



# September 2017

## ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet<sup>1</sup>

*Den økonomiske vækst i euroområdet ventes at fortsætte i fremskrivningsperioden med vækstrater, der ligger et godt stykke over potentialet. Efter at være nået et toppunkt efter krisen på 2,2 pct. i 2017 ventes den årlige vækst i realt BNP i 2018 og 2019 i gennemsnit at blive på omkring 1,8 pct. Den meget lempelige pengepolitik, tidligere fremskridt i nedgearingen på tværs af sektorer og en fortsat forbedring på arbejdsmarkedet ventes at understøtte den indenlandske efterspørgsel. Samtidig ventes den globale genopretning, trods den seneste appreciering af euroen, at støtte euroområdets eksport.*

*Den samlede inflation forventes – hovedsagelig på grund af basiseffekter i energikomponenten – at falde på kort sigt for derefter at stige igen til 1,5 pct. i 2019. Selv om den underliggende inflation dæmpes af den seneste appreciering af eurokursen, ventes den at stige gradvist over tid som følge af den forventede absorbering af uudnyttet kapacitet.*

1

### Realøkonomien

#### **Gunstige tillidsindikatorer tyder på en fortsat robust økonomisk genopretning.**

Realt BNP steg med 0,6 pct. i 2. kvartal 2017. Stigningen var drevet af et stort bidrag fra den indenlandske efterspørgsel. Forbedringen af arbejdsmarkedsforholdene er fortsat i de seneste måneder, hvor arbejdsløsheden er faldet hurtigere end forventet. Da eksportvæksten forventes at normalisere sig efter den kraftige vækst i begyndelsen af 2017, bør væksten i realt BNP aftage en smule på kort sigt, idet den dog holder sig et godt stykke over den potentielle vækst, hvilket er i overensstemmelse med den høje erhvervs- og forbrugertillid.

#### **På mellemlangt sigt vil den indenlandske efterspørgsel – understøttet af de gunstige finansieringsvilkår og fremgangen på arbejdsmarkedene – fortsat**

<sup>1</sup> Disse makroøkonomiske fremskrivninger, som er udarbejdet af ECB's stab, indgår i Styrelsesrådets vurdering af den økonomiske udvikling og de forhold, der udgør en risiko for prisstabiliteten. Fremskrivninger udarbejdet af ECB's eller Eurosystemets stab er hverken godkendt af Styrelsesrådet eller afspejler nødvendigvis Styrelsesrådets synspunkter om udsigterne 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 14. august 2017 (se boks 1). Skæringsdatoen for at inkludere anden information i disse fremskrivninger var 21. august 2017 med undtagelse af de kvartalsvise nationalregnskaber for Spanien, der blev offentliggjort 24. august og er inkluderet. De aktuelle makroøkonomiske fremskrivninger dækker perioden 2017-19. 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.

**styrke vækstudsigterne.** På lidt længere sigt forventes en række gunstige faktorer fortsat at støtte det private forbrug og investeringsudgifterne i fremskrivningsperioden. ECB's meget lempelige pengepolitik slår stadig igennem i økonomien, og forventningerne til de fremtidige markedsrenter (som er indarbejdet i de tekniske antagelser i disse fremskrivninger) er fortsat lave i fremskrivningsperioden. Långivningen til den private sektor vokser stadig som følge af lave renter og bankernes gunstige udlånsvilkår. Det private forbrug bør blive understøttet af den løbende forbedring af arbejdsmarkedsforholdene. Erhvervsinvesteringerne vil fortsat stige, delvis som følge af en styrkelse af avancetillæg i sammenhæng med et aftagende behov for nedgearing og stigende efterspørgselspres. Boliginvesteringerne vil blive understøttet af positive udsigter for indkomsterne og finansieringsvilkårene samt af det lave afkast af alternative investeringer. Væksten bør også blive understøttet af fremgang uden for euroområdet med en styrkelse af den globale økonomiske aktivitet og en tilsvarende forbedring af den udenlandske efterspørgsel i euroområdet.

