhvervsinvesteringerne er steget kraftigt i løbet af 2018, og at deres andel af euroområdetets reale BNP nu svarer til toppunktet før krisen. Ud over generelt gunstige udsigter for efterspørgslen forventes en række faktorer fortsat at understøtte erhvervsinvesteringerne. Selvom erhvervstilliden er noget lavere end i begyndelsen af 2018, ligger den således stadig over det gennemsnitlige niveau og understøttes af positive forventninger til produktionen og store ordrebøger. Kapacitetsudnyttelsen ligger stadig et godt stykke over det langsigtede gennemsnit, og en stor del af industrivirksomhederne nævner manglen på udstyr som en begrænsende faktor for produktionen. Finansieringsvilkårene ventes at forblive gunstige – omend gradvis strammere – i fremskrivningsperioden. Avancerne forventes at stige i en allerede meget likvid sektor af ikke-finansielle virksomheder, og virksomhederne kan øge investeringerne i et forsøg på at kompensere for arbejdskraftsrelaterede begrænsninger på udbudssiden. Endvidere er gearingsgraden i førnævnte sektor faldet i løbet af de senere år, drevet af en stigning i aktiekurserne, en fortsat akkumulering af aktiver og en moderat vækst i gældsfinansieringen, selvom den konsoliderede bruttogældsætning stadig befinder sig over niveauet før krisen. En gradvis aftagende stigning i erhvervsinvesteringerne i fremskrivningsperioden afspejler den generelle opbremsning i både den indenlandske og udenlandske efterspørgsel samt stigninger i udlånsrenterne til ikke-finansielle virksomheder. Desuden ventes det forventede ophør af særlige finanspolitiske incitamenter og negative virkninger fra visse strukturelle ændringer (fx ugunstige demografiske faktorer) at påvirke virksomhedernes investeringer negativt på mellemlangt sigt.

## Boks 2

### Internationale forhold

---

**Selvom den globale aktivitet indtil videre har været robust, er der begyndende tegn på en afmatning.** Den globale økonomi fortsatte med at vokse i et støt tempo i 2. kvartal 2018, og væksttallene for 3. kvartal i USA og Storbritannien peger stadig i retning af en robust aktivitet, på trods af et fald i produktionen i Japan, som stort set skyldes midlertidige faktorer i forbindelse med naturkatastrofer. For så vidt angår vækstmarkedsøkonomierne, blev aktiviteten fastholdt i Kina, mens en stabilisering af tilliden og en appreciering af liraen i relation hertil peger i retning af et noget mindre udtalt fald i Tyrkiet end tidligere forventet.

**På kort sigt forventes den globale økonomiske vækst at understøtte den globale aktivitet.** De avancerede økonomier påvirkes stadig positivt af en lempelig pengepolitik og de betydelige stimulerende finanspolitiske tiltag i USA. Den seneste stigning i oliepriserne har også bidraget til at stabili-

sere investeringerne i mange olieeksporterende økonomier. På trods heraf er handelsspændingerne mellem USA og Kina eskaleret, og usikkerheden om de fremtidige handelsforbindelser er fortsat stor, hvilket påvirker den globale aktivitet negativt. Bekymringerne om den globale handel, den gradvise normalisering af en række avancerede økonomiers pengepolitik og usikkerhed om den førte politik førte i sommermånederne til en stramning af de finansielle forhold, især i nogle af vækstmarkedsøkonomierne. Selvom der på det seneste synes at have været en stabilisering af de globale risici, fortsætter finansielle investorer med at undgå vækstmarkedsøkonomier med betydelige ubalancer, store eksterne finansieringsbehov og et begrænset politisk råderum.

**På længere sigt ventes der fortsat en støt global vækst.** På den ene side afspejler dette den ventede konjunkturedgang i de avancerede økonomier og Kinas omstilling til en lavere vækst. I de fleste avancerede økonomier er negative produktionsgab allerede lukket – eller er ved at blive lukket – og den politiske støtte vil gradvis blive mindre. Selvom det antages, at de nuværende handelsforbindelser mellem Storbritannien og EU27 vil blive bibeholdt indtil udgangen af 2020, vil overgangen til nye handelsforbindelser fra 2021 påvirke væksten i Storbritannien noget i negativ retning. På den anden side afspejler de globale udsigter for aktiviteten også den ventede stigning i aktiviteten i flere vækstmarkedsøkonomier i fremskrivningsperioden. Dette gælder især lande, der er blevet påvirket negativt af den seneste turbulens på de finansielle markeder. Samlet set ventes den globale vækst (ekskl. euroområdet) at blive på 3,8 pct. i 2018 og at falde til 3,6 pct. i 2021.

