



Juni 2018

Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet¹

Selv om den økonomiske vækst i euroområdet var svagere end forventet i begyndelsen af året, ventes den ifølge fremskrivningerne at forblive solid og at fortsætte i et tempo, der er over potentialet. På linje med tidligere fremskrivninger ventes væksten i realt BNP gradvis at aftage i løbet af fremskrivningsperioden fra 2,1 pct. i 2018 til 1,7 pct. i 2020², efterhånden som en række understøttende faktorer langsomt aftager. HICP-inflationen forventes hvert år i fremskrivningsperioden at blive på 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, som opvejes af en gradvis stigende HICP-inflation ekskl. energi og fødevarer, i takt med at kapacitetsbegrænsningerne bliver mere restriktive.

1 Realøkonomien

Nedgangen i væksten i realt BNP i 1. kvartal 2018 afspejlede delvis midlertidige faktorer, men tyder også på, at nedgangen er kommet hurtigere end tidligere forventet. Efter fire kvartaler i træk med en kraftig vækst på 0,7 pct. i 2017 aftog væksten i realt BNP til 0,4 pct. i 1. kvartal 2018. Denne nedgang skyldes delvis en række midlertidige faktorer, herunder dårlige vejrforhold, strejker i visse lande i euroområdet og et usædvanlig højt sygefravær i forbindelse med et udbrud af sæsoninfluenza i Tyskland. Desuden kan den negative effekt af den tidligere appreciering af euroen have været kraftigere end forventet, og begrænsninger i arbejdskraftudbuddet kan være blevet bindende hurtigere end forventet. Endelig kan nedgangen også afspejle en tilbagegang fra den meget kraftige vækst, der blev observeret i 2017.

¹ Disse makroøkonomiske fremskrivninger, som er udarbejdet af Eurosystemets stab, indgår i Styrelsesrådets vurdering af den økonomiske udvikling og de forhold, der udgør en risiko for prisstabiliteten. Fremskrivninger udarbejdet af ECB's eller Eurosystemets stab er hverken godkendt af Styrelsesrådet eller afspejler nødvendigvis Styrelsesrådets synspunkter på udsigterne for euroområdet. Information om de anvendte procedurer og metoder findes i *A guide to Eurosystem/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 22. maj 2018 (se boks 1). Skæringsdatoen for at inkludere anden information i disse fremskrivninger var 31. maj 2018. De aktuelle makroøkonomiske fremskrivninger dækker perioden 2018-20. Ved fortolkningen af dem bør der tages højde for, at en så langvarig fremskrivningsperiode er forbundet med meget stor usikkerhed. Se artiklen *An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections* i ECB Månedsoversigt for maj 2013.

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

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

I de kommende par kvartaler ventes der imidlertid en fortsat robust vækst i realt BNP, hvilket er i overensstemmelse med den stadig høje erhvervs- og forbrugertillid. Efter et markant fald i 1. kvartal 2018 stabiliseredes erhvervs- og forbrugertilliden i april og maj og forblev herved på et historisk højt niveau. Selv om visse indikatorer, som er offentliggjort efter skæringsdatoen, har været en smule svagere end forventet, er de stadig stort set på linje med den forventede udvikling i væksten.

Tabel 1

Makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet¹⁾

(årlige ændringer i procent)

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

1) Realt BNP og komponenter bygger på data, der er korrigeret for antal arbejdsdage. Eurostats offentliggørelse den 7. juni 2018 vedrørende BNP og dets hovedkomponenter (offentliggjort efter skæringsdatoen) viser en vækst i realt BNP, korrigeret for antal arbejdsdage, på 2,6 pct. i 2017.

2) Intervallerne omkring fremskrivningerne er baserede på forskellene mellem den faktiske udvikling og tidligere fremskrivninger, der er blevet udarbejdet over en årrække.

Intervallerne bredde er to gange den gennemsnitlige absolutte værdi af disse forskelle. Metoden, som er anvendt til at beregne intervallerne, og som indbefatter en korrektion for ekstraordinære begivenheder, er beskrevet i *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, ECB, december 2009, der findes på ECB's websted.

3) Omfatter samhandlen i euroområdet.

4) Delindekset er baseret på skøn over afgifters reelle effekt. Dette kan afvige fra Eurostats data, som antager et fuldstændigt og umiddelbart gennemslag af skatteeffekten på HICP.