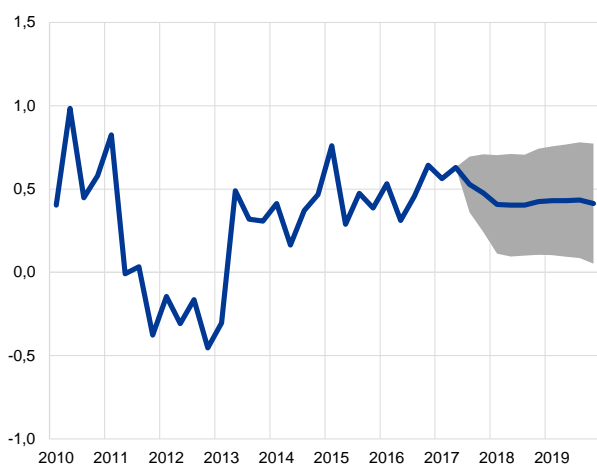
**Figur 1**

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

(Kvartalsvise observationer)

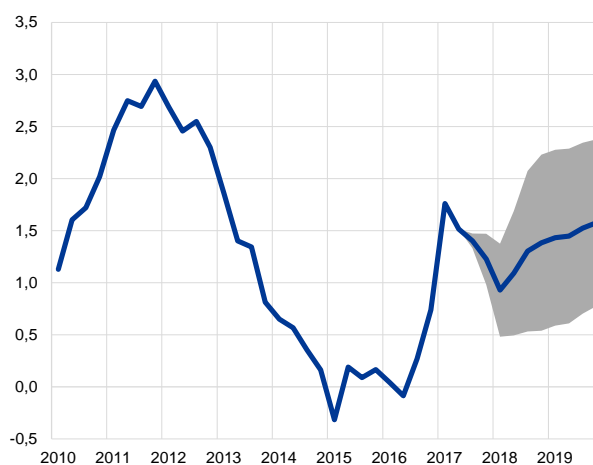
**Realt BNP i euroområdet<sup>2)</sup>**

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

2) Data korrigeret for antal arbejdsdage.

**Det private forbrug ventes at forblive robust i fremskrivningsperioden.** De seneste indikatorer for forbrugertilliden, der fortsat ligger et godt stykke over det langsigtede gennemsnit, tyder på et robust forbrug på kort sigt, som også understøttes af den løbende fremgang på arbejdsmarkedet. På mellemlangt sigt ventes det private forbrug at udvikle sig stort set i takt med væksten i den disponible realindkomst.

**Væksten i den nominelle disponible indkomst ventes at blive styrket i fremskrivningsperioden, selv om en stigning i inflationen sandsynligvis vil begrænse væksten i husholdningernes reale købekraft.** Bruttolønningernes

bidrag til væksten i den nominelle disponible indkomst ventes at forblive forholdsvis stabilt i fremskrivningsperioden, idet en lavere beskæftigelsesvækst stort set udlignes af en stigende vækst i lønsum pr. ansat. Væksten i anden personindkomst ventes at blive positiv, idet den afspejler en positiv udvikling i overskud og formueindkomst. Selv om væksten i den disponible realindkomst er aftaget på det seneste, forventes den at blive styrket noget og at forblive robust i fremskrivningsperioden.

**Væksten i det private forbrug bør også blive understøttet af bankernes forbedrede udlånsvilkår, der yderligere forstærkes af ECB's pengepolitiske foranstaltninger og de fremskridt, der er opnået med hensyn til nedgearing.**

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

**Husholdningernes opsparingskvote forventes at forblive stort set uændret i fremskrivningsperioden.** Denne brede stabilitet i opsparingskvoten i euroområdet dækker over modsatrettede faktorer. Der er nedadrettede pres fra den faldende arbejdsløshed (der indebærer lavere opsparing af forsigtighedshensyn), forbedrede kreditvilkår og lave renter, hvorimod det fortsatte behov for at mindske bruttogælden og udjævningen af forbruget i forbindelse med det cykliske opsving resulterer i opadrettede pres.

## **Boks 1** Tekniske antagelser om renter, valutakurser og råvarepriser

---

**Sammenlignet med juni 2017-fremskrivningerne omfatter de tekniske antagelser en betydelig appreciering af den effektive eurokurs og noget lavere renter.** De tekniske antagelser om renter og råvarepriser bygger på markedsforventninger på skæringsdatoen 14. august 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, -0,3 pct. i 2018 og -0,1 pct. i 2019. Markedsforventningerne til den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet peger i retning af en gennemsnitlig rente på 1,1 pct. i 2017, 1,3 pct. i 2018 og 1,6 pct. i 2019.<sup>2</sup> Markedsforventningerne til den korte og lange rente er nedjusteret med 10-20 basispoint i forhold til juni 2017-fremskrivningerne.