**Sammenlignet med fremskrivningerne fra september 2018 er den globale BNP-vækst blevet nedjusteret.** Disse nedjusteringer afspejler de svagere udsigter for vækstmarkedsøkonomierne, samtidig med at udsigterne for aktiviteten i de avancerede økonomier forbliver stort set uændrede.

## Internationale forhold

(årlige ændringer i procent)

	December 2018				September 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
Realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet)	3,8	3,5	3,6	3,6	3,9	3,7	3,7
Verdenshandlen (ekskl. euroområdet) <sup>1)</sup>	5,1	3,5	3,6	3,6	4,6	3,9	3,8
Udenlandsk efterspørgsel i euroområdet <sup>2)</sup>	4,3	3,1	3,5	3,4	4,1	3,6	3,6

1) Beregnet som et vægtet gennemsnit af importen.

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

**Den globale handel ventes at aftage i 2019, i takt med at det globale økonomiske konjunkturforløb kommer ind i den modne fase, og nye todsatser påvirker handlen negativt, især i USA og Kina.** På mellemlangt sigt holdes fremskrivningerne af handlen fast forankrede omkring det synspunkt, at den globale import vil vokse stort set på linje med den globale aktivitet. Samlet set forventes væksten i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet at blive på 4,3 pct. i 2018 og at aftage til 3,4 pct. i 2021. Sammenlignet med fremskrivningerne fra september 2018 er den udenlandske efterspørgsel i euroområdet i 2018 blevet opjusteret som følge af den kraftigere udvikling, der blev observeret i 1. halvår 2018. Nedjusteringerne i 2019 og 2020 afspejler delvis den mekaniske effekt, som højere bilaterale todsatser i USA og Kina har haft, og – i mindre grad – en lidt svagere global aktivitet.

**Eksporten til lande uden for euroområdet ventes at stige hurtigere end den udenlandske efterspørgsel på kort sigt, hvorefter den ventes at stige i samme**

**takt.** I 2019 ventes eksporten til lande uden for euroområdet at stige noget hurtigere end den udenlandske efterspørgsel, hvilket tyder på en vis stigning i markedsandele på kort sigt, som skyldes en forbedret priskonkurrenceevne i landene i euroområdet (i sammenhæng med at stigningerne i eksportpriserne sker i et langsommere tempo end hos konkurrenterne). På mellemlangt sigt forventes eksporten til lande uden for euroområdet at stige på linje med den udenlandske efterspørgsel. Importen fra lande uden for euroområdet forventes at drage fordel af den positive udvikling i efterspørgslen, og – i de kommende kvartaler – af den stærkere euro. Nettohandlens bidrag til den økonomiske vækst ventes at blive stort set neutralt i fremskrivningsperioden efter et lille positivt bidrag i 2018.

**Beskæftigelsesvæksten ventes at falde, i takt med at aktiviteten aftager, og manglen på arbejdskraft forventes at blive et stigende problem i nogle lande.**

Væksten i antallet af beskæftigede aftog i 3. kvartal 2018 efter en kvartalsvis vækst på 0,4 pct. i 1. halvår, som afspejlede nedgangen i aktiviteten siden begyndelsen af 2018. Fremadskuende undersøgelser tyder på en fortsat beskæftigelsesvækst på kort sigt, som dog dæmpes i 2019 af nedskæringer i den offentlige beskæftigelse og den indførelse af førtidspensionsordninger samt de afskedigelser i kølvandet på stigninger i mindstelønnen, som forventes i nogle lande. Grundlæggende ventes beskæftigelsesvæksten at aftage noget i løbet af fremskrivningsperioden stort set i takt med nedgangen i aktiviteten.

**Arbejdsstyrken ventes at vokse i fremskrivningsperioden, dog i et aftagende tempo.** Dette afspejler den ventede nettoindvandring af arbejdstagere, den ventede integration af flygtninge og den fortsat stigende erhvervsfrekvens. Virkningen af disse faktorer ventes dog at aftage i løbet af fremskrivningsperioden. Desuden forventes den negative virkning af befolkningens aldring at vokse, i takt med at der bliver flere af de ældre årgange, som forlader arbejdsstyrken, end det antal i de yngre årgange, der bliver en del af den.

