



# September 2016

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

*Den økonomiske genopretning i euroområdet ventes at fortsætte, omend med en smule lavere vækstrater, end det var ventet i fremskrivningerne fra juni 2016. En betydelig nedjustering af den udenlandske efterspørgsel, som primært er relateret til en langt svagere importefterspørgsel i Det Forenede Kongerige i kølvandet på folkeafstemningen om landets EU-medlemskab, forventes at lægge en dæmper på eksportvæksten i euroområdet. Indtil videre har Brexit-afstemningen dog haft en meget begrænset indvirkning på indikatorerne for tilliden og usikkerheden i euroområdet, og udsigterne for genopretningen er således stort set uændrede. I fremskrivningsperioden bør den lempelige pengepolitik, fortsat relativt lave oliepriser, forbedrede arbejdsmarkedsforhold og fremskridt i forbindelse med nedgearingen på tværs af sektorer understøtte væksten i den indenlandske efterspørgsel i sammenhæng med et gradvist globalt opsving. På årsbasis forventes realt BNP at stige med 1,7 pct. i 2016 og med 1,6 pct. i 2017 og 2018.*

*Der ventes en gennemsnitlig HICP-inflation på 0,2 pct. i 2016, som dæmpes kraftigt af et negativt bidrag fra HICP-energiinflationen som følge af det tidligere bratte fald i oliepriserne. Efterhånden som denne effekt aftager i begyndelsen af 2017, ventes en betydelig stigning i HICP-inflationen på 1,2 pct. samme år. Den igangværende økonomiske genopretning og nedgangen i den uudnyttede kapacitet i økonomien ventes gradvis at øge HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer i fremskrivningsperioden. Dette bør understøtte en yderligere stigning i den samlede inflation til 1,6 pct. i 2018.*

### 1 Realøkonomien

**Opsvinget i aktiviteten i euroområdet ventes at fortsætte.** BNP i euroområdet blev opjusteret betydeligt i 2015 på grund af en større opjustering i irsk BNP, der primært afspejlede omstruktureringen af en række store multinationale virksom-

<sup>1</sup> ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger indgår i Styrelsesrådets vurdering af den økonomiske udvikling og de forhold, der udgør en risiko for prisstabiliteten. 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 11. august 2016 (se boks 2). Skæringsdatoen for at inkludere anden information i disse fremskrivninger var 18. august 2016, dog undtaget information vedrørende Tyskland og Spanien. For disse lande er der medtaget BNP-data, som blev offentliggjort henholdsvis 24. og 25. august. De aktuelle makroøkonomiske fremskrivninger dækker perioden 2016-18. En så langvarig fremskrivningsperiode er forbundet med meget stor usikkerhed, og dette bør tages i betragtning ved fortolkningen af dem. Se artiklen *An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections* i ECB Månedsoversigt for maj 2013.

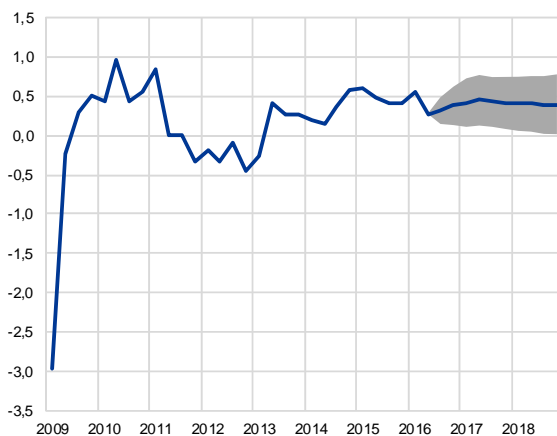
heder, som medførte en kraftig stigning i kapitalaktiver i Irland. Justeringen medfører et niveauskift i BNP-tallene, men afspejler ikke et stærkere underliggende vækstmomentum i hverken euroområdet eller den irske økonomi. Ifølge Eurostats seneste skøn vendte væksten i realt BNP i 2. kvartal 2016 tilbage til et normalt leje på 0,3 pct. fra 0,5 pct. i 1. kvartal, idet den gunstige effekt af nogle midlertidige faktorer aftog. På trods af resultatet af folkeafstemningen i Det Forenede Kongerige forblev erhvervs- og forbrugertilliden i euroområdet temmelig robust, og indikatorer for volatiliteten på de finansielle markeder og den samlede makroøkonomiske usikkerhed forblev lave (se boks 1). Disse indikatorer peger på en vedvarende økonomisk vækst på kort sigt.