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 14. august, at stige fra 44,0 dollar i 2016 til 51,8 dollar i 2017, 52,6 dollar i 2018 og 53,1 dollar i 2019. Denne udvikling indebærer en stigning i oliepriserne i amerikanske dollar på 0,5 pct. i 2017, 2,3 pct. i 2018 og 3,0 pct. i 2019 i forhold til juni 2017-fremskrivningerne. Priserne

---

<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.

på råvarer ekskl. energi i amerikanske dollar antages at stige betydeligt i 2017 og noget 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 14. august. Dette indebærer en gennemsnitlig dollarkurs på 1,13 USD pr. euro i 2017 og på 1,18 USD pr. euro i 2018-19 sammenlignet med 1,09 USD pr. euro i juni 2017-fremskrivningerne. Den effektive eurokurs (i forhold til 38 handelspartnere) er 2,1 pct. højere i 2017 og ca. 4,4 pct. højere i 2018-19 end antaget i juni 2017-fremskrivningerne.

#### Tekniske antagelser

	September 2017				Juni 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
3-måneders EURIBOR (i pct., pr. år)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
10-årige statsobligationsrenter (i pct., pr. år)	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,2	1,5	1,8
Oliepris (USD pr. tønde)	44,0	51,8	52,6	53,1	44,0	51,6	51,4	51,5
Råvarepriser, ekskl. energi, i USD (årlige ændringer i pct.)	-3,9	9,0	5,4	4,2	-3,9	6,4	2,0	4,5
USD/EUR-kurs	1,11	1,13	1,18	1,18	1,11	1,08	1,09	1,09
Nominel effektiv eurokurs (EER 38) (årlige ændringer i pct.)	3,8	2,3	2,6	0,0	3,7	-0,4	0,3	0,0

**Stigningen i boliginvesteringerne ventes at fortsætte.** I mange eurolande er boliginvesteringerne steget markant i de seneste kvartaler. Denne udvikling er blevet understøttet af gunstige finansieringsvilkår, porteføljeomlægninger til fordel for boliger på baggrund af et lavt afkast på alternative langsigtede investeringsmuligheder og de løbende forbedringer på arbejdsmarkedet. Desuden synes en række justeringsprocesser på boligmarkederne i de fleste eurolande at være afsluttet. De grundlæggende betingelser for en yderligere stigning i boliginvesteringerne er stadig til stede i fremskrivningsperioden. Stigningen forventes dog at aftage noget som følge af den modne fase, som boligcyklen befinder sig i, og den aftagende virkning af incitamentet i nogle lande, et fortsat behov for nedgearing i andre lande og en ugunstig demografisk udvikling.

**Opsvinget i erhvervsinvesteringerne ventes at fortsætte i fremskrivningsperioden.** En række faktorer forventes at understøtte erhvervsinvesteringerne: erhvervstilliden er på baggrund af de meget gunstige produktionsforventninger og ordrebøgerne stadig høj, kapacitetsudnyttelsen fortsætter med at stige og ligger over det gennemsnitlige niveau før krisen; finansieringsvilkårene ventes fortsat at være meget gunstige i fremskrivningsperioden; der er behov for at modernisere kapitalapparatet efter flere år med et afdæmpet investeringsniveau, og avancetillægene forventes at stige i en allerede likviditetsstærk sektor af ikke-finansielle selskaber.

<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 futureskontrakter indtil 3. kvartal 2018 for derefter at udvikle sig på linje med den globale økonomiske aktivitet.

Desuden er gearingsgraden i sektoren faldet, i sammenhæng med at aktivpriserne er steget, og der har været en moderat vækst i eurolandenes gældsfinansiering. Samtidig forventes det, at visse faktorer fortsat vil påvirke udsigterne for erhvervsinvesteringerne negativt, herunder forventningerne om en svagere vækst i produktionspotentialet og visse landes begrænsninger af bankernes rolle som finansielle formidlere.