**Arbejdsløshedsprocenten forventes at falde til 7,1 pct. i 2021.** Arbejdsløshedsprocenten faldt til 8,1 pct. i 3. 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 at stige i fremskrivningsperioden.** Efter en kraftig fremgang i 2017 stagnerede arbejdskraftsproduktiviteten kvartal-til-kvartal i de første tre kvartaler af 2018 som følge af den uventede nedgang i aktiviteten. På længere sigt tyder den ovennævnte nedgang i beskæftigelsesvæksten, 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 arbejdskraftsproduktiviteten vil stige i fremskrivningsperioden, omend til et lidt lavere niveau end gennemsnittet før krisen på 1,0 pct.

**Sammenlignet med fremskrivningerne fra september 2018 er væksten i realt BNP i 2018 og 2019 blevet nedjusteret en smule.** Dette afspejler svagere tal i 3. kvartal 2018 og mindre følgevirkninger i 2019 i forbindelse hermed. Selvom en smule højere lange udlånsrenter, lavere aktiekurser og en lavere vækst i den



udenlandske efterspørgsel vil dæmpe aktiviteten, forventes disse effekter samtidig, i både 2019 og 2020, at blive stort set opvejet af den gunstige effekt af lavere oliepriser, den lavere effektive eurokurs og visse yderligere finanspolitiske lempelser.

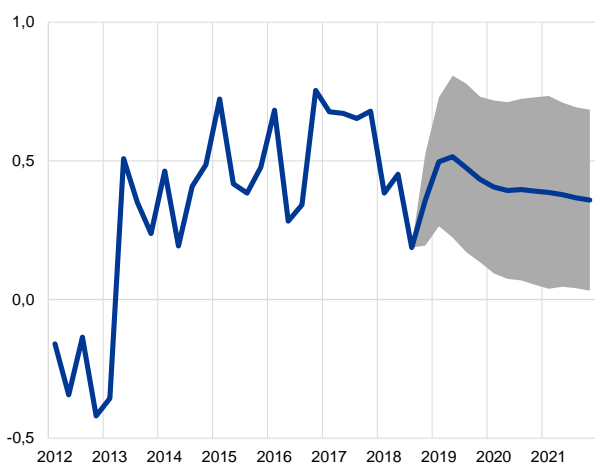
**Figur 1**

**Makroøkonomiske fremskrivninger<sup>1)</sup>**

(kvartalsvise observationer)

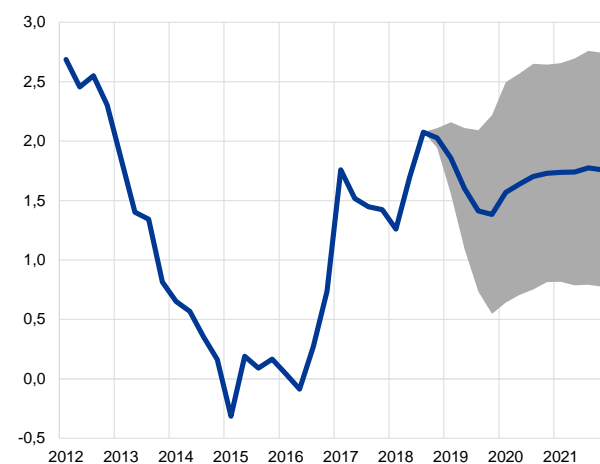
**Realt BNP i euroområdet<sup>2)</sup>**

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

**2 Priser og omkostninger**

**HICP-inflationen forventes at have toppet i 3. kvartal 2018 og at falde indtil udgangen af 2019 for derefter gradvis at blive styrket i løbet af resten af fremskrivningsperioden.** Den aktuelle høje inflation i HICP's energikomponent, som er relateret til den tidligere kraftige stigning i oliepriserne, forventes at aftage betydeligt i fremskrivningsperioden på baggrund af den svagt nedadgående kurve for olieprisfutures. HICP-fødevarer-inflationen ventes at blive forholdsvis flad i fremskrivningsperioden med et gennemsnit på 1,9 pct. Den underliggende inflation ventes at stige gradvis på baggrund af en forbedret konjunktursituation og den dertil knyttede stigning i lønvæksten. Især forventes voksende begrænsninger i arbejdskraftudbudet i nogle lande at presse lønvæksten op. Andre opadrettede pres på den underliggende inflation ventes, blandt andre faktorer, 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 at stige til 1,8 pct. i 2021.