5) Beregnet som den offentlige budgetsaldo fratrukket den midlertidige effekt af den økonomiske konjunktur og regeringernes midlertidige foranstaltninger (læs mere om ESCB's fremgangsmåde i *Working Paper Series*, nr. 77, ECB, september 2001, og *Working Paper Series*, nr. 579, ECB, januar 2007). Fremskrivningen af den strukturelle saldo er ikke udledt af et samlet mål for produktionsgab. Ifølge ESCB's metode beregnes de konjunkturrelle 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 fortsat vækst stadig til stede. En række gunstige faktorer ventes fortsat at støtte den private

efterspørgsel. ECB's meget lempelige pengepolitik slår stadig igennem i økonomien. Væksten i långivningen til den private sektor stiger stadig som følge af lave renter og bankernes gunstige udlånsvilkår. Mindre behov for nedgearing vil også bidrage til dynamikken i de private udgifter. Hertil kommer, at det private forbrug og boliginvesteringerne bør nyde godt af de sunde arbejdsmarkedsforhold og stigende formuer. Samtidig vil erhvervsinvesteringerne fortsætte væksten, hvilket også afspejler en stigende indtjening i sammenhæng med stigende efterspørgselspres og høj kapacitetsudnyttelse. Euroområdet forventes at forblive robust, idet den understøttes af den igangværende stigning i den globale økonomiske aktivitet og en tilsvarende vækst i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet.

Væksten i realt BNP ventes dog at aftage gradvis i løbet af fremskrivningsperioden, i takt med at nogle af de understøttende faktorer gradvis bliver svagere. Virkningen af tidligere pengepolitiske tiltag forventes gradvis at mindskes i fremskrivningsperioden. Et fald i væksten i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet forventes at dæmpe eksportvæksten. Beskæftigelsesvæksten forventes også at aftage, hvilket delvis er forbundet med manglen på arbejdskraft i nogle eurolande, som i stigende grad virker begrænsende. Desuden forventes væksten i det private forbrug at aftage, hvilket afspejler en normalisering af opsparingskvoten fra et lavt niveau i forbindelse med den konjunkturrelaterede vækst i nogle lande i euroområdet.

Væksten i den disponible realindkomst forventes at blive styrket i 2018 og 2019 – på baggrund af højere lønninger og nedsættelser af de direkte skatter – for derefter at aftage i 2020. Bruttolønnens bidrag til væksten i den disponible indkomst forventes – drevet af en kraftigere lønvækst – at stige markant i 2018, for derefter at aftage noget i resten af perioden, idet yderligere stigninger i den nominelle lønvækst ikke helt kan opveje virkningen af den aftagende beskæftigelsesvækst. Væksten i anden personindkomst ventes at stige marginalt på linje med den stigende indtjening. Bidraget fra finanspolitiske nettooverførsler forventes at blive mindre negativt i 2018 og 2019 på baggrund af nedsættelser af sociale bidrag og direkte skatter for derefter at blive mere negativt i 2020. Overordnet forventes sammensætningen af væksten i den disponible realindkomst at blive mindre gunstig for husholdningernes forbrug, idet forbruget typisk reagerer noget kraftigere på yderligere indkomst, der er relateret til beskæftigelsesvækst, end på ændringer i reallønningerne.

Det private forbrug ventes at blive den vigtigste drivkraft for væksten i fremskrivningsperioden. En positiv forbrugertillid, forventninger om yderligere forbedringer af arbejdsmarkedsforholdene og stigende reallønninger pr. ansat tyder på en solid forbrugsvækst i de næste par kvartaler. Væksten i det private forbrug ventes imidlertid at blive noget mindre end væksten i den disponible realindkomst i fremskrivningsperioden, idet husholdningerne sandsynligvis vil begynde at opspare en større del af deres indkomst.

Væksten i det private forbrug bør blive understøttet af bankernes forbedrede udlånsvilkår, forstærket af ECB's pengepolitiske foranstaltninger og fremskridt med hensyn til nedgearing. Selv om de lave renter har påvirket både husholdningernes renteindtægter og -udgifter, er der en tendens til, at de er mere

fordelagtige for nettolåntagere end for 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 desuden understøtte forbruget.

I løbet af fremskrivningsperioden forventes husholdningernes opsparingskvote at stige gradvis fra et historisk lavt niveau. Opsparingskvoten er faldet på det seneste, primært som følge af forbedringen af husholdningernes økonomiske og finansielle situation, en vis afvikling af ophobet efterspørgsel, som skyldes, at store indkøb er blevet udskudt, og effekten af de meget lave renter på husholdningernes opsparingstilbøjelighed. Opsparingskvoten ventes at stige i løbet af fremskrivningsperioden, hovedsagelig som følge af en normalisering i forbindelse med den konjunkturrelaterede vækst. Husholdningerne forventes desuden at forøge deres opsparingskvote som følge af direkte skattelettelser i nogle lande.