## Boks 2

### Internationale forhold

**Den globale økonomi fastholder en solid vækst.** Efter en midlertidig nedgang i begyndelsen af året peger konkrete tal og konjunkturbarometre på et opsving i væksten i realt BNP på verdensplan i 2. kvartal. Erhvervs- og forbrugertillidsindikatorer tyder på, at tilliden stadig er høj. Selv om de lange obligationsrenter er steget i de seneste uger, er de finansielle forhold i de avancerede økonomier stadig gunstige, idet de understøttes af lempelige pengepolitikker. Vækstmarkedsøkonomiernes finansielle markeder er fortsat robuste og kapitalstrømmen til disse økonomier er også robust. På længere sigt forventes en moderat stigning i den globale økonomiske aktivitet. Udsigterne for de avancerede økonomier tyder på en fortsat konjunkturfremgang, i takt med at deres produktionsgab gradvist lukkes. Den stigende aktivitet understøttes af penge- og finanspolitikken. Forventningerne om finanspolitiske tiltag i USA er dog blevet nedjusteret som følge af et retningsskift i den politiske debat. I vækstøkonomierne vil væksten fortsat være robust i råvareimporterende lande som Indien og Kina, mens aktiviteten i de råvareeksporterende lande forventes at nå et lavpunkt efter en dyb recession i disse lande. På verdensplan (ekskl. euroområdet) ventes aktiviteten at stige med 3,7 pct. i 2017 og 3,8 pct. i 2018-19. Stigningen i aktiviteten siden 2016 afspejler stort set den aftagende effekt af den dybe recession i en række råvareeksporterende økonomier. I forhold til juni 2017-fremskrivningerne er væksten i realt BNP på verdensplan stort set uændret, om end med nedjusteringer for USA's vedkommende (som følge af ændrede antagelser om fremtidige finanspolitiske tiltag), og udlignes af forventninger om større robusthed i vækstøkonomierne.

### Internationale forhold

(Årlige ændringer i procent)

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

1) Beregnet som et vægtet gennemsnit af importen.

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

**Væksten i verdenshandlen overraskede positivt i begyndelsen af 2017.** På mellemlangt sigt ventes verdenshandlen at stige på linje med den globale aktivitet. Den udenlandske efterspørgsel i euroområdet forventes at stige med 4,7 pct. i 2017, 3,4 pct. i 2018 og 3,5 pct. i 2019. I forhold til juni 2017-fremskrivningerne er den blevet opjusteret med 1,1 procentpoint i 2017, hovedsagelig på baggrund af mere positive tal for 1. kvartal.

**Eksporten til lande uden for euroområdet ventes at blive dæmpet af tab af konkurrenceevne som følge af euroens seneste apreciering.** Understøttet af en kraftig udenlandsk efterspørgsel og euroens depreciering i 2. halvdel af 2016 og i begyndelsen af 2017 voksede eksporten til lande uden for euroområdet kraftigt i 1. kvartal 2017. I fremskrivningsperioden forventes en robust vækst i eksporten til lande uden for euroområdet som følge af en solid udenlandsk efterspørgsel fra både udviklede økonomier og vækstøkonomier. Eksporten til lande uden for euroområdet forventes imidlertid at blive påvirket negativt af den højere eurokurs i fremskrivningsperioden og at føre til en revurdering af udviklingen i eksportmarkedsandele i nedadgående retning, som nu ventes at falde med 1,1 procentpoint i perioden. I modsætning til eksporten forventes importen fra lande uden for euroområdet at blive påvirket positivt af den lidt gunstigere udvikling i den indenlandske efterspørgsel og den stærkere eurokurs, hvorved nettohandlens samlede bidrag til den økonomiske vækst reduceres noget.

**På nuværende tidspunkt, hvor den potentielle vækst er moderat, ventes den resterende uudnyttede kapacitet at blive absorberet i løbet af fremskrivningsperioden.** I modsætning til den relativt kraftige faktiske vækst i realt BNP estimeres væksten i produktionspotentialet at blive på lige over 1 pct. i fremskrivningsperioden. Den lave stigningstakt i produktionspotentialet skyldes primært et ret beskedent bidrag fra kapitalapparatet efter en lang periode med historisk lave investeringer. Arbejdskraften ventes fortsat at yde et positivt bidrag til den potentielle vækst, primært i form af en højere erhvervsfrekvens som følge af de strukturelle reformer, der hidtil er gennemført. I sammenhæng med at bidraget fra befolkningen i den erhvervsaktive alder falder, forbliver arbejdskraftens bidrag imidlertid noget lavere end det gennemsnitlige bidrag før krisen. Bidraget fra total faktorproduktivitet forventes også at blive en smule lavere end niveauet før krisen.

