



# Juni 2017

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

*Den økonomiske genopretning i euroområdet ventes at fortsætte i et hurtigere tempo end tidligere forventet. Realt BNP forventes at stige med ca. 1,8 pct. årligt i fremskrivningsperioden. Den forventede globale genopretning vil understøtte euroområdets eksport, mens den meget lempelige pengepolitik, fremskridt i nedgearingen på tværs af sektorer og en fortsat forbedring på arbejdsmarkedet ventes at understøtte den indenlandske efterspørgsel i fremskrivningsperioden.*

*Det forventes, at HICP-inflationen får en V-formet profil, og at den når op på 1,6 pct. i 2019. Selvom den betydelige opadrettede effekt af HICP-energiinflationen i 2017 vil falde i 2018 og 2019, vil HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer stige gradvis, efterhånden som den ledige kapacitet i økonomien absorberes.*

### 1 Realøkonomien

**Efter en robust vækst i 1. kvartal 2017 tyder gunstige kortsigtede indikatorer på en fortsat kraftig fremgang på kort sigt.** Forbedringen af arbejdsmarkedsforholdene er fortsat i de seneste måneder, idet en voksende arbejdsstyrke mindsker flaskehalse i beskæftigelsesvæksten i nogle eurolande, og arbejdsløsheden falder i de fleste eurolande. I de seneste måneder er virksomheds- og forbrugertilliden blevet yderligere forbedret på tværs af sektorer og lande fra et i forvejen højt niveau, hvilket tyder på en fortsat robust vækst på kort sigt.

**I fremskrivningsperioden forventes realt BNP at stige med 1,9 pct. i 2017, 1,8 pct. i 2018 og 1,7 pct. i 2019.** En række gunstige faktorer forventes fortsat at understøtte den indenlandske efterspørgsel i fremskrivningsperioden. ECB's meget lempelige pengepolitik slår stadig igennem i økonomien og markedets forventninger til renteutviklingen, som er indarbejdet i de tekniske antagelser i denne

<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, hvad angår udsigten for euroområdet. Information om de anvendte procedurer og metoder findes i *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, ECB, juli 2016, der findes på ECB's websted. Skæringsdatoen for de tekniske antagelser, som fx oliepriser og valutakurser, var 16. maj 2017 (se boks 1). Skæringsdatoen for at inkludere anden information i disse fremskrivninger var 23. maj 2017. De aktuelle makroøkonomiske fremskrivninger dækker perioden 2017-19. En så langvarig fremskrivningsperiode er forbundet med meget stor usikkerhed, hvilket bør tages i betragtning ved fortolkningen af de makroøkonomiske fremskrivninger. 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.

fremskrivning, er fortsat lave i fremskrivningsperioden. Bankernes udlån til ikke-finansielle selskaber øges fortsat som følge af lave renter, stigende efterspørgsel efter lån og gunstige kreditforhold. En yderligere forbedring af arbejdsmarkedsforholdene og mindre behov for nedgearing understøtter også den indenlandske efterspørgsel. Den globale økonomiske genopretning ventes også at blive styrket i fremskrivningsperioden og herved understøtte euroområdet eksport.

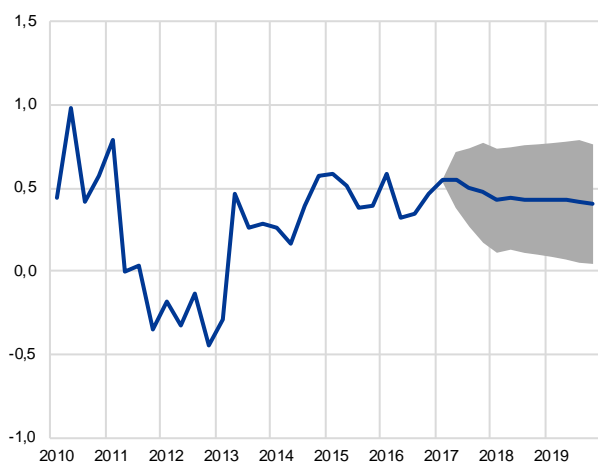
**Figur 1**

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

(Kvartalsvise observationer)