Boks 1

Tekniske antagelser om renter, valutakurser og råvarepriser

Sammenlignet med marts 2018-fremskrivningerne omfatter de tekniske antagelser en svagere eurokurs, især over for den amerikanske dollar, højere oliepriser i amerikanske dollar og lavere renter. De tekniske antagelser om renter og råvarepriser bygger på markedsforventninger med skæringsdato 22. maj 2018. De korte renter refererer til 3-måneders EURIBOR, hvor markedsforventningerne er udledt af futuresrenten. Metoden giver et gennemsnitligt niveau for de korte renter på -0,3 pct. i 2018, -0,2 pct. i 2019 og 0,2 pct. i 2020. Markedsforventningerne til den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet peger i retning af en gennemsnitlig rente på 1,2 pct. i 2018, 1,5 pct. i 2019 og 1,7 pct. i 2020.³ Sammenlignet med marts 2018-fremskrivningerne er markedsforventningerne til den korte rente blevet nedjusteret med 10 basispoint i 2019 og 20 basispoint i 2020, mens den lange rente er blevet nedjusteret med ca. 15 basispoint i fremskrivningsperioden.

For så vidt angår råvarepriserne, antages prisen på en tønde Brent-råolie på grundlag af et gennemsnit af udviklingen på futuresmarkederne i den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen 22. maj 2018, at stige fra 54,4 USD i 2017 til 74,5 USD i 2018 og at falde til 73,5 USD i 2019 og 68,7 USD i 2020. Denne udvikling indebærer, at oliepriserne i amerikanske dollar bliver 14,6 pct. højere i 2018, 20,2 pct. højere i 2019 og 17,7 pct. højere i 2020 i forhold til marts 2018-fremskrivningerne. Priserne på råvarer ekskl. energi i amerikanske dollar antages at stige betydeligt i 2018 og noget mere moderat derefter.⁴

De bilaterale valutakurser antages at forblive uændrede i fremskrivningsperioden på det gennemsnitlige niveau for den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen 22. maj 2018.

³ Antagelsen om den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet er baseret på den vægtede gennemsnitlige rente på landenes 10-årige benchmarkobligation, vægtet i forhold til årlige BNP-tal og forlænget med terminsudviklingen, som udledes af ECB's 10-årige par-rente fra rentekurven for alle obligationer i euroområdet, hvor den indledende forskel mellem de to serier er holdt konstant i fremskrivningsperioden. Spændene mellem landespecifikke statsobligationsrenter og det tilsvarende euroområdegennemsnit antages at være konstant i fremskrivningsperioden.

⁴ Antagelser om råvarepriser på olie og fødevarer er baseret på futureskontrakter indtil udgangen af fremskrivningsperioden. Priserne på andre råvarer ekskl. energi og fødevarer antages at følge futureskontrakterne indtil 2. kvartal 2019 for derefter at udvikle sig på linje med den globale økonomiske aktivitet.

Dette indebærer en gennemsnitlig kurs på 1,20 USD pr. euro i 2018 og på 1,18 USD pr. euro i 2019-20 sammenlignet med 1,24 USD i marts 2018-fremskrivningerne. Den effektive eurokurs (i forhold til 38 handelspartnere) er 0,3 pct. lavere, end det fremgik af marts 2018-fremskrivningerne.

Tekniske antagelser

| | Juni 2018 | | | | Marts 2018 | | | |
|---|-----------|------|------|------|------------|------|------|------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| 3-måneders EURIBOR (i pct., pr. år) | -0,3 | -0,3 | -0,2 | 0,2 | -0,3 | -0,3 | -0,1 | 0,4 |
| 10-årige statsobligationsrenter (i pct., pr. år) | 1,0 | 1,2 | 1,5 | 1,7 | 1,0 | 1,3 | 1,6 | 1,9 |
| Oliepris (USD/pr. tønde) | 54,4 | 74,5 | 73,5 | 68,7 | 54,4 | 65,0 | 61,2 | 58,3 |
| Råvarepriser, ekskl. energi, i USD (årlige ændringer i pct.) | 7,9 | 9,3 | 2,5 | 4,1 | 7,9 | 7,4 | 3,2 | 4,5 |
| USD/EUR-kurs | 1,13 | 1,20 | 1,18 | 1,18 | 1,13 | 1,23 | 1,24 | 1,24 |
| Nominel effektiv eurokurs (EER38) (årlige ændringer i pct.) | 2,2 | 4,4 | -0,1 | 0,0 | 2,2 | 4,5 | 0,1 | 0,0 |

Stigningen i boliginvesteringerne forventes at fortsætte, om end i et langsommere tempo end de seneste to år.