**Den løbende forbedring af arbejdsmarkedsforholdene ventes at fortsætte i fremskrivningsperioden.** Beskæftigelsen (målt i antal personer) steg 0,4 pct. i 1. kvartal 2017, og den skønnes at være steget tilsvarende i 2. kvartal 2017. Den seneste stigning i beskæftigelsesvæksten har været bredt funderet på tværs af landene, men skyldes delvis en række gunstige midlertidige faktorer (som fx stimulerende finanspolitiske tiltag i nogle eurolande). I takt med at effekten af disse faktorer forventes gradvist at aftage, ventes beskæftigelsesvæksten at aftage noget, hvilket dog også skyldes en stigende mangel på kvalificeret arbejdskraft.

**Arbejdskraftsproduktiviteten vil afspejle sit konjunkturforløb og ventes at stige på mellemlangt sigt.** Den stigende anvendelse af både kapital og arbejdskraft i sammenhæng med en faldende uudnyttet kapacitet, en stigning i antallet af arbejdstimer pr. person og en vis fremgang i total faktorproduktivitet tyder på en vedvarende stigning i produktivitetsvæksten.

**Faldet i arbejdsløshedsprocenten ventes at fortsætte.** Arbejdsløshedsprocenten faldt til 9,2 pct. i 2. kvartal 2017, hvilket er det laveste niveau siden marts 2009. Fremover ventes der fortsat et betydeligt fald i antallet af arbejdsløse. Arbejdsløshedsprocenten forventes at falde til 8,1 pct. i 2019, men at holde sig over niveauet før krisen (7,5 pct. i 2007).

**Sammenlignet med juni 2017-fremskrivningerne er væksten i realt BNP blevet opjusteret i 2017 og er stort set uændret derefter.** Opjusteringen i 2017 skyldes hovedsagelig de seneste opadrettede overraskelser i BNP-dataene. Mere generelt udlignes udsigterne til en kraftigere indenlandsk efterspørgsel, der er i overensstemmelse med en positiv erhvervs- og forbrugertillid samt lavere renter, stort set af den negative effekt på eksporten, som skyldes et tab af priskonkurrenceevne som følge af den seneste appreciering af euroen.

## 2 Priser og omkostninger

**Det forventes, at HICP-inflationens profil bliver V-formet i fremskrivningsperioden, idet basiseffekter i forbindelse energiinflationen trækker inflationen ned på kort sigt, hvorefter de afløses af en gradvis stigning i den underliggende inflation.** Den samlede HICP-inflation ventes i gennemsnit at blive 1,5 pct. i 2017, at falde til 1,2 pct. i 2018 og at stige til 1,5 pct. i 2019. Basiseffekter indebærer et betydeligt fald i HICP-energiinflationens bidrag til den samlede inflation mellem 2017 og 2018. Selv om den stigning, der er antaget for oliepriserne i resten af fremskrivningsperioden, er moderat – som det afspejles i kurven for olieprisfutures – indebærer den en vis stigning i HICP-inflationen i 2019. Den seneste stigning i HICP-fødevarer-inflationen forventes stort set at blive fastholdt i fremskrivningsperioden, hvilket bl.a. afspejler antagelsen om en noget kraftigere stigning i råvarepriserne på fødevarer. Den fortsatte økonomiske genopretning forventes gradvist at få HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer til at stige i fremskrivningsperioden. En væsentlig årsag til denne stigning bliver den forventede stigning i arbejdskrafts-omkostninger, i takt med at den uudnyttede kapacitet på arbejdsmarkedet aftager.

**Forbedringer af arbejdsmarkedsforholdene betragtes som den væsentligste kilde til et stigende indenlandsk omkostningspres i de kommende år.** Væksten i lønsum pr. ansat ventes at stige fra 1,5 pct. i 2017 til 2,3 pct. i 2019. På grund af den forventede konjunkturrelaterede stigning i produktivitetsvæksten forventes væksten i enhedsløn-omkostninger at stige noget mindre; fra 0,8 pct. i 2017 til 1,4 pct. i 2019. Mindre uudnyttet kapacitet på arbejdsmarkedet i euroområdet og en stigende mangel på arbejdskraft i nogle dele af euroområdet betragtes som vigtige faktorer bag denne stigning i lønvæksten. Derudover kan den seneste betydelige stigning i den samlede inflation også forventes med tiden at føre til større nominelle lønstigninger i eurolande, hvor løndannelsen bygger på elementer af bagudrettet indeksering eller forventninger. En række af de faktorer, der for tiden dæmper lønvæksten, forventes desuden gradvist at aftage. Disse omfatter nogle landes behov for løntilbageholdenhed for at genvinde priskonkurrenceevne og den ophobede løntilbageholdenhed i relation til nedadrettede stivheder i de nominelle lønninger under krisen. Desuden forventes foranstaltninger til at reducere de sociale bidrag at udløbe.