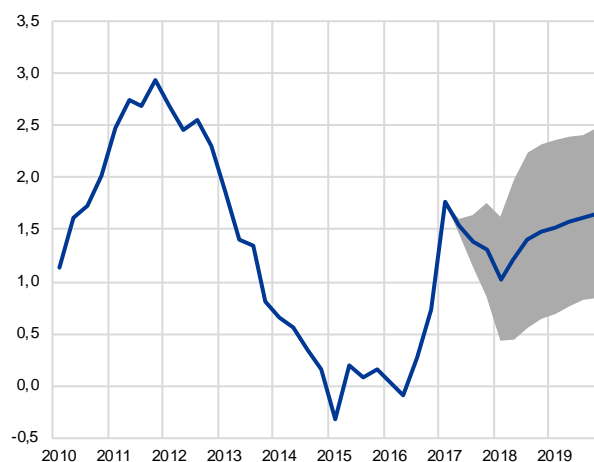
**Realt BNP i euroområdet<sup>2)</sup>**

(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 fremskrivinger, 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.

2) Data korrigeret for antal arbejdsdage.

**Det private forbrug ventes fortsat at stige, om end noget langsommere end i 2016.** I de seneste måneder er forbrugertilliden forbedret yderligere på tværs af landene til et godt stykke over det langsigtede gennemsnit. Forbedringen afspejler større forventninger til økonomien generelt og gunstigere individuelle finansielle forventninger. De kortsigtede udsigter for det private forbrug understøttes også af den senere tids fortsatte forbedringer af arbejdsmarkedsforholdene.

**Væksten i den nominelle disponible indkomst ventes at stige gradvis i fremskrivningsperioden, selvom højere inflation vil dæmpe husholdningernes reale købekraft.** Bruttolønnens bidrag til væksten i den nominelle disponible indkomst forventes at stige i fremskrivningsperioden, understøttet af både fortsat beskæftigelsesvækst og stigende vækst i lønsum pr. ansat. Væksten i den disponible realindkomst forventes at falde betydeligt i 2017 – hovedsagelig som følge af den ventede stigning i energiprisinflationen – for derefter at stige gradvis igen.

**Forstærket af ECB's pengepolitiske foranstaltninger bør bankernes forbedrede udlånsvilkår støtte væksten i det private forbrug.** Selvom de lave renter har

påvirket både de private husholdningers renteindtægter og -udgifter, er der en tendens til, at lave renter omfordeler ressourcer fra nettosparere til nettolåntagere. Da den sidstnævnte gruppe normalt har en højere marginal forbrugstilbøjelighed, bør omfordelingen yderligere understøtte det samlede private forbrug. Hertil kommer, at forbruget også bør blive understøttet af de fremskridt, der er opnået med hensyn til nedgearing.

**Efter at den stigning i opsparingerne, som var relateret til oliepriserne, er ophørt, forventes opsparingskvoten at forblive stort set flad i fremskrivningsperioden.** Denne brede stabilitet dækker over modsatrettede faktorer i eurolandene. Der er nedadrettede pres fra den faldende arbejdsløshed, forbedrede kreditforhold og lave renter, mens det det behov, der stadig er for at mindske bruttogælden og udjævne forbruget i forbindelse med konjunkturfremgangen, resulterer i opadrettede pres. Samlet set ventes den årlige vækst i det private forbrug at falde fra 1,9 pct. i 2016 til omkring 1,5 pct. i perioden 2017-19.

## Boks 1

### Tekniske antagelser om renter, valutakurser og råvarepriser

---

**Sammenlignet med fremskrivningerne fra marts 2017 omfatter de tekniske antagelser betydeligt lavere oliepriser i amerikanske dollar, en apreciering af den effektive eurokurs og lavere lange renter.** De tekniske antagelser om renter og råvarepriser bygger på markedsforventningerne på skæringsdatoen 16. maj 2017. De korte renter refererer til 3-måneders EURIBOR, hvor markedsforventningerne udledes af futuresrenten. Metoden giver et gennemsnitligt niveau for de korte renter på -0,3 pct. i 2017, -0,2 pct. i 2018 og 0,0 pct. i 2019. Markedsforventningerne til den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet peger i retning af en gennemsnitlig rente på 1,2 pct. i 2017, 1,5 pct. i 2018 og 1,8 pct. i 2019.<sup>2</sup> Sammenlignet med fremskrivningerne fra marts 2017 er markedsforventningerne til de korte renter stort set uændrede, mens forventningerne til de lange renter er blevet nedjusteret med 10-20 basispoint.