Væksten i boliginvesteringerne aftog i 2. halvår 2017, i takt med at byggeriet i nogle eurolande i stigende grad begyndte at opleve begrænsende faktorer, navnlig mangel på arbejdskraft. De vigtigste betingelser for et yderligere opsving i boliginvesteringerne er stadig til stede i fremskrivningsperioden, hvor 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 væksten dog at blive dæmpet af kapacitetsbegrænsninger i byggeriet, som i stigende grad er bindende, en smule strammere finansieringsforhold og en ugunstig demografisk udvikling.

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

En række faktorer forventes fortsat at understøtte erhvervsinvesteringerne. Erhvervstilliden er således fortsat meget høj på baggrund af de positive forventninger til produktionen 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, og indtjeningen forventes at stige i en allerede kapitalstærk sektor af ikke-finansielle selskaber. Desuden har den kraftige stigning i aktiekurserne, der er observeret de seneste år, 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 ikke faldet nær så meget og befinder sig nu på niveauet før krisen. Den gradvise opbremsning i erhvervsinvesteringerne i fremskrivningsperioden afspejler også den generelle nedgang i både den indenlandske og udenlandske efterspørgsel.

Boks 2

Internationale forhold

Selv om den globale økonomiske vækst er fortsat, peger de seneste data i retning af en let aftagende vækst. Stigende renter, volatilitet på aktiemarkedet og apprecieringen af den amerikanske dollar har bidraget til strammere finansielle forhold – hvor nogle vækstmarkedsøkonomier har oplevet udpræget stress på de finansielle markeder i de seneste uger. Stigningen i olieprisen har lagt en dæmper på udsigterne i de olieimporterende økonomier. På kort sigt er de globale udsigter imidlertid stadig grundlæggende solide. De avancerede økonomier drager fordel af en lempelig pengepolitik, mens navnlig USA har nydt godt af de betydelige amerikanske stimulerende finansielle tiltag. Eksportorienterede økonomier er blevet støttet af den fornyede fremgang i verdenshandlen, og råvareeksporterende lande understøttes af stigende råvarepriser. På trods af den stigende bekymring om protektionisme vil de toldforhøjelser, der er gennemført indtil nu (på USA's import af stål og aluminium), sandsynligvis kun have en mindre direkte makroøkonomisk effekt, selv om den generelle tendens i retning af større protektionisme kan påvirke tilliden blandt investorerne negativt. På mellemlangt sigt forventes aktiviteten at aftage, i takt med at konjunkturcyklerne modnes i de avancerede økonomier, og den politiske støtte gradvis mindskes. Kinas omstilling til lavere vækst, som er mindre afhængig af politiske stimuli, vil sandsynligvis påvirke udsigterne negativt. Desuden har de råvareeksporterende økonomier stadig behov for finanspolitisk konsolidering, selv om de er ved at rette sig. Overordnet set ventes væksten i den globale aktivitet (ekskl. euroområdet) at stige fra 3,8 pct. i 2017 til 4,0 pct. i 2018 for derefter at aftage til 3,7 pct. i 2020. Sammenlignet med marts 2018-fremskrivningerne er den globale BNP-vækst blevet nedjusteret med 0,1 procentpoint i 2018 og 2019. I 2018 afspejler dette mere afdæmpede data ved årets begyndelse i de avancerede økonomier, og i 2019 afspejler det svagere udsigter i nogle af vækstmarkedsøkonomierne.

Internationale forhold

(årlige ændringer i procent)

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

1) Beregnet som et vægtet gennemsnit af importen.