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

(Kvartalsvise observationer)

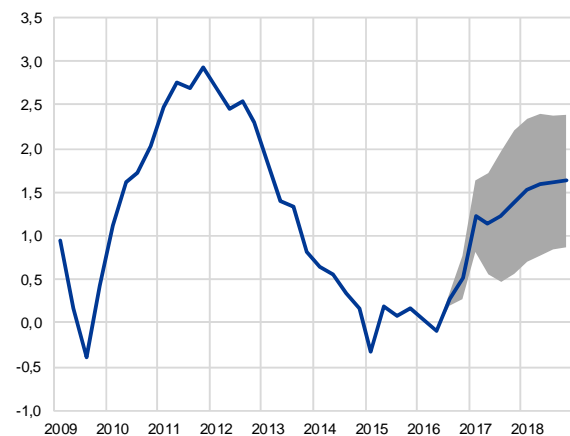
**Realt BNP i euroområdet<sup>2)</sup>**

(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. Intervallerens 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.

**På årsbasis forventes realt BNP at stige med 1,7 pct. i 2016 og med 1,6 pct. i 2017 og 2018.** En robust indenlandsk efterspørgsel ventes fortsat at blive grundlaget for væksten i realt BNP, især understøttet af ECB's lempelige pengepolitik og en understøttende finanspolitik i 2016. Eksportvæksten forventes at tage til som følge af det forventede gradvise globale opsving, men at være lavere end importvæksten, idet det negative bidrag fra nettohandlen gradvis aftager i fremskrivningsperioden.

## Boks 1

Effekten af resultatet af folkeafstemningen om Det Forenede Kongeriges medlemskab af EU på de økonomiske udsigter for euroområdet

---

**Det Forenede Kongeriges beslutning om at forlade Den Europæiske Union ventes at få en negativ effekt på euroområdet økonomi, hovedsagelig via handelsforbindelser, idet udsigten for landets økonomi er blevet væsentligt nedjusteret.** Den aktuelle basisfremskrivning for Det Forenede Kongerige er baseret på en vedvarende stigning i usikkerheden, som lægger en dæmper på den økonomiske aktivitet. BNP-væksten ventes at blive betydeligt langsommere i 2. halvår 2016 og i 2017. Nedgangen ventes at blive drevet af et markant fald i investeringerne og en langsommere vækst i det private forbrug. Det er antaget, at usikkerhed omkring udfaldet af handelsforhandlingerne vil påvirke eksporten og importen yderligere i en negativ retning, idet virksomhederne muligvis vil være tilbageholdende med at indgå nye langsigtede handelsaftaler, så længe de fremtidige relationer mellem Det Forenede Kongerige og Den Europæiske Union ikke er afklarede. Af denne grund – og som følge af den svagere kurs på det britiske pund – blev landets import nedjusteret væsentligt i fremskrivningsperioden i forhold til fremskrivningerne fra juni 2016. Eksportvæksten er også blevet nedjusteret, men ikke så meget, da den ventes at blive delvist understøttet af deprecieringen af den effektive pundkurs. Der forventes en vis bedring i den økonomiske aktivitet i Det Forenede Kongerige i 2018 takket være den ekspansive pengepolitik.

**Aktiviteten i euroområdet ventes primært på grund af lavere eksport at blive påvirket negativt.** Når der også tages hensyn til den globale virkning, vil Brexit have en betydelig nedadrettet effekt på den udenlandske efterspørgsel i euroområdet i fremskrivningsperioden på i alt omkring 1,3 procentpoint. Den negative effekt på væksten i realt BNP af en lavere udenlandsk efterspørgsel varierer i eurolandene, hvilket afspejler forskelle i handelsforbindelserne med Det Forenede Kongerige. Oven i disse handelseffekter kommer landespecifikke Brexit-relaterede valutakurseffekter af den kraftige depreciering af det britiske pund i forhold til euroen efter folkeafstemningen. Det gælder dog for alle eurolande – undtagen Irland – at apprecieringen af euroen over for pundet blev mere end opvejet af deprecieringen af den effektive eurokurs i forhold til andre vigtige valutaer. Desuden er der siden folkeafstemningen sket betydelige nedjusteringer i de lange renter, som kan afspejle ændrede forventninger til den fremtidige pengepolitik i euroområdet og på verdensplan. Disse to faktorer dæmper den negative effekt, som Brexit har på vækstudsigterne i euroområdet.

**Fremskrivningen af væksten i euroområdet omfatter også yderligere landespecifikke nedadrettede effekter.** Der er fx tale om negative tillidseffekter i nogle lande med nære forbindelser til Det Forenede Kongerige samt svigtende turisme og en negativ udvikling på ejendomsmarkedet i visse lande. Da nedjusteringen af udsigterne for vækst i Det Forenede Kongerige primært skyldes en langt svagere udvikling i investeringerne, vil den desuden i uforholdsmæssig høj grad påvirke de handelspartnere, der leverer kapitalgoder til landet.

**Der er betydelige Brexit-relaterede nedadrettede risici knyttet til fremskrivningerne for euroområdet.** Forhandlingerne mellem Det Forenede Kongerige og Den Europæiske Union kan vise sig at være vanskeligere end forventet, hvilket kan tynde udsigterne for handlen yderligere. En varig usikkerhed kan stadig føre til svækkelse af tilliden og lavere økonomisk aktivitet i fremskrivningsperioden. En lavere efterspørgsel i Det Forenede Kongerige efter boliger i udlandet kan også påvirke udviklingen i boliginvesteringerne i visse økonomier i euroområdet negativt. Samtidig er der

dog i nogle eurolande tegn på opadrettede risici i tilknytning til flytningen af finansielle tjenesteydelser eller strømme af udenlandske direkte investeringer (FDI) til Det Forenede Kongerige, som i stedet investeres i oprindelseslandet eller andre eurolande.