For så vidt angår råvarepriserne, antages prisen på Brent-råolie på grundlag af udviklingen på futuresmarkederne, hvor der anvendes et gennemsnit af den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen 16. maj, at stige fra 44,0 dollar pr. tønde i 2016 til 51,6 dollar i 2017, hvorefter den holder sig omkring dette niveau i 2018 og 2019. Denne udvikling indebærer, at oliepriserne i amerikanske dollar – sammenlignet med fremskrivningerne fra marts 2017 – er 8,6 pct. lavere i 2017, 9,1 pct. lavere i 2018 og 7,9 pct. lavere i 2019. Priserne på råvarer ekskl. energi i amerikanske dollar antages at stige betydeligt i 2017 og mere moderat derefter.<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 16. maj. Dette

---

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

<sup>3</sup> Antagelser om olie- og fødevarerpriser er baseret på futureskontrakter indtil udgangen af fremskrivningsperioden. Priserne på andre råvarer ekskl. energi og råvarer antages at følge futureskontrakterne til og med 2. kvartal 2018 for derefter at udvikle sig på linje med den globale økonomiske aktivitet.

indebærer en gennemsnitlig dollarkurs på 1,08 USD pr. euro i 2017 og på 1,09 USD pr. euro i 2018-19 sammenlignet med 1,07 USD pr. euro i marts 2017-fremskrivningerne. Den effektive eurokurs (i forhold til 38 handelspartnere) er 0,6 pct. højere i 2017 og ca. 1,0 pct. højere i 2018-19 end antaget i marts 2017-fremskrivningerne.

## Tekniske antagelser

	Juni 2017				Marts 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
3-måneders EURIBOR (i pct., pr. år)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
10-årige statsobligationsrenter (i pct., pr. år)	0,8	1,2	1,5	1,8	0,8	1,3	1,6	1,9
Oliepris (USD pr. tønde)	44,0	51,6	51,4	51,5	44,0	56,4	56,5	55,9
Råvarepriser, ekskl. energi, i USD (årlige ændringer i pct.)	-3,9	6,4	2,0	4,5	-3,9	13,2	3,5	4,6
USD/EUR-kurs	1,11	1,08	1,09	1,09	1,11	1,07	1,07	1,07
Nominal effektiv eurokurs (EER 38) (årlige ændringer i pct.)	3,7	-0,4	0,3	0,0	3,7	-1,0	0,0	0,0

**Stigningen i boliginvesteringerne forventes at fortsætte.** Der var en kraftig stigning i boliginvesteringerne i 2016, som blev understøttet af en kraftig vækst i den disponible indkomst og gunstige finansieringsbetingelser. De grundlæggende betingelser for en yderligere stigning i boliginvesteringerne er stadig til stede. De positive udsigter for boliginvesteringerne fremgår af et stigende antal byggetilladelser og en voksende efterspørgsel efter lån til boligkøb i sammenhæng med bankernes forbedrede udlånsvilkår. Gunstige udsigter for indkomster og finansieringsbetingelser støtter fortsat den aktuelle opadgående tendens på boligmarkederne. Væksten i boliginvesteringerne forventes dog at aftage noget i fremskrivningsperioden som følge af den aftagende effekt af finanspolitiske incitamenter i nogle lande og en ugunstig demografisk udvikling, som med tiden forventes at få negative konsekvenser.

**Udviklingen i erhvervsinvesteringerne forventes at følge konjunkturfremgangen.** Stigningen i erhvervsinvesteringerne forventes at fortsætte, i takt med at den udenlandske efterspørgsel styrkes, og de finanspolitiske foranstaltninger i nogle lande begynder at virke. Dette understøttes af flere forhold: Erhvervstilliden er blevet stadig bedre på baggrund af meget gunstige produktionsforventninger, flere ordrer i ordrebogen og et skift i forventningerne til salgspriserne. Kapacitetsudnyttelsen har i begyndelsen af 2017 fortsat sin stigning over det gennemsnitlige niveau før krisen. Med kun en svag stramning i fremskrivningsperioden forventes finansieringsbetingelserne fortsat at være meget gunstige. Der er behov for at modernisere kapitalapparatet efter flere år med et lavt investeringsniveau. Endelig forventes avancerne at stige i en allerede meget likvid sektor bestående af ikke-finansielle selskaber. Desuden har den kraftige stigning i aktiekurserne, der er observeret de seneste år, og en moderat vækst i gældsfinansieringen bragt gearingsgraden (gæld i forhold til samlede aktiver) i denne sektor ned på et historisk lavpunkt. Der er dog faktorer, som forventes fortsat at påvirke udsigterne for erhvervsinvesteringer i en negativ

retning. Blandt disse faktorer er forventninger om en svagere vækst i produktionspotentialet end hidtil og en svækkelse af bankernes rolle som finansielle formidlere i nogle lande.