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

Efter en kraftig vækst i 2017 peger indikatorer for verdenshandlen i retning af en beskeden nedgang i de første måneder af 2018. På trods heraf bør den fortsatte konjunkturudvikling på kort sigt støtte verdenshandlen og mere end opveje de negative virkninger af toldforhøjelserne i USA og Kina. I takt med at de cykliske kræfter aftager, forventes verdenshandlen dog at vokse knap så kraftig og at stige stort set i overensstemmelse med aktiviteten på mellemlangt sigt. Væksten i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet forventes at blive på 5,2 pct. i 2018 og at aftage til 3,7 pct. i 2020. Sammenlignet med marts 2018-fremskrivningerne er den årlige vækst i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet blevet opjusteret med 0,5 procentpoint i 2018 på baggrund af en opjustering af data fra 4. kvartal 2017, som opvejer en lidt svagere vækst i den globale import i begyndelsen af 2018. Væksten i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet er blevet opjusteret en anelse i 2019 og 2020, primært som følge af forventninger om en mere handelsintensiv vækst i nogle central- og østeuropæiske økonomier.

Væksten i eksporten til lande uden for euroområdet ventes at blive dæmpet af den tidligere apreciering af euroen sammen med en aftagende udenlandsk efterspørgsel. På grund af den tidligere apreciering af euroen forventes eksporten til lande uden for euroområdet i de kommende kvartaler at vokse langsommere end den udenlandske efterspørgsel i euroområdet, hvilket indebærer et mindre af eksportmarkedsandele. 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 importvæksten ventes at aftage mindre end eksportvæksten, ventes bidraget fra nettohandlen til den økonomiske vækst – der var meget positivt i 2017 – kun at blive marginalt positivt i fremskrivningsperioden.

Beskæftigelsesvæksten ventes at aftage, i takt med at manglen på arbejdskraft i stigende grad forventes at blive et problem i nogle lande. Antallet af beskæftigede i euroområdet steg 0,3 pct. i 4. kvartal 2017 og skønnes at være steget yderligere i 1. kvartal 2018. Den seneste styrke i beskæftigelsesvæksten 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 ventes virkningen af visse gunstige midlertidige faktorer (fx stimulerende finanspolitiske tiltag i visse lande i euroområdet) gradvis at aftage, og væksten i den offentlige beskæftigelse ventes at falde i nogle lande. Manglen på arbejdskraft antages derefter at blive større i nogle lande.

Væksten i arbejdsstyrken ventes i stigende grad at blive dæmpet af knaphed på udbudssiden. Arbejdsstyrken ventes fortsat at vokse i fremskrivningsperioden som følge af nettoindvandring af arbejdstagere, den forventede integration af flygtninge og en yderligere stigning i erhvervsfrekvensen. På trods heraf ventes disse positive effekter gradvis at blive mere end opvejet af virkningen af befolkningens aldring, i takt med at ældre arbejdstagere forlader arbejdsstyrken i et højere antal end de yngre arbejdstagere, der bliver en del af den, og fordi ældre arbejdstagere har en lavere erhvervsfrekvens (selv om sidstnævnte forventes at stige noget).

Arbejdsløshedsprocenten forventes at falde til 7,3 pct. i 2020.

Arbejdsløshedsprocenten faldt til 8,6 pct. i 1. kvartal 2018, hvilket er det laveste niveau siden slutningen af 2008. Fremover ventes antallet af arbejdsløse fortsat at falde betydeligt og at nærme sig lavpunktet før krisen.

Væksten i arbejdskraftsproduktiviteten vil som en afspejling af konjunkturforløbet på dette område blive fastholdt. Arbejdskraftsproduktiviteten steg med 0,9 pct. i 2017. Fremadrettet tyder den ovennævnte nedgang i beskæftigelsen, den stigende kapitaludnyttelse i sammenhæng med en faldende uudnyttet kapacitet, det højere antal arbejdstimer pr. person og en vis fremgang i den totale faktorproduktivitet på, at væksten i arbejdskraftsproduktiviteten pr. ansat stort set vil blive fastholdt i fremskrivningsperioden. Den forventes dog at forblive marginalt under gennemsnittet før krisen på 1,0 pct.

Væksten i realt BNP forventes at forblive over den potentielle vækst i fremskrivningsperioden. Produktionspotentialet, der er blevet understøttet af stigende bidrag fra kapital og totalfaktorproduktivitet, anslås at være steget noget de seneste år. Ved slutningen af fremskrivningsperioden forventes stigningen i den potentielle vækst – selv om den stadig halter efter den faktiske vækst i realt BNP – at blive en anelse lavere end før krisen. 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.