---

**Væksten i det private forbrug forventes at være kraftig i år og derefter forblive robust.** Forbrugertilliden er stadig et godt stykke over det historiske gennemsnit, hvilket tyder på, at væksten i det private forbrug fortsætter i 2. halvår 2016. Udsigterne for væksten i den nominelle disponible indkomst er stadig positive, idet en vedvarende beskæftigelsesvækst ledsages af en svag stigning i væksten i lønsum pr. ansat. Anden personindkomst bør bidrage positivt til væksten i den nominelle disponible indkomst, hvilket stort set er i overensstemmelse med udviklingen i indtjeningen. Væksten i den disponible realindkomst ventes at tage til i 2016, inden den mister momentum i 2017 og de efterfølgende år, hvilket hovedsagelig afspejler udviklingen i energiprisinflationen. Bankernes forbedrede udlånsvilkår, der understøttes af ECB's pengepolitiske foranstaltninger, bør styrke væksten i det private forbrug. Samtidig med at lavere renter har påvirket de private husholdningers renteindtægter og -betalinger i stort set samme størrelsesorden – hvorved nettorenteindtægten for euroområdet husholdninger er stort set uændret – omfordeler de midler fra nettosparere til nettolåntagere. Da de sidstnævnte typisk har en højere marginal forbrugstilbøjelighed, bør denne omfordeling af renteindtægter/-betalinger yderligere støtte det samlede forbrug. Desuden ventes fremskridtene i forbindelse med nedgearingen også at understøtte væksten i det private forbrug. Samlet set forventes en gennemsnitlig årlig vækst i det private forbrug på 1,7 pct. i 2016, 1,6 pct. i 2017 og 1,5 pct. i 2018.

**Opsparingskvoten ventes at falde indtil medio 2017 og at forblive flad derefter.** Opsparingskvoten skønnes at være steget noget i 2. halvår 2015 og yderligere i 1. halvår 2016, hvilket afspejler et delvist og gradvist gennemslag i privatforbruget af olieprisrelaterede stigninger i realindkomsten. Denne opadrettede virkning på opsparingskvoten ventes at være midlertidig, og når den afvikles, vil kvoten falde i perioden fra ultimo 2016 til medio 2017. Herefter ventes opsparingskvoten at stagnere i resten af fremskrivningsperioden, hvilket afspejler flere modsatrettede forhold. Mens en faldende arbejdsløshed, forbedrede kreditforhold og lave renter tyder på et fald i opsparingskvoten i nogle lande, vil behov for nedgearing af gældsfinansieringen sandsynligvis øge kvoten i visse sårbare lande.

## Boks 2

Tekniske antagelser om renter, valutakurser og råvarepriser

---

**Sammenholdt med junifremskrivningerne omfatter ændringerne i de tekniske antagelser en smule lavere oliepriser i amerikanske dollar, en mindre depreciering af den effektive eurokurs og betydeligt lavere lange markedsrenter.**

## Tekniske antagelser

	September 2016				Juni 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
3-måneders EURIBOR (i pct., pr. år)	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	-0,3	-0,3	-0,3
10-årige statsobligationsrenter (i pct., pr. år)	1,2	0,7	0,6	0,8	1,2	0,9	1,1	1,4
Oliepris (USD/pr. tønde)	52,4	42,8	47,4	50,6	52,4	43,4	49,1	51,3
Råvarepriser, ekskl. energi, i USD (årlige ændringer i pct.)	-19,9	-3,0	5,3	4,2	-19,9	-3,3	4,3	4,6
USD/EUR-kurs	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,13	1,14	1,14
Nominal effektiv eurokurs (EER 38) (årlige ændringer i pct.)	-7,1	3,6	-0,1	0,0	-7,1	4,2	0,2	0,0