## Boks 2

### Internationale forhold

**Fremgangen i den globale økonomiske aktivitet forventes at fortsætte.** Væksten i globalt BNP dykkede i 1. kvartal 2017, men tillidsindikatorer og konjunkturbarometre tyder på, at den igen vil stige i de kommende måneder. De finansielle forhold i de avancerede økonomier er stadig gunstige, idet de understøttes af lempelige pengepolitikker i disse økonomier og forventninger om en finanspolitisk stimulus i USA. På vækstøkonomiernes finansielle markeder er forholdene også blevet bedre igen efter resultatet af det amerikanske præsidentvalg i slutningen af 2016. På længere sigt forventes den globale aktivitet at stige moderat. Udsigterne for de avancerede økonomier tyder på en fortsat konjunkturfremgang, idet deres produktionsgab gradvis lukkes. I vækstøkonomierne bør væksten fortsat være robust i råvareimporterende lande som Indien og Kina, mens aktiviteten i råvareeksporterende lande forventes at nå et lavpunkt efter dybe recessioner. Den globale aktivitet (ekskl. euroområdet) ventes at stige med 3,5 pct. i 2017 og med 3,8 pct. i 2018 og 2019, hvilket er uændret i forhold til martsfremskrivningerne.

### Internationale forhold

(Årlige ændringer i procent)

	Juni 2017				Marts 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet)	3,2	3,5	3,8	3,8	3,1	3,5	3,8	3,8
Verdenshandlen (ekskl. euroområdet) <sup>1)</sup>	0,9	4,4	3,8	3,9	1,2	3,4	3,7	3,8
Udenlandsk efterspørgsel i euroområdet <sup>2)</sup>	1,3	3,7	3,4	3,5	1,6	2,8	3,4	3,5

1) Beregnet som et vægtet gennemsnit af importen.

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

**Der forventes en gradvis vækst i verdenshandlen i fremskrivningsperioden, efter at den er blevet betydeligt styrket i de seneste måneder.** På mellemlangt sigt forventes verdenshandlen at stige i overensstemmelse med den voksende globale aktivitet. Sammenlignet med marts 2017-fremskrivningerne er den udenlandske efterspørgsel i euroområdet blevet opjusteret i 2017, hovedsagelig som følge af at de seneste data var mere positive end forventet.

**Euroområdets eksport ventes at blive understøttet af en voksende global efterspørgsel.** Den udenlandske efterspørgsel i euroområdet skønnes at være tiltaget i 2. halvår 2016 og i begyndelsen af 2017 som følge af en højere import-efterspørgsel i både de avancerede økonomier (navnlig USA og Japan) og vækstøkonomierne (navnlig Kina, Rusland og Brasilien). Fremover ventes import-efterspørgslen at stige i både de avancerede økonomier og vækstøkonomierne, hvorimod den fortsat vil være afdæmpet i Storbritannien. Eksporten til lande uden for euroområdet forventes at blive påvirket positivt af en stigende udenlandsk efterspørgsel i fremskrivningsperioden. Det forventes, at importen fra lande uden for euroområdet vil stige hurtigere end eksporten til lande uden for euroområdet, og at

det vil ske i overensstemmelse med importens/eksportens historiske elasticitet i forhold til den samlede efterspørgsel. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster i euroområdet ventes at falde noget i fremskrivningsperioden, hvilket delvis skyldes, at tidligere olieprisrelaterede bytteforholdseffekter aftager.

**Det negative produktionsgab forventes at indsnævres i løbet af fremskrivningsperioden.** Væksten i produktionspotentialet skønnes at være en smule over 1 pct. i fremskrivningsperioden og derfor at forblive klart under den ventede faktiske vækst i realt BNP på omkring 1,8 pct. Den beskedne stigning i produktionspotentialet afspejler hovedsagelig et temmelig lavt bidrag fra kapitalen efter en lang periode med historisk lave investeringer. Bidraget fra arbejdskraften ventes at stige, hvilket afspejler en højere erhvervsfrekvens som følge af tidligere strukturreformer. På grund af befolkningens aldring vil arbejdskraftens bidrag dog fortsat være noget lavere end gennemsnittet før krisen. Bidraget fra totalfaktorproduktiviteten forventes at være kun en smule lavere end niveauet før krisen.