**Avancerne ventes at stige i fremskrivningsperioden.** I begyndelsen af 2017 blev avancerne påvirket negativt af olieprisstigninger og deres indvirkning på omkostningerne i forbindelse med produktionsinput og, mere overordnet, på bytteforholdet. I takt med at denne afdæmpende effekt aftager, forventes avancerne at blive påvirket

positivt af den fortsatte økonomiske genopretning, samtidig med at de bliver begrænset noget i løbet af fremskrivningsperioden af en øget vækst i enhedslønomkostninger.

**Det eksterne prispres er steget kraftigt i de seneste kvartaler og forventes også at stige noget i fremskrivningsperioden.** Den årlige vækst i importpriserne forventes at blive positiv i 2017 efter i fire år at have været faldende. Ændringen i 2017 skyldes hovedsagelig stigende oliepriser og råvarepriser ekskl. energi siden 2016. Efterfølgende forventes der et fald i vækstraterne, som afspejler både den afdæmpede udvikling i råvarepriserne og den nedadrettede effekt af euroens seneste appreciering. Mere overordnet forventes det underliggende globale inflationspres gradvist at blive styrket i fremskrivningsperioden, i takt med at de globale produktionsomkostninger stiger, og den uudnyttede kapacitet mindskes på globalt plan. På grund af den store ledige kapacitet, som stadig findes på globalt plan, og den øgede globale konkurrence ventes dette ikke at lægge et betydeligt opadrettet pres på importpriserne for euroområdet.

**Udsigterne for HICP-inflationen er blevet nedjusteret en anelse i forhold til juni 2017-fremskrivningerne.** Eurokursen er apprecieret, siden junifremskrivningerne blev udarbejdet, og det lægger et nedadrettet pres på HICP-inflationen. For så vidt angår den underliggende inflation udlignes dette nedadrettede pres delvist af bedre udsigter for den indenlandske efterspørgsel i euroområdet (se boks 3).

### Boks 3

Vurdering af effekten af den seneste appreciering af euroen på inflationsudsigterne for euroområdet.

**Den nominelle effektive eurokurs (*nominal effective exchange rate* eller NEER) er steget de seneste par måneder og 10-dages gennemsnittet lå ved skæringsdatoen for disse fremskrivninger (14. august 2017) 4,4 pct. højere end antaget i juni 2017-fremskrivningerne.**

Denne boks drøfter faktorer, som der bør tages højde for ved vurderingen af den seneste apprecierings effekt på inflationsudsigterne for euroområdet.

**På trods af stor heterogenitet peger elasticiteter opnået ved hjælp af forskellige standardmodeller overordnet set i retning af, at stød til valutakursen i en størrelsesorden, som man har set de seneste måneder, ville have en ikke uvæsentlig effekt på inflationsudsigterne i euroområdet.**<sup>4</sup> Disse elasticiteter gælder imidlertid kun for eksogene stød til valutakursen. Den seneste appreciering er dog sandsynligvis, for en stor dels vedkommende, blevet udløst af en yderligere forbedring af udsigterne for den økonomiske vækst i euroområdet, der igen afspejler gunstigere udsigter for den indenlandske efterspørgsel, hvilket der bør tages højde for ved vurderingen af den seneste apprecierings effekt på inflationsudsigterne.

**I september 2017-fremskrivningerne anses den overordnede effekt af apprecieringen på inflationen for at være betydeligt mere moderat, end det fremgår af elasticiteter, der er opnået ved hjælp af standardmodeller, og som overvejende henviser til et eksogent stød til**

<sup>4</sup> Se fx artiklen "Exchange rate pass-through into euro area inflation", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2016.