**De tekniske antagelser om renter og råvarepriser bygger på markedsforventningerne på skæringsdatoen 11. august 2016.** De korte renter refererer til 3-måneders EURIBOR, hvor markedsforventningerne udledes af futuresrenten. Metoden giver et gennemsnitligt niveau for disse korte renter på -0,3 pct. i 2016 og -0,4 pct. i 2017 og 2018. Markedsforventningerne til den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet peger i retning af en gennemsnitlig rente på 0,7 pct. i 2016, 0,6 pct. i 2017 og 0,8 pct. i 2018.<sup>2</sup> De sammensatte bankudlånsrenter på lån til den ikkefinansielle private sektor i euroområdet forventes som følge af renteutviklingen på forward-markedet og det gradvise gennemslag på udlånsrenten af ændringer i markedsrenten at falde noget i 2016, yderligere at aftage en smule i 2017 og at stige svagt i 2018. For så vidt angår råvarepriserne, antages prisen på Brent-råolie på grundlag af et gennemsnit af udviklingen på futuresmarkederne i den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen 11. august, at falde fra 52,4 dollar pr. tønde i 2015 til 42,8 dollar pr. tønde i 2016 for derefter at stige til 47,4 dollar pr. tønde i 2017 og 50,6 dollar pr. tønde i 2018. Dette er ca. 1 dollar lavere i gennemsnit i fremskrivningsperioden end i junifremskrivningerne. Priserne på råvarer ekskl. energi i amerikanske dollar antages at falde noget i 2016 og at stige i 2017 og 2018.<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 11. august. Dette indebærer en gennemsnitlig dollarkurs på 1,11 USD pr. euro i fremskrivningsperioden mod junifremskrivningernes 1,14 USD pr. euro. På trods af den kraftige depreciering af det britiske pund i forhold til euroen efter folkeafstemningen i Det Forenede Kongerige er den effektive eurokurs (i forhold til 38 handelspartnere) 0,5 pct. svagere i 2016 og 0,9 pct. lavere i 2017 og 2018 end antaget i junifremskrivningerne.

**Der ventes en beskedent stigning i boliginvesteringerne i euroområdet.** Den ventede stigning i væksten i den nominelle disponible indkomst og meget lave

<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 konstant i fremskrivningsperioden.

<sup>3</sup> Antagelser om olie- og fødevarerpriser er baseret på futureskontrakter indtil udgangen af fremskrivningsperioden. Priserne på råvarer ekskl. energi og fødevarer antages at følge futureskontrakter indtil 3. kvartal 2017 for derefter at udvikle sig på linje med den globale økonomiske aktivitet.

realkreditrenter forventes at understøtte et vedvarende opsving i boliginvesteringerne. Dette fremgår også af et stigende antal byggetilladelser og en stigende efterspørgsel efter lån til boligkøb, samtidig med at bankernes udlånsvilkår er blevet bedre. Desuden synes justeringsprocesserne på boligmarkederne at være afsluttet i nogle lande, og boligpriserne er begyndt at stige. Den høje arbejdsløshed, husholdningernes høje gælds niveau i nogle lande og en negativ demografisk udvikling dæmper dog stigningen i boliginvesteringerne.

**Erhvervsinvesteringerne ventes at fortsætte den positive udvikling.** En række faktorer ventes at understøtte en stigning i investeringerne. Således vokser tilliden stadig på baggrund af gunstige produktionsforventninger og et skifte i forventningerne til salgspriserne. Kapacitetsudnyttelsen er steget til over det langsigtede gennemsnit. Finansierings- og bankudlånsvilkårene er blevet betydeligt bedre, understøttet af ECB's ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger. Den indenlandske efterspørgsel ventes at forblive robust, og den udenlandske efterspørgsel ventes at blive styrket. Der er opstået et behov for at modernisere kapitalapparatet efter flere år med et lavt investeringsniveau, og avancerne ventes at stige i en allerede meget likvid sektor af ikkefinansielle selskaber. Desuden har den kraftige stigning i aktiekurserne, som er observeret i de seneste par år, og en moderat vækst i gældsfinansieringen bragt gearinggraden (gæld i forhold til samlede aktiver) i sektoren af ikkefinansielle selskaber tæt på et historisk lavpunkt. Stigningen i erhvervsinvesteringer vil imidlertid stadig blive holdt nede af stivheder på produkt- og arbejdsmarkederne og forventninger om en svagere vækst i produktionspotentialer end hidtil.

**Eksporten til lande uden for euroområdet påvirkes meget negativt af nedjusteringen af udviklingen i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet, der hovedsagelig er relateret til de svagere udsigter for Det Forenede Kongerige.** Den udenlandske efterspørgsel ventes kun at stige beskedent fra og med medio 2016 i overensstemmelse med et opsving i den globale aktivitet, der primært er drevet af vækstøkonomierne. De forventede vækstrater i den udenlandske efterspørgsel vil dog fortsat ligge et godt stykke under niveauet før krisen. Den negative effekt på eksporten til lande uden for euroområdet, der følger heraf, dæmpes kun delvis af den gunstige effekt af den svagere eurokurs. Samlet set ventes der kun en beskedent stigning i eksporten til lande uden for euroområdet fra 2. halvår 2016 og frem. Eksportmarkedsandelene ventes at stige marginalt på kort sigt som resultat af den svagere eurokurs, hvorefter de stagnerer. Importen fra lande uden for euroområdet forventes at forblive forholdsvis begrænset i fremskrivningsperioden. Importen ventes at stige på linje med dens historiske elasticitet i forhold til den samlede efterspørgsel. Den forventes dog fortsat at vokse hurtigere end eksporten. Overskuddet på betalingsbalancen ventes derfor at falde til 3,3 pct. i 2018.