**Forbedringen af arbejdsmarkedsforholdene i euroområdet bør fortsætte i fremskrivningsperioden.** Beskæftigelsen ventes at fortsætte med at stige i fremskrivningsperioden. Stigningen vil dog gradvis aftage en smule. På kort sigt afspejler dette hovedsagelig, at nogle gunstige midlertidige faktorer, som påvirker beskæftigelsesvæksten, aftager. I resten af fremskrivningsperioden antages manglen på uddannet arbejdskraft i nogle lande i stigende grad at blive et problem, som hæmmer beskæftigelsesvæksten og medfører en stigning i antal arbejdstimer pr. ansat. Denne udvikling i beskæftigelsen indebærer en øget vækst i arbejdskraftsproduktiviteten, der afspejler en stigende udnyttelse af både kapital og arbejdskraft, samtidig med at den uudnyttede kapacitet mindskes. Arbejdsløsheden forventes at falde til 8,3 pct. i 2019, men at forblive over niveauet før krisen (7,5 pct. i 2007).

**Sammenlignet med fremskrivningerne fra marts 2017 er væksten i realt BNP i 2016 blevet opjusteret.** En meget positiv erhvervs- og forbrugertillid tyder sammen med en større udenlandsk efterspørgsel på en noget stærkere vækst på kort sigt end tidligere forventet. På lidt længere sigt dæmpes opadrettede virkninger fra lavere oliepriser, lavere lange renter og højere aktiekurser samt større offentligt forbrug og offentlige investeringer kun delvis af nedadrettede effekter fra en apreciering af eurokursen.

## 2 Priser og omkostninger

**I 2017 forventes den gennemsnitlige HICP-inflation at være 1,5 pct. Den ventes derefter at falde til 1,3 pct. i 2018, inden den stiger til 1,6 pct. i 2019.** En divergerende udvikling i HICP-energi og HICP ekskl. energi- og fødevarerkomponenterne er hovedårsagen til, at profilen for den samlede inflation er V-formet i fremskrivningsperioden. I forhold til 2016 forventes HICP-energiinflationen at stige kraftigt i 2017 og at udvikle sig mere moderat derefter. Dette afspejler den seneste stigning i oliepriserne og en forholdsvis flad kurve for olieprisfutures fremover. Det positive

bidrag fra HICP-energiinflationen til den samlede inflation, der ventes at blive 0,4 procentpoint i 2017, bør falde betydeligt i løbet af de næste to år.

**HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer forventes at stige gradvis i fremskrivningsperioden.** Den væsentligste årsag til den forventede stigning i HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer er stigende enhedslønoms-kostninger, i takt med at genopretningen fortsætter og konsolideres. En af drivkræfterne bag dette er det forventede fald i uudnyttet kapacitet på arbejdsmarkedet, som bør få lønvæksten til at stige. Hertil kommer, at faktorer, der i de senere år har dæmpet lønvæksten, fx behovet for at genoprette priskonkurrenceevnen i nogle lande, forventes at aftage gradvis. Det bør yderligere understøtte den ventede stigning i væksten i lønsum pr. ansat. Væksten i enhedslønoms-kostningerne forventes at stige en smule mindre end lønvæksten i fremskrivningsperioden. Olieprisstigningerne siden begyndelsen af 2016 forventes også – indirekte – at bidrage noget til disse opadrettede omkostningspres gennem højere produktionsomkostninger og deres konsekvenser for de nominelle lønninger som følge af den normale transmissionsforsinkelse.

**Eksterne prispres forventes ikke længere at lægge en dæmper på euroområdet forbrugerpriser i fremskrivningsperioden.** Efter fire år med faldende importpriser forventes den årlige vækst i importpriserne at blive positiv i 2017. Dette skift skyldes hovedsagelig stigningen i oliepriser og råvarepriser ekskl. energi siden 2016. På samme måde afspejler det efterfølgende fald i væksten i importpriserne den afdæmpede udvikling i råvarepriserne. Når man ser bort fra råvarepriserne, forventes der generelt en gradvis stigning i det globale inflationspres. De globale produktionsomkostninger ventes at stige gradvis, i takt med at den uudnyttede kapacitet mindskes på globalt plan. Den store ledige kapacitet på globalt plan og den store konkurrence med lavomkostningslande lægger dog en dæmper på det globale prispres.