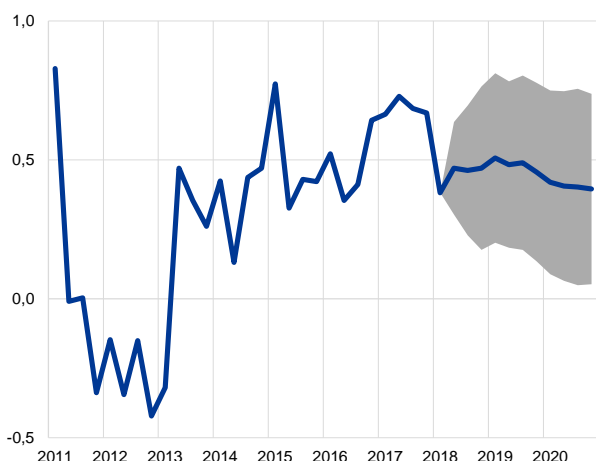
Sammenlignet med marts 2018-fremskrivningerne er væksten i realt BNP blevet nedjusteret for 2018 og er stort set uændret for 2019-20. Nedjusteringen for 2018 skyldes hovedsagelig, at væksten i realt BNP i 1. kvartal 2018 var svagere end tidligere forventet.

Figur 1
Makroøkonomiske fremskrivninger¹⁾

(kvartalsvise observationer)

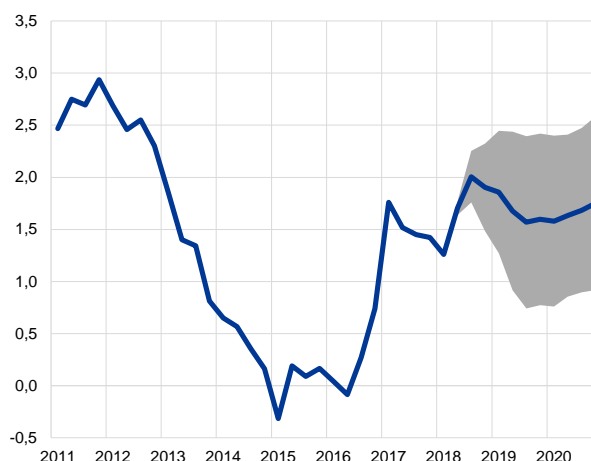
Realt BNP i euroområdet²⁾

(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. 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 ventes at forblive på 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. Selv om HICP-energiinflationen forventes at blive styrket i de kommende måneder som følge af de seneste olieprisstigninger og en række opadrettede basiseffekter, bør den fra udgangen af 2018 til midten af 2019 falde brat på grund af kraftige nedadrettede basiseffekter. Derefter forventes den at bidrage negativt til den samlede HICP-inflation og at afspejle den nedadrettede udvikling i kurven for olieprisfutures, trods visse opadrettede effekter fra energiafgifter. HICP-fødevarerinflationen ventes at

forblive stort set uændret på ca. 2,0 pct. i løbet af fremskrivningsperioden. HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer ventes at stige, i takt med at udbudsbegrænsninger bliver stadig mere restriktive. Navnlig forventes det, at det stadig strammere arbejdsmarked som følge af mærkbare begrænsninger i arbejdskraftudbuddet i nogle lande vil presse lønvæksten op – på grund af temmelig svage udsigter for arbejdskraftsproduktiviteten – og at de deraf følgende højere enhedslønsmkostninger i hvert fald delvis vil blive overvæltet på priserne. En vis yderligere opadrettet effekt på HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer forventes at komme fra den eksterne prisudvikling, i takt med at tidligere olieprisstigninger og de antagede stigninger i råvarepriserne ekskl. energi påvirker denne inflationskomponent indirekte. HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer ventes gradvis at stige til 1,9 pct. i 2020.