**Lønvæksten ventes at stige betydeligt i fremskrivningsperioden som følge af det stadig strammere arbejdsmarked og af, at faktorer, der gennem de seneste**

**par år har dæmpet lønvæksten i nogle lande, aftager.** Væksten i lønsum pr. ansat ventes at stige markant fra 2,2 pct. i 2018 til 2,7 pct. i 2021.<sup>4</sup> 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. I overensstemmelse med konjunktursituationen forventes den kraftigere vækst i lønsum pr. ansat at blive understøttet af en større vækst i aftalt løn. Ud over konjunkturudviklingen kan den seneste betydelige stigning i den samlede inflation forventes at bidrage til en stigning i lønvæksten i de lande i euroområdet, hvor løndannelsen omfatter bagudrettede elementer. Hertil kommer, at de kriserelaterede faktorerers 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 betydning, og nogle lande har indført stigninger i mindstelønnen, som muligvis vil slå igennem på lønfordelingen.

**Avancerne ventes at udvikle sig mere gunstigt i fremskrivningsperioden end i 2018.** Den svagere udvikling i avancerne i 2018 afspejler navnlig den seneste forringelse af bytteforholdet, men også en svagere konjunkturudvikling. De mere positive udsigter for avancerne efter 2018 afspejler en forventet positiv udvikling i virksomhedernes "pricing power".

**Det eksterne prispres forventes at forblive positivt, men at aftage en smule i løbet af fremskrivningsperioden.** Der ventes en mere moderat vækst i importdeflatoren efter 2018. Dette afspejler nogle dæmpende effekter af den svagt nedgående udvikling i oliepriserne, som fremgår af antagelserne, mens råvarepriserne ekskl. olie og de underliggende globale prispres antages at stige i løbet af fremskrivningsperioden.

**Sammenlignet med fremskrivningerne fra september 2018 er fremskrivningen af HICP-inflationen blevet nedjusteret for 2019.** Væksten i HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer er en smule lavere på grund af de lidt svagere vækst- og lønudsigter. Hvad angår den samlede HICP-inflation, forstærkes justeringen af HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer af nedjusteringer af energikomponenten for 2019, men opvejes af opjusteringer af energikomponenten for 2020. Disse justeringer af energipriskomponenten følger stort set ændringerne i antagelserne om oliepriserne, som er blevet nedjusteret på kort sigt, men nu har en svagere faldende kurve end i septemberfremskrivningerne.

<sup>4</sup> En midlertidig nedgang i lønsum pr. ansat i 2019 afspejler gennemførelsen af en finanspolitisk foranstaltning i Frankrig, hvor en skattnedsættelse af hensyn til konkurrenceevne og beskæftigelse (Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi – CICE) omlægges til en permanent nedsættelse af arbejdsgivernes sociale bidrag. Da nedgangen i væksten i lønsum pr. ansat og enhedslønomsåningerne stort set opvejes af en tilsvarende stigning i avancerne, forventes effekten på prisfastsættelsen at blive begrænset.

### 3 Finanspolitiske udsigter

**Finanspolitikken i euroområdet forventes at være stort set neutral i 2018, mere lempelig i 2019 og igen neutral i 2021.** Finanspolitikken måles som ændringen i den konjunkturkorrigerede primære saldo fratrukket offentlig støtte til den finansielle sektor. I 2019 skyldes lempelsen af finanspolitikken primært nedsættelser af direkte skatter og sociale bidrag samt større overførsler i nogle lande. I 2020 bidrager yderligere nedsættelser af direkte skatter og sociale bidrag samt en stadig temmelig kraftig udgiftsvækst i nogle lande til denne lempelse, men dog i mindre omfang end i 2019.

**Efter en forbedring i 2018 ventes en vis forringelse af euroområdets budgetsaldo i perioden 2019-21, mens gældskvoten fortsat vil falde.** Stigningen i det offentlige underskud skyldes en forværring i den konjunkturkorrigerede primære balance. Dette udlignes delvis af et svagt fald i renteudgifter, som skyldes, at gammel højt forrentet gæld er blevet erstattet af ny lavere forrentet gæld, mens den cykliske komponent er stort set uændret. Faldet i den offentlige gælds andel i forhold til BNP understøttes af positive primære saldi og et gunstigt forhold mellem renter og vækst. Sammenlignet med fremskrivningerne fra september 2018 er udsigterne for underskuddet forværret på grund af en mindre gunstig primær saldo, mens gældens andel i forhold til BNP er blevet opjusteret en smule på grund af lavere primære saldi og en opjustering af historiske data.