**De forbedrede arbejdsmarkedsforhold betragtes som den væsentligste kilde til det stigende indenlandske omkostningspres i de kommende år.** Væksten i lønsum pr. ansat forventes at stige fra 1,7 pct. i 2017 til 2,4 pct. i 2019. Mindre uudnyttet kapacitet på arbejdsmarkedet i euroområdet og en stigende mangel på arbejdskraft i nogle dele af euroområdet anses for at være vigtige faktorer bag denne stigning i lønvæksten. Derudover kan den seneste betydelige stigning i den samlede inflation forventes at føre til større nominelle lønstigninger i landene i euroområdet, hvor løndannelsen omfatter elementer, der afhænger af den historiske prisudvikling. Denne effekt kan dog blive mere relevant fra og med 2018, idet de forhandlede lønninger, for 2017's vedkommende, allerede er fastlåst i flere lande. Effekten kan dog stadig blive svag, idet den er begrænset til lande, hvor den (implicitte) lønindeksering er forbundet til den samlede inflation. Den begrænses desuden af en række lande, som i de senere år har reduceret anvendelsen af lønindeksering i forhold til inflationen. En vis yderligere stigning i lønvæksten bør komme fra den styrkelse af produktivitetsvæksten, som forventes i fremskrivningsperioden. Hertil kommer, at en række faktorer, som lægger en dæmper på lønvæksten, forventes at aftage i fremskrivningsperioden. Disse omfatter fx ophobet løntilbageholdenhed i relation til nedadrettede stivheder i de nominelle lønninger under krisen. Hertil

kommer, at nogle landes foranstaltninger til at nedbringe sociale bidrag og fremme løntilbageholdenhed i den offentlige sektor forventes at udløbe.

**Avancerne ventes at stige i fremskrivningsperioden i et lidt højere tempo end det, der er set på det seneste.** I takt med at den afdæmpende effekt fra de seneste olieprisstigninger aftager, forventes avancerne at stige en anelse hurtigere end i de seneste kvartaler som følge af den fortsatte økonomiske genopretning. Stigningen i avancerne vil dog sandsynligvis blive afdæmpet noget i fremskrivningsperioden af de forventede stigninger i væksten i enhedslønomskostningerne og den øgede globale konkurrence.

**I forhold til fremskrivningerne fra marts 2017 er udsigten for HICP-inflationen blevet nedjusteret en smule.** Lavere oliepriser end antaget i martsfremskrivningerne indebærer en nedjustering af HICP-energiinflationen i 2017 og 2018. På samme måde er fremskrivningerne af fødevarepriserne blevet nedjusteret i hele fremskrivningsperioden. Hertil kommer, at HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer er blevet nedjusteret i 2018 og 2019. Denne nedjustering afspejler delvis indirekte effekter af lavere oliepriser og den marginalt højere eurokurs, men også lavere forventninger til det underliggende omkostnings- og prispress i forskellige økonomier i euroområdet.

### 3 Finanspolitiske udsigter

**Finanspolitikken ventes at være stort set neutral i 2017-19.** Virkningen af finanspolitikken måles som ændringen i den konjunkturkorrigerede primære saldo fratrukket offentlig støtte til den finansielle sektor. Effekten af både ikke-diskretionære faktorer og diskretionære tiltag vurderes at blive neutral i hele perioden.

**I fremskrivningsperioden ventes både underskuddet på den offentlige budgetsaldo og gældskvoterne at falde.** Forbedringen af budgetsaldoen skyldes yderligere fald i rentebetalingerne i fremskrivningsperioden og forbedringen af konjunkturkomponenten, som mere end opvejer en lille forværring af den konjunkturkorrigerede primære saldo. Den gradvise nedbringelse af statsgælden i fremskrivningsperioden skyldes det positive forhold mellem renter og vækst<sup>4</sup> og de ventede primære overskud.