## Boks 3

### Internationale forhold

---

**Den globale økonomiske aktivitet forventes at stige gradvist.** Med Brexit virkeliggøres en nedadrettet risiko i forbindelse med allerede dæmpede globale udsigter. Selv om volatiliteten på de globale finansielle markeder efter folkeafstemningen i Det Forenede Kongerige var kortvarig og delvist blev holdt nede af forventninger om yderligere politiske lempelser, er udsigterne i landet forværrede, hvilket påvirker den globale efterspørgsel negativt. Selv om der er spæde tegn på, at aktiviteten i en række større råvareeksporterende vækstøkonomier er ved at have nået bunden, havde globale indikatorer allerede peget i retning af en beskeden global vækst inden folkeafstemningen. Også fremover ventes det globale opsving at ske meget gradvist. Lempelige politikker bør støtte vækstudsigterne i de udviklede økonomier, mens den aftagende effekt af den dybe recession i en række store vækstøkonomier, navnlig Rusland og Brasilien, bør fremme den globale vækst og opveje den strukturelle afmatning i Kina.

**Den globale handel er stadig svag.** Cykliske negative faktorer i vækstøkonomier, navnlig i råvareeksporterende lande, hvor investeringerne er dykket, har dæmpet verdenshandlen de seneste kvartaler. Efterhånden som effekten af disse stød aftager, bør den globale import stige moderat i de kommende kvartaler. På mellemlangt sigt antager fremskrivningen en elasticitet i verdenshandlen i forhold til den globale vækst på ca. 1, hvilket er markant lavere end niveauet før krisen. Den udenlandske efterspørgsel i euroområdet forventes at stige fra 1,6 pct. i 2016 til 2,6 pct. i 2017 og 3,5 pct. i 2018.

### Internationale forhold

---

(Årlige ændringer i procent)

	September 2016				Juni 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet)	3,2	3,0	3,5	3,7	3,1	3,1	3,7	3,8
Verdenshandlen (ekskl. euroområdet) <sup>1)</sup>	0,7	0,9	2,8	3,7	0,7	1,8	3,5	4,0
Udenlandsk efterspørgsel i euroområdet <sup>2)</sup>	0,6	1,6	2,6	3,5	0,6	2,0	3,5	4,0

1) Beregnet som et væglet gennemsnit af importen.

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

**Sammenlignet med fremskrivningerne fra juni 2016 er den globale aktivitet og den udenlandske efterspørgsel i euroområdet blevet nedjusteret.** Nedjusteringerne af den udenlandske efterspørgsel i euroområdet på 0,4 procentpoint, 0,9 procentpoint og 0,5 procentpoint i henholdsvis 2016, 2017 og 2018, afspejler primært forventninger om en svagere vækst i importen fra Det Forenede Kongerige og den globale virkning heraf.

---

**Det negative produktionsgab i euroområdet forventes at mindskes støt i fremskrivningsperioden, hvilket afspejler en beskeden vækst i produktionspotentialet.** Væksten i produktionspotentialet skønnes at stige en smule i fremskrivningsperioden, men er fortsat langt under niveauet før krisen på ca. 1,7 pct. Den afdæmpede stigning i produktionspotentialet afspejler hovedsagelig et temmelig lavt bidrag fra kapitalen efter en lang periode med et meget lavt investeringsniveau.

Arbejdskraftens bidrag forventes at stige i fremskrivningsperioden, hvilket afspejler en voksende befolkning i den erhvervsaktive alder i sammenhæng med tilstrømningen af flygtninge og en højere erhvervsfrekvens, der delvis skyldes tidligere strukturreformer. På grund af den aldrende befolkning vil arbejdskraftens bidrag dog fortsat være noget lavere end gennemsnittet før krisen. Det forventede bidrag fra totalfaktorproduktiviteten er dog stort set på samme niveau som før krisen.

**Arbejdsmarkedsforholdene i euroområdet vil sandsynligvis blive yderligere forbedrede i fremskrivningsperioden.** Beskæftigelsen ventes at fortsætte med at stige i fremskrivningsperioden, om end noget mindre end i de seneste kvartaler. På kort sigt afspejler dette primært en normalisering, idet nogle midlertidige understøttende faktorer aftager, mens det i resten af fremskrivningsperioden primært afspejler, at manglen på uddannet arbejdskraft antages at blive mere mærkbar i dele af euroområdet. Arbejdsløsheden ventes at falde, om end i et lavere tempo end i 2015, idet en stærkere vækst i arbejdsstyrken, der afspejler tilstrømningen af flygtninge og den såkaldte "encouraged worker effect", ventes delvis at udligne effekten af stigende beskæftigelse på arbejdsløsheden. Denne udvikling i beskæftigelsen indebærer en øget vækst i arbejdskraftsproduktiviteten fra 0,4 pct. i 2016 til 0,9 pct. i 2018, som afspejler det normale procykliske mønster.