Lønvæksten forventes at stige markant i fremskrivningsperioden, i takt med at arbejdsmarkedene strammes, og foranstaltninger, der gennem de seneste par år har dæmpet lønvæksten i nogle lande, udløber. Væksten i lønsum pr. ansat forventes at stige fra 1,6 pct. i 2017 til 2,7 pct. i 2020.⁵ Væksten i enhedslønsmkostninger forventes at stige i samme omfang som væksten i lønsum pr. ansat på grund af den stort set uændrede produktivitetsvækst i fremskrivningsperioden. Den primære drivkraft bag stigningen i lønvæksten er den ventede yderligere forbedring af arbejdsmarkedsforholdene i euroområdet som følge af et stadig strammere arbejdsmarked og en udtalt mangel på arbejdskraft i nogle dele af euroområdet. Resultatet af de seneste lønforhandlinger i flere lande i euroområdet tyder på et gunstigt vækstmomentum for lønningerne, i takt med at den uudnyttede kapacitet mindskes. Ud over konjunkturudviklingen kan den betydelige stigning i den samlede inflation i 2017, sammenlignet med de tre foregående år, også forventes at bidrage til en stigning i lønvæksten i de eurolande, hvor løndannelsen bygger på elementer af bagudrettet indeksering. Hertil kommer, at kriserelaterede faktorer, der havde en dæmpende effekt på lønningerne, fx behovet for løntilbageholdenhed for at genvinde priskonkurrenceevne i nogle lande og den ophobede løntilbageholdenhed i relation til 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 i løbet af fremskrivningsperioden. De ventede stigninger i væksten i enhedslønsmkostninger samt i nettoafgifter pr. enhed forventes dog – navnlig henimod slutningen af fremskrivningsperioden – at begrænse avancernes væksttempo på grund af virksomhedernes begrænsede "pricing power".

Det eksterne prispres forventes at forblive positivt, men bør aftage i løbet af fremskrivningsperioden. Importdeflatoren steg kraftigt i 2017 og afspejler stigende

⁵ En midlertidig afmatning, som forventes i 2019, afspejler gennemførelsen af en finanspolitisk foranstaltning i Frankrig, hvor en skattegodtgørelse (CICE) omlægges til en permanent nedsættelse af arbejdsgivernes sociale bidrag. Da nedgangen i væksten i lønsum pr. ansat og enhedslønsmkostningerne stort set opvejes af en tilsvarende stigning i avancerne, forventes effekten på prisfastsættelsen at blive begrænset.

olie- og råvarepriser. Udviklingen i importpriserne bør aftage i løbet af fremskrivningsperioden. Dette afspejler en nedgang i oliepriserne og den tidligere appreciering af euroen, som vil begrænse virkningen af de stigende priser på råvarer ekskl. olie og det gradvis stigende underliggende globale prispress i tilknytning til, at den uudnyttede kapacitet mindskes på globalt plan.

Sammenlignet med marts 2018-fremskrivningerne er udsigten for HICP-inflationen blevet opjusteret betydeligt for 2018 og 2019. Den markante opjustering af antagelsen om oliepriserne i amerikanske dollar sammen med deprecieringen af euroen over for dollaren indebærer en kraftig opjustering af udsigterne på kort sigt for inflationen i forbrugernes energipriser. HICP-inflationen, ekskl. energi og fødevarer, er blevet opjusteret en anelse for 2019 og 2020 på grund af forsinkede opadrettede indirekte effekter fra olieprisstigninger og små opadrettede justeringer af væksten i lønsum pr. ansat.

3 Finanspolitiske udsigter

Finanspolitikken i euroområdet forventes at blive marginalt ekspansiv i 2018 og i gennemsnit stort set neutral i perioden 2019-20. Virkningen måles som ændringen i den konjunkturkorregerede primære saldo fratrukket offentlig støtte til den finansielle sektor. I 2018 er den ekspansive finanspolitik primært drevet af nedsættelser af direkte skatter og sociale bidrag samt antagelsen om en mere dynamisk vækst i de offentlige udgifter. I 2019-20 ventes finanspolitikken i gennemsnit at blive neutral, idet yderligere nedsættelser af direkte skatter og sociale bidrag ventes at blive opvejet af en mere afdæmpet vækst i de offentlige udgifter.

I fremskrivningsperioden ventes både det offentlige underskud og gældskvoterne at falde. Fremskrivningen af finanspolitikken medfører et gradvist fald i det offentlige underskud i fremskrivningsperioden, som hovedsagelig skyldes en forbedring i den cykliske komponent og et fald i rentebetalingerne, der delvis opvejes af en lille forværring i den konjunkturkorregerede primære saldo. Den offentlige gæld i forhold til BNP forventes fortsat at falde i fremskrivningsperioden. Denne udvikling understøttes af et gunstigt forhold mellem renter og vækst⁶ og forbedringen af den primære saldo. Sammenlignet med marts 2018-fremskrivningerne, har udsigterne for underskuddet ikke ændret sig meget, mens gældens andel i forhold til BNP er blevet opjusteret en smule, hvilket primært skyldes et mindre gunstigt forhold mellem renter og vækst.

Boks 3

Følsomhedsanalyse

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

⁶ Forholdet er opgjort som forskellen mellem den nominelle effektive rente på gæld og den nominelle BNP-vækst.