**valutakursen.** Nyere empiriske studier har bekræftet, at valutakursbevægelser er endogene, ligesom det er blevet påvist, at deres effekt på inflationen er afhængig af typen af stød<sup>5</sup>. Det vil sige, at prisers reaktion på en ændring af valutakursen kan variere afhængig af den underliggende karakter af de(t) stød, der udløser valutakursbevægelsen, idet den kan afspejle forskellige transmissionskanaler. Hvis en appreciering udelukkende udløses af et gunstigt efterspørgselsstød, peger empiriske estimater endog i retning af et opadrettet prispres via forbedrede udsigter for den indenlandske efterspørgsel. Da forventninger om højere økonomisk vækst – som følge af forbedrede udsigter for den indenlandske efterspørgsel – spiller en vigtig rolle i forbindelse med den seneste appreciering af euroen, bør apprecieringens afdæmpende effekt på inflationen blive mærkbart mindre, end den ville have været i tilfælde af et rent eksogent stød til valutakursen, hvis effekt elasticiteter opnået ved hjælp af standardmodeller tager højde for.

---

### 3 Finanspolitiske udsigter

**Den finanspolitiske aktivitetsvirkning ventes i gennemsnit at være stort set neutral i fremskrivningsperioden.** Virkningen måles som ændringen i den konjunkturkorrigerede primære saldo fratrukket offentlig støtte til den finansielle sektor. Den blev i 2017 påvirket af en stigning i de offentlige investeringer, som havde befundet sig på et lavt niveau i 2016, og en engangsbetaling i Tyskland til producenter af atomkraft (omkring 0,2 pct. af indenlandsk BNP)<sup>6</sup>. Den stort set neutrale aktivitetsvirkning afspejler en udlignende effekt på såvel udgifts- som indtægtssiden.

**I fremskrivningsperioden ventes både det offentlige underskud og gældskvoterne at falde.** Den finanspolitiske fremskrivning indebærer et gradvist fald i det offentlige underskud i hele perioden, som hovedsagelig skyldes en forbedring i den cykliske komponent og et fald i rentebetalingerne. Den konjunktur-korrigerede primære saldo forbliver stort set uændret. Udviklingen i offentlig gæld i forhold til BNP ventes at forblive nedadgående i fremskrivningsperioden og at blive understøttet af forbedringen af den primære saldo og et gunstigere forhold mellem renter og vækst.<sup>7</sup>

**I forhold til juni 2017-fremskrivningerne er udsigterne for budgetunderskuddet stort set uændrede, mens gældskvoten er noget lavere,** hvilket hovedsagelig skyldes et mere positivt forhold mellem renter og vækst i 2017.

---

<sup>5</sup> Se fx Shambaugh, J., "A new look at pass-through", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 27, Issue 4, s. 560-591, juni 2008; Forbes, K., Hjortsøe, I. og Nenova, T., "The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through", *Discussion Paper*, No 43, Bank of England, External MPC Unit, november 2015; og Ciccarelli, M. og Osbat, C., "Low inflation in the euro area: Causes and consequences", *Occasional Paper Series*, No 181, ECB, januar 2017.

<sup>6</sup> Betalingen var resultatet af en afgørelse fra den tyske forfatningsdomstol, i henhold til hvilken afgiften på reaktorbrændsel, der var indført i perioden 2011-16, var forfatningsstridig.

<sup>7</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)

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

1) Realt BNP og komponenter bygger på data, der er korrigeret for antal arbejdsdage.

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

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

4) Omfatter samhandlen i euroområdet.

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

 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 produktionsgabene. 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 Månedsoversigten for september 2014.

**Boks 4**
**Følsomhedsanalyse**

**Fremskrivninger baseres i stor udstrækning på tekniske antagelser om udviklingen i en række centrale variabler.** Da nogle af disse kan have en stor effekt på fremskrivningerne for euroområdet, kan undersøgelsen af sidstnævntes følsomhed i relation til alternative udviklingsmønstre i de underliggende antagelser være en hjælp til at analysere risici i forbindelse med fremskrivningerne. I denne boks gennemgås den usikkerhed, der findes i tilknytning til en række vigtige underliggende antagelser, samt fremskrivningernes følsomhed med hensyn til disse variabler.