**Sammenlignet med fremskrivningerne fra juni 2016 er udsigterne for væksten i realt BNP blev nedjusteret en smule i fremskrivningsperioden.** Dette afspejler hovedsagelig den negative virkning af nedjusteringen af den udenlandske efterspørgsel på euroområdet eksport, som kun delvis udlignes af den gunstige virkning af lavere lange renter, den svagere effektive eurokurs og yderligere finanspolitisk støtte.

## 2 Priser og omkostninger

**Den gennemsnitlige HICP-inflation ventes at blive 0,2 pct. i 2016, hvorefter den stiger markant til 1,2 pct. og 1,6 pct. i henholdsvis 2017 og 2018.** Når den stærke nedadrettede effekt af det tidligere fald i olieprisen aftager, ventes det at føre til en betydelig stigning i den samlede inflation i begyndelsen af 2017, som stiger til 1,2 pct. i 1. kvartal. På grundlag af kurven for olieprisfutures ventes HICP-energiinflationens bidrag til den samlede inflation at stige fra -0,6 procentpoint i 2016 til omkring +0,1 til 0,2 procentpoint i 2017 og 2018 og dermed at bidrage med 0,7 procentpoint til stigningen i den samlede inflation i 2016 og 2017.

**HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer ventes at stige, i takt med at den uudnyttede kapacitet i økonomien langsomt aftager.** Forbedrede arbejdsmarkedsforhold, afspejlet i et betydeligt fald i arbejdsløsheden, ventes at fremme en gradvis stigning i lønvæksten i fremskrivningsperioden. Med den igangværende økonomiske genopretning forventes en vedvarende støtte til den underliggende inflation også at fremkomme via forbedringer i virksomhedernes "pricing power" og den relaterede stigning i avancerne. Når den dæmpende indirekte effekt af udviklingen i energipriserne og priserne på råvarer ekskl. energi aftager, bør dette også



bidrage til den forventede stigning i HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer. Mere generelt kan der også forventes opadrettede effekter fra et stigende globalt prispres, men det gradvist aftagende opadrettede pres fra den tidligere depreciering af euroen ventes at dæmpe stigningen i HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer i fremskrivningsperioden. Alt i alt forventes en gennemsnitlig HICP-inflation ekskl. energi og fødevarer på 0,9 pct. i 2016, hvorefter den stiger til 1,3 pct. og 1,5 pct. i henholdsvis 2017 og 2018.

**Det eksterne prispres vil bidrage til en stigning i inflationen, og importpris-inflationen ventes at blive positiv i 2017 efter en længere periode på fire år med negative årlige ændringer.** Importdeflatoren ventes at fortsætte med at falde i 2016, men at stige igen i 2017 og 2018. Et centralt element i skiftet i importprispresset er den stigning i råvare- og navnlig oliepriserne, som antages, og som afspejles i flere futureskurver, efter de seneste års bratte fald. Stærke opadrettede basiseffekter spiller også en vigtig rolle i skiftet i den årlige ændring i importdeflatoren fra 2016 til 2017. Ud over disse faktorer bør et mere generelt gradvist stigende globalt inflationspres, fx afspejlet i de forventede stigninger i den globale forbrugerpris-inflation, bidrage til stigningen i det eksterne prispres i euroområdet.

**En aftagende ledig kapacitet på arbejdsmarkedet og en stigende samlet inflation ventes at understøtte en stigning i lønvæksten i 2017 og 2018.** Selv om der gennem de seneste år er sket en løbende reduktion i den ledige kapacitet på arbejdsmarkedet, har lønvæksten indtil nu holdt sig stort set stabil. Foruden den uudnyttede kapacitet og lave inflation er løbende justeringsprocesser i flere lande med henblik på at genvinde eller bevare priskonkurrenceevnen, støttet af arbejdsmarkedsreformer gennemført under krisen, blandt de faktorer, som sandsynligvis er fortsat med at svække lønvæksten under den nuværende økonomiske genopretning. Desuden er der tilsyneladende skabt nye job, navnlig i sektorer med lav arbejdskraftsproduktivitet og dermed et lavere lønniveau, som via sammensætningseffekter dæmper den samlede lønvækst. I fremskrivningsperioden ventes disse dæmpende effekter på lønningerne at få gradvis aftagende betydning, og den uudnyttede kapacitet på arbejdsmarkedet forventes at falde yderligere, hvilket bør give mulighed for en stigning i væksten i lønsum pr. ansat fra 1,2 pct. i 2016 til 1,8 pct. i 2017 og 2,2 pct. i 2018.

**Avancerne ventes at blive positivt påvirket af den igangværende økonomiske genopretning i fremskrivningsperioden.** Avancerne blev øget i 2015 på grund af en svag udvikling i arbejdskraftsomkostningerne og det bratte fald i oliepriserne, som tilsyneladende ikke er slået helt igennem på forbrugerpriserne. Da denne sidstnævnte effekt ventes at aftage i 2016, ventes væksten i avancerne at falde. De konjunkturforbedringer i den økonomiske aktivitet, som forventes i fremskrivningsperioden, ventes dog fortsat at komme virksomhedernes "pricing power", og hermed avancerne, til gode på trods af en dæmpende effekt fra stigende arbejdskraftsomkostninger.