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 en aftagende stigning i oliepriserne, hvor prisen på Brent-råolie bliver på ca. 67 USD pr. tønde ultimo 2020. Udviklingen inden for olieprisfutures stemmer overens med en robust vækst i den globale efterspørgsel efter olie, et scenario, der er forbundet med en tiltagende fremgang i den globale økonomi. Hvad angår udbuds faktorer, er det også sandsynligt, at priserne på olieprisfutures afspejler en nedadrettet effekt på oliepriserne, der skyldes væksten i produktionen af skiferolie i USA, som delvis opvejes af geopolitiske spændinger og aftalen mellem OPEC og nogle producenter uden for OPEC om at skære ned på produktionen. En kombination af andre modeller, som ECB's stab⁷ anvender til at forudsige oliepriserne i fremskrivningsperioden, peger i retning af højere oliepriser, end det fremgår af de tekniske antagelser. Virkeliggørelsen af en alternativ udvikling i oliepriserne, som er afledt af disse modeller, hvor oliepriserne i 2020 er 8,8 pct. højere end i basisscenariet, ville dæmpe væksten i realt BNP marginalt (med under 0,1 procentpoint i 2019 og 2020), samtidig med at den ville medføre en hurtigere stigning i HICP-inflationen (på op mod 0,1 procentpoint i 2019 og 0,2 procentpoint i 2020).

2) En alternativ udvikling i valutakursen

Denne følsomhedsanalyse undersøger effekterne af en styrkelse af eurokursen. En mulig risiko for en apreciering kommer fra et kraftigere end forventet økonomisk opsving i euroområdet, som fører til opadrettede inflationspres. Dette scenario er i overensstemmelse med fordelingen af de risikoneutrale tætheder (risk-neutral densities), udledt ved optioner, for USD/EUR-kursen 22. maj 2018, som i vid udstrækning peger i retning af en apreciering af euroen. 75 pct.-fraktilen af denne fordeling indebærer en apreciering af euroen over for den amerikanske dollar til en kurs på 1,36 USD/EUR i 2020, hvilket er 14,8 pct. over basisscenariet for dette år. Den tilsvarende antagelse om den nominelle effektive eurokurs afspejler tidligere 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 0,5 procentpoint lavere i 2019 og 0,3 procentpoint lavere i 2020. HICP-inflationen ville blive 0,5 procentpoint lavere i både 2019 og 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 Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger, idet de er afsluttet på forskellige

⁷ Se den kombination af fire modeller, der blev præsenteret i artiklen *Forecasting the price of oil*, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2015.

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 generelt inden for de opstillede intervaller omkring Eurosystemets stabs fremskrivninger (vist i parentes i tabellen).

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

(årlige ændringer i procent)

| | Offentliggjort | BNP-vækst | | | HICP-inflation | | |
|-------------------------------------|----------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|
| | | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Eurosystemets stabs fremskrivninger | Juni 2018 | 2,1 | 1,9 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 1,7 |
| | | [1,8 - 2,4] | [0,9 - 2,9] | [0,6 - 2,8] | [1,6 - 1,8] | [1,0 - 2,4] | [0,9 - 2,5] |
| Europa-Kommissionen | Maj 2018 | 2,3 | 2,0 | - | 1,5 | 1,6 | - |
| OECD | Maj 2018 | 2,2 | 2,1 | - | 1,6 | 1,8 | - |
| Euro Zone Barometer | Maj 2018 | 2,3 | 1,9 | 1,6 | 1,5 | 1,5 | 1,8 |
| Consensus Economics Forecast | Maj 2018 | 2,3 | 1,9 | 1,4 | 1,5 | 1,5 | 1,7 |
| Survey of Professional Forecasters | April 2018 | 2,4 | 2,0 | 1,6 | 1,5 | 1,6 | 1,7 |
| IMF | April 2018 | 2,4 | 2,0 | 1,7 | 1,5 | 1,6 | 1,8 |

Kilder: Europa-Kommissionens økonomiske forårsprognose 2018; IMF World Economic Outlook, april 2018; OECD Economic Outlook, maj 2018; Consensus Economics Forecasts, maj 2018; 2020-tallet for Consensus Economics stammer fra den langsigtede prognoseundersøgelse fra april 2018, MJEconomics for the Euro Zone Barometer, maj 2018 og ECB's Survey of Professional Forecasters, april 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 2529-4644 (pdf)

EU-katalognummer QB-CF-18-001-DA-N (pdf)