**I forhold til de fremskrivninger, der blev offentliggjort i marts 2017, er udsigterne for budgetunderskuddet og gældskvoterne stort set uændrede.**

---

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



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

(Årlige ændringer i procent)

	Juni 2017				Marts 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Realt BNP	1,7	1,9	1,8	1,7	1,7	1,8	1,7	1,6
		[1,6 - 2,2] <sup>2)</sup>	[0,8 - 2,8] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,8] <sup>2)</sup>		[1,5 - 2,1] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,7] <sup>2)</sup>	[0,5 - 2,7] <sup>2)</sup>
Privat forbrug	1,9	1,5	1,6	1,4	1,9	1,4	1,4	1,4
Offentligt forbrug	1,8	1,2	1,2	1,1	2,0	1,1	1,0	1,1
Faste bruttoinvesteringer	3,6	3,7	3,4	3,0	2,5	2,8	3,2	2,8
Eksport <sup>3)</sup>	2,8	4,8	4,3	4,1	2,9	4,3	4,1	4,0
Import <sup>3)</sup>	4,0	5,2	4,6	4,3	3,5	4,6	4,4	4,2
Beskæftigelse	1,4	1,4	1,0	0,9	1,3	1,0	1,0	0,8
Arbejdsløshed (i pct. af arbejdsstyrken)	10,0	9,4	8,8	8,3	10,0	9,4	8,9	8,4
HICP	0,2	1,5	1,3	1,6	0,2	1,7	1,6	1,7
		[1,4 - 1,6] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,0] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,5] <sup>2)</sup>		[1,4 - 2,0] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,3] <sup>2)</sup>	[0,8 - 2,6] <sup>2)</sup>
HICP ekskl. energi	0,9	1,2	1,4	1,6	0,9	1,2	1,6	1,8
HICP ekskl. energi og fødevarer	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,1	1,5	1,8
HICP ekskl. energi, fødevarer og afgiftsændringer <sup>4)</sup>	0,8	1,1	1,4	1,7	0,8	1,1	1,5	1,8
Enhedslønomkostninger	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,6
Lønsum pr. ansat	1,3	1,7	2,1	2,4	1,3	1,8	2,1	2,4
Arbejdskraftsproduktivitet	0,3	0,5	0,8	0,9	0,4	0,7	0,7	0,8
Offentlig budgetsaldo (i pct. af BNP)	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9
Strukturel budgetsaldo (i pct. af BNP) <sup>5)</sup>	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1
Den offentlige sektors bruttogæld (i pct. af BNP)	89,2	87,9	86,4	84,7	89,3	88,0	86,4	84,5
Betalingsbalancens løbende poster (i pct. af BNP)	3,4	2,8	2,8	2,9	3,4	3,1	3,2	3,3

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.

 Intervallerenes 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 regeringens 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 cykliske 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 Månedsoversigten for september 2014.

## Boks 3

### Følsomhedsanalyser

---

**Fremskrivninger baseres i stor udstrækning på tekniske antagelser om udviklingen i en række centrale variabler.** Da nogle af disse variabler 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 visse centrale underliggende antagelser, samt fremskrivningernes følsomhed i forhold til disse variabler.

#### 1) En alternativ udvikling i oliepriserne

**Alternative olieprismodeller peger på en risiko for, at oliepriserne bliver højere 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 en ret flad kurve for oliepriserne, hvor prisen på Brent-råolie ligger omkring 51,5 dollar pr. tønde indtil slutningen af 2019. Denne udvikling stemmer overens med en moderat stigning i den globale efterspørgsel efter olie, et scenario, som er forbundet med en tiltagende genopretning i den globale økonomi. Den seneste forlængelse af OPEC-aftalen har ikke hidtil ført til en stigning i kurven for olieprisfutures, hvilket sandsynligvis skyldes olielagrene, som er tæt på et rekordhøjt niveau, den mulige stigning i produktionen af skiferolie og bekymringer om, hvorvidt nogle af de største olieproducenter måske ikke vil overholde aftalen. En kombination af andre modeller, som Eurosystemets stab<sup>5</sup> anvender til at forudsige oliepriserne i fremskrivningsperioden, peger for tiden i retning af en højere oliepris, end det fremgår af de tekniske antagelser. Virkeliggørelsen af en alternativ udvikling, hvor oliepriserne var 7.2 pct. højere end i basisscenariet for 2019, ville dæmpe væksten i realt BNP marginalt, samtidig med at den ville medføre en hurtigere stigning i HICP-inflationen (med 0,1 procentpoint i 2018 og 0,2 procentpoint i 2019).