#### 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

**I denne følsomhedsanalyse vurderes konsekvenserne af en alternativ udvikling i oliepriserne.** De tekniske antagelser om udviklingen i oliepriserne, der ligger til grund for basisfremskrivningerne, og som er baseret på futuresmarkederne, forudsætter et svagt fald i udviklingen i oliepriserne, hvor prisen på Brent-råolie bliver på ca. 66 USD pr. tønde ultimo 2021. Der analyseres to alternativer med hensyn til udviklingen i oliepriserne. Det første er baseret på den nedre 25 pct.-fraktile af den fordeling, som fremgår af tæthederne udledt ved optioner (option-implied densities) for olieprisen 21. november 2018. Denne udvikling indebærer et gradvist fald i olieprisen til 48,8 USD pr. tønde i 2021, hvilket er 25,9 pct. under basissceneriet for dette år. På grundlag af gennemsnittet af resultaterne af en række af de makroøkonomiske modeller, som staben anvender, ville denne udvikling have en vis opadrettet virkning på væksten i realt BNP, mens HICP-inflationen ville blive 0,5 procentpoint lavere i 2019, 0,4 procentpoint lavere i 2020 og 0,2 procentpoint lavere i 2021. Den anden udvikling er baseret på den øvre 25 pct.-fraktile af den samme fordeling og indebærer en

stigning i olieprisen til omkring 83 USD pr. tønde i 2021, hvilket er 25,9 pct. over basisscenariet for dette år. Denne udvikling ville medføre en hurtigere stigning i HICP-inflationen, som ville være 0,5 procentpoint højere i 2019, 0,4 procentpoint højere i 2020 og 0,2 procentpoint højere i 2021, mens væksten i realt BNP ville blive noget lavere i 2019-21.

## 2) En alternativ udvikling i valutakursen

**I denne følsomhedsanalyse undersøges effekterne af en styrkelse af eurokursen.** Dette scenarie er i overensstemmelse med fordelingen af de risikoneutrale tætheder (risk-neutral densities), udledt ved optioner, for USD/EUR-kursen 21. november 2018, som i vid udstrækning peger 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 1,34 USD/EUR i 2021, hvilket er 18,5 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 scenarie 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 2019, 0,6 pct. lavere i 2020 og 0,2 procentpoint lavere i 2021. HICP-inflationen ville blive 0,3 procentpoint lavere i 2019 og 0,6-0,7 procentpoint lavere i 2020 og 2021.

---

## 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 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 prognoser for væksten i realt BNP og HICP-inflationen stort set 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	2021	2018	2019	2020	2021
Eurosistemets fremskrivninger	December 2018	1,9	1,7	1,7	1,5	1,8	1,6	1,7	1,8
		[1,8 - 2,0]	[1,1 - 2,3]	[0,8 - 2,6]	[0,5 - 2,5]	[1,8 - 1,8]	[1,1 - 2,1]	[0,9 - 2,5]	[0,9 - 2,7]
Europa-Kommissionen	November 2018	2,1	1,9	1,7	-	1,8	1,8	1,6	-
OECD	November 2018	1,9	1,8	1,6	-	1,8	1,9	1,9	-
Euro Zone Barometer	November 2018	2,0	1,7	1,6	1,4	1,8	1,7	1,7	1,7
Consensus Economics Forecast	November 2018	2,0	1,7	1,4	1,4	1,8	1,7	1,7	1,8
Survey of Professional Forecasters	Oktober 2018	2,0	1,8	1,6	-	1,7	1,7	1,7	-
IMF	Oktober 2018	2,0	1,9	1,7	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9

Kilder: Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2018; IMF World Economic Outlook, oktober 2018; OECD Economic Outlook, november 2018; Consensus Economics Forecasts, november 2018; 2020- og 2021-tallene for Consensus Economics stammer fra den langsigtede prognoseundersøgelse fra oktober 2018; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, november 2018; 2020- og 2021-tallene for Euro Zone Barometer stammer fra den langsigtede prognoseundersøgelse fra oktober 2018; og ECB's Survey of Professional Forecasters, oktober 2018.

Anm.: Både de makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdet af Eurosistemets 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](http://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-18-002-DA-N (pdf)