**Sammenlignet med fremskrivningerne fra juni 2016 er udsigterne for HICP-inflationen stort set uændrede i fremskrivningsperioden.**

### 3 Finanspolitiske udsigter

**Finanspolitikken forventes at være ekspansiv i 2016 for derefter at blive stort set neutral i 2017 og 2018.** Den finanspolitiske linje måles som ændringen i den konjunkturkorrigerede primære saldo fratrukket offentlig støtte til den finansielle sektor. I 2016 er den ekspansive finanspolitik hovedsagelig drevet af diskretionære finanspolitiske foranstaltninger, mens ikkediskretionære faktorer spiller en mindre rolle og bl.a. er relateret til et mindre fald i ikkeskatterelaterede indtægter.

**I fremskrivningsperioden ventes underskuddet på den offentlige budgetsaldo og gældskvoten at falde.** I 2016 blev forværringen af den konjunkturkorrigerede primære saldo mere end opvejet af lavere rentebetalinger og forbedringen i den cykliske komponent. Fra 2017 til 2018 medfører yderligere faldende rentebetalinger og forbedringer i både den cykliske komponent og den primære saldo en yderligere reduktion af det offentlige underskud. Den gradvise nedbringelse af statsgælden i fremskrivningsperioden understøttes primært af det positive forhold mellem vækst og renter i lyset af det ventede økonomiske opsving og antagelsen om lave renter. Små primære overskud bør også have en gunstig indvirkning på den ventede gældsudvikling.

**Sammenlignet med de fremskrivninger, der blev offentliggjort i juni, er de finanspolitiske udsigter stort set uændrede med hensyn til budgetunderskuddet, og gunstigere, hvad angår gældskvoten.** Den offentlige gælds andel af BNP forventes også at være lavere i fremskrivningsperioden, hvilket navnlig afspejler opjusteringen af Irlands nominelle BNP for 2015, hvilket svarede til et fald i den offentlige gælds andel af BNP i euroområdet på ca. 0,4 pct. af BNP.

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

(Årlige ændringer i procent)

	September 2016				Juni 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Realt BNP <sup>1)</sup>	1,9	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7
		[1,5 - 1,9] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,5] <sup>2)</sup>	[0,4 - 2,8] <sup>2)</sup>		[1,3 - 1,9] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,7] <sup>2)</sup>	[0,5 - 2,9] <sup>2)</sup>
Privat forbrug	1,7	1,7	1,6	1,5	1,7	1,9	1,7	1,5
Offentligt forbrug	1,4	1,7	0,9	1,0	1,3	1,5	0,8	0,9
Faste bruttoinvesteringer	2,9	3,1	3,3	3,3	2,7	3,2	3,4	3,3
Eksport <sup>3)</sup>	6,1	2,6	3,7	4,1	5,2	3,2	4,2	4,4
Import <sup>3)</sup>	6,1	3,3	4,4	4,7	6,0	4,7	4,7	4,8
Beskæftigelse	1,1	1,3	0,8	0,7	1,0	1,1	0,9	0,9
Arbejdsløshed (i pct. af arbejdsstyrken)	10,9	10,1	9,9	9,6	10,9	10,2	9,9	9,5
HICP	0,0	0,2	1,2	1,6	0,0	0,2	1,3	1,6
		[0,1 - 0,3] <sup>2)</sup>	[0,6 - 1,8] <sup>2)</sup>	[0,8 - 2,4] <sup>2)</sup>		[0,1 - 0,3] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,0] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,5] <sup>2)</sup>
HICP ekskl. energi	0,9	0,9	1,2	1,5	0,9	0,9	1,2	1,6
HICP ekskl. energi og fødevarer	0,8	0,9	1,3	1,5	0,8	1,0	1,2	1,5
HICP ekskl. energi, fødevarer og afgiftsændringer <sup>4)</sup>	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	0,9	1,2	1,5
Enhedslønomsprognoser	0,4	0,8	1,0	1,3	0,8	0,8	1,0	1,3
Lønsum pr. ansat	1,3	1,2	1,8	2,2	1,3	1,3	1,8	2,2
Arbejdskraftsproduktivitet	0,9	0,4	0,7	0,9	0,6	0,5	0,8	0,9
Offentlig budgetsaldo (i pct. af BNP)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,5	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4
Strukturel budgetsaldo (i pct. af BNP) <sup>5)</sup>	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6
Den offentlige sektors bruttogæld (i pct. af BNP)	90,3	89,5	88,4	87,0	90,7	90,0	89,0	87,4
Betalingsbalancens løbende poster (i pct. af BNP)	3,2	3,5	3,4	3,3	3,2	2,9	2,8	2,8

1) Data 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. Intervallerne 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.

## Boks 4

### Følsomhedsanalyser

---

**Fremskrivinger baseres i stor udstrækning på tekniske antagelser om udviklingen i en række centrale variabler.** Da nogle af disse kan have en stor effekt på fremskrivingerne 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 fremskrivingerne. I denne boks gennemgås den usikkerhed, der findes i tilknytning til visse vigtige underliggende antagelser, samt fremskrivingernes følsomhed med hensyn til disse variabler.

#### 1) En alternativ udvikling i oliepriserne

**Alternative modeller for oliepriserne peger på en risiko for en noget hurtigere stigning i oliepriserne i fremskrivningsperioden, end futuresmarkederne indikerer.** De tekniske antagelser om udviklingen i oliepriserne, der ligger til grund for basisfremskrivingerne, og som er baseret på futuresmarkederne, forudsiger en stigning i oliepriserne, hvor prisen på Brent-råolie når 51,6 dollar pr. tønde ultimo 2018. Udviklingen stemmer overens med et moderat opsving i den globale efterspørgsel efter olie, hvilket muligvis kan være forbundet med en tiltagende genopretning i den globale økonomi og et lille fald i olieforsyningen. En kombination af andre modeller, som ECB's stab<sup>4</sup> anvender til at forudsige oliepriserne i fremskrivningsperioden, peger i øjeblikket i retning af en højere oliepris i 2017 og 2018, end det fremgår af de tekniske antagelser. Dette kan vise sig at skyldes et kraftigere opsving i den globale efterspørgsel efter olie takket være en kraftigere end forventet stigning i den globale aktivitet og/eller et større fald i olieforsyningen som følge af lavere investeringer i oliebranchen og således en nedgang i olieproduktionskapaciteten i nogle olieproducerende lande. Virkeliggørelsen af en alternativ udvikling, hvor oliepriserne var 11 pct. højere end i basissceneriet for 2018, ville dæmpe væksten i realt BNP marginalt, samtidig med at den ville medføre en noget hurtigere stigning i HICP-inflationen (med 0,1 procentpoint i 2017 og 0,3 procentpoint i 2018).

#### 2) En alternativ udvikling i valutakursen

**Denne følsomhedsanalyse undersøger, som illustration, effekten af en svagere udvikling i eurokursen i forhold til basissceneriet.** Risiciene for en depreciering af eurokursen skyldes hovedsagelig en forskel på den pengepolitik, der føres på de to sider af Atlanten. Især kunne en yderligere pengepolitisk lempelse i euroområdet og en tidligere end forventet stigning i federal funds-renten i USA lægge et forstærket nedadrettet pres på euroen. Den alternative udvikling i eurokursen er udledt af 25 pct.-fraktile af den fordeling, som fremgår af de risikoneutrale tætheder (risk-neutral densities), udledt ved optioner, for USD/EUR-kursen 11. august 2016. Denne udvikling indebærer en gradvis depreciering af euroen over for den amerikanske dollar til en kurs på 1,04 USD/EUR i 2018, hvilket er 6,3 pct. under basissceneriet for samme år. De tilsvarende antagelser om den nominelle effektive eurokurs afspejler tidligere forløb, hvorved ændringer i USD/EUR-kursen afspejler ændringer i den effektive valutakurs med en elasticitet på ca. 50 pct.

---

<sup>4</sup> 1) Se kombinationen af fire modeller, der blev præsenteret i artiklen *Forecasting the price of oil*, *Økonomisk Bulletin*, 4. udgave, ECB, 2015.

Denne antagelse giver en gradvis nedadrettet divergens i den effektive eurokurs fra basisscenariet, som medfører, at den når et niveau 3,3 pct. under basisscenariet i 2018. I dette scenario peger gennemsnittet af resultaterne af en række af de makroøkonomiske modeller, som staben anvender, i retning af en højere vækst i realt BNP (en stigning på 0,1-0,2 procentpoint) og højere HICP-inflation (en stigning på 0,1-0,2 procentpoint) i 2017 og 2018.

## Boks 5

### 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 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 fremskrivninger af væksten i realt BNP og HICP-inflationen klart inden for de opstillede intervaller omkring ECB's stabs fremskrivninger (vist i parentes i tabellen).

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

(Årlige ændringer i procent)

	Offentliggjort	BNP-vækst			HICP-inflation		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
ECB's stabs fremskrivninger	September 2016	1,7 [1,5-1,9]	1,6 [0,7-2,5]	1,6 [0,4-2,8]	0,2 [0,1-0,3]	1,2 [0,6-1,8]	1,6 [0,8-2,4]
Europa-Kommissionen	Maj 2016	1,6	1,8	-	0,2	1,4	-
OECD	Juni 2016	1,6	1,7	-	0,2	1,2	-
Euro Zone Barometer	August 2016	1,5	1,3	1,6	0,3	1,3	1,6
Consensus Economics Forecast	August 2016	1,5	1,2	1,6	0,2	1,3	1,6
Survey of Professional Forecasters	Juli 2016	1,5	1,4	1,6	0,3	1,2	1,5
IMF	Juli (BNP)/April (HICP) 2016	1,6	1,4	1,6	0,4	1,1	1,3

Kilder: Europa-Kommissionens økonomiske forårsprognose