#### 2) En alternativ udvikling i valutakursen

**Denne følsomhedsanalyse undersøger, som illustration, effekten af en svagere udvikling i eurokursen i forhold til basisscenariet.** Risiciene for en depreciering af eurokursen skyldes hovedsagelig en større forskel mellem den pengepolitik, der føres på de to sider af Atlanten, end forventet på nuværende tidspunkt. Især kan en hurtigere end forventet stigning i federal fondsrenten i USA lægge et yderligere forstærket nedadrettet pres på euroen. Dette kan navnlig afspejle stigende inflationsforventninger i USA i en situation med ekspansive finanspolitikker og et stramt arbejdsmarked, når usikkerheden om den nye amerikanske regerings politik aftager. Den alternative udvikling i eurokursen er udledt af 25 pct.-fraktilen af den fordeling, som fremgår af de risikoneutrale tætheder (risk-neutral densities), udledt ved optioner, for USD/EUR-kursen 16. maj 2017. Denne udvikling indebærer en gradvis depreciering af euroen over for den amerikanske dollar til en kurs på 1,06 USD/EUR i 2019, hvilket er ca. 3 pct. under basisscenariet for dette år. De tilsvarende antagelser om den nominelle effektive eurokurs afspejler tidligere forløb, hvorved ændringer i USD/EUR-kursen svarer til ændringer i den effektive valutakurs med en elasticitet på ca. 52 pct. Denne antagelse giver en gradvis nedadrettet divergens i den effektive eurokurs fra basisscenariet, som medfører, at den når et niveau 1,8 pct. under basisscenariet i 2019. I dette

---

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

scenario peger gennemsnittet af resultaterne af en række af stabens makroøkonomiske modeller i retning af, at HICP-inflationen og BNP-væksten bliver 0,1 og 0,2 procentpoint højere i henholdsvis 2018 og 2019.

## Boks 4

### Prognoser udarbejdet af andre organisationer

**En række internationale organisationer og private institutioner udarbejder prognoser for euroområdet.** Disse prognoser kan imidlertid ikke sammenlignes direkte, hverken indbyrdes eller med Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger, idet de er afsluttet på forskellige tidspunkter. De anvender desuden forskellige (delvist uspecificerede) metoder til at udlede antagelser om budgetvariabler samt finansielle og eksterne variabler, herunder priser på olie og andre råvarer. Endelig anvendes forskellige metoder til at korrigere for antal arbejdsdage i de forskellige prognoser (se tabellen).

**Som det fremgår af tabellen ligger andre institutioners foreliggende prognoser for væksten i realt BNP og HICP-inflationen generelt inden for de opstillede intervaller omkring Eurosystemets stabs fremskrivninger (vist i parentes i tabellen).**

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

(Årlige ændringer i procent)

	Offentliggjort	BNP-vækst			HICP-inflation		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Fremskrivninger udarbejdet af Eurosystemets stab	Juni 2017	1,9 [1,6 - 2,2]	1,8 [0,8 - 2,8]	1,7 [0,6 - 2,8]	1,5 [1,4 - 1,6]	1,3 [0,6 - 2,0]	1,6 [0,7 - 2,5]
Europa-Kommissionen	Maj 2017	1,7	1,8	-	1,6	1,3	-
OECD	Juni 2017	1,8	1,8	-	1,7	1,4	-
Euro Zone Barometer	Maj 2017	1,8	1,7	1,5	1,7	1,5	1,7
Consensus Economics Forecast	Maj 2017	1,7	1,6	1,4	1,6	1,4	1,7
Survey of Professional Forecasters	April 2017	1,7	1,6	1,5	1,6	1,5	1,7
IMF	April 2017	1,7	1,6	1,6	1,7	1,5	1,6

Kilder: Europa-Kommissionens økonomiske forårsprognose 2017; IMF, World Economic Outlook, april 2017; OECD, Economic Outlook, juni 2017; Consensus Economics Forecasts, maj 2017; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, maj 2017; og ECB's Survey of Professional Forecasters, april 2017.

Noter: Både de makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdet af Eurosystemets og ECB's stab og OECD's prognoser opgiver årlige vækstrater, der er korrigeret for antal arbejdsdage pr. år, hvilket ikke gælder de årlige vækstrater, som opgives af Europa-Kommissionen og IMF. I andre prognoser bliver det ikke præciseret, om de opgivne data er korrigeret for antal arbejdsdage.

#### © Den Europæiske Centralbank, 2017

Postadresse: 60640 Frankfurt am Main, Tyskland

Telefon: +49 69 1344 0

Websted: [www.ecb.europa.eu](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-17-001-DA-N (pdf)