## 1) En alternativ udvikling i oliepriserne

**Alternative olieprismodeller peger i retning af, at der er 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 basisfremskrivingerne, og som er baseret på futuresmarkederne, forudsiger en svagt stigende udvikling i oliepriserne, hvor prisen på Brent-råolie stiger til ca. 53 dollar pr. tønde ultimo 2019. Udviklingen for olieprisfutures svarer til en moderat vækst i den globale efterspørgsel efter olie, et scenario, der er forbundet med en tiltagende genopretning af den globale økonomi. For så vidt angår udbudsfaktorerne, har forlængelsen af aftalen mellem OPEC og de største olieproducerende lande uden for OPEC ikke ført til nogen væsentlig stigning i kurven for olieprisfutures. Dette skyldes sandsynligvis olielagre, som stadig er store – om end faldende – og bekymringer om, at nogle af de største olieproducenter måske fraviger aftalen. Den kraftige vækst i produktionen af skiferolie i USA har delvist opvejet de konventionelle olieproducenters nedskæringer i produktionen. En kombination af andre modeller, som Eurosystemets stab<sup>8</sup> anvender til at forudsige oliepriserne i fremskrivningsperioden, peger for tiden i retning af en lidt højere oliepris, end det fremgår af de tekniske antagelser. En sådan udvikling kan være i overensstemmelse med yderligere uventede forstyrrelser på oliemarkedet på kort og mellemlangt sigt. Dette kan igen føre til en hurtigere end forventet stramning af balancen mellem udbud og efterspørgsel og dermed til højere oliepriser. Slår en alternativ udvikling i oliepriserne igennem, hvor de er 3,8 pct. højere end i basisscenariet for 2019, vil det dæmpe væksten i realt BNP marginalt, samtidig med at det fører til en lidt hurtigere stigning i HICP-inflationen (med 0,1 procentpoint i 2019).

## 2) En alternativ udvikling i valutakursen

**Denne følsomhedsanalyse undersøger, som illustration, den mekaniske effekt af en højere eurokurs end antaget i basisscenariet.** Til illustration er den alternative udvikling i eurokursen udledt af 75 pct.-fraktilen af den fordeling, som fremgår af de risikoneutrale tætheder (risk-neutral densities), udledt ved optioner, for USD/EUR-kursen 14. august 2017. Denne udvikling indebærer en gradvis appreciering af euroen over for den amerikanske dollar til en kurs på 1,31 USD/EUR i 2019, hvilket er ca. 11 pct. over basisscenariet for dette år. De tilsvarende antagelser om den nominelle effektive eurokurs afspejler typiske forløb, hvorved ændringer i USD/EUR-kursen svarer til ændringer i den effektive valutakurs med en elasticitet på ca. 52 pct. Denne antagelse giver en gradvis opadrettet divergens i den effektive eurokurs fra basisscenariet, som medfører, at den når et niveau ca. 6 pct. over basisscenariet i 2019. I dette scenario peger gennemsnittet af resultaterne af en række af de makroøkonomiske modeller, som staben anvender, i retning af en vækst i realt BNP, der bliver 0,3 procentpoint lavere i både 2018 og 2019, mens HICP-inflationen bliver henholdsvis 0,4 og 0,5 procentpoint lavere i 2018 og 2019. Det skal bemærkes, at denne estimerede effekt på vækst og inflation kun indtræffer i tilfælde af et rent eksogent stød til valutakursen (se diskussionen i boks 3).

---

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

## Boks 5

### Prognoser udarbejdet af andre institutioner

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

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

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

(Årlige ændringer i procent)

	Offentliggjort	BNP-vækst			HICP-inflation		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
ECB's stabs fremskrivninger	September 2017	2,2 [2,1-2,3]	1,8 [1,0-2,6]	1,7 [0,6-2,8]	1,5 [1,4-1,6]	1,2 [0,6-1,8]	1,5 [0,7-2,3]
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	August 2017	2,0	1,8	1,5	1,6	1,4	1,7
Consensus Economics Forecast	August 2017	2,0	1,8	1,4	1,5	1,3	1,7
Survey of Professional Forecasters	Juli 2017	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4	1,6
IMF	Juli 2017	1,9	1,7	1,6	1,6	1,5	1,7

Kilder: Europa-Kommissionens økonomiske forårsprognose 2017; IMF, Article IV Country Report, 25. juli 2017; OECD, Economic Outlook, juni 2017; Consensus Economics Forecasts, august 2017; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, august 2017; og ECB's Survey of Professional Forecasters, juli 2017.

Note: 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 2529-4423 (pdf)

EU-katalognummer QB-CE-17-002-DA-N (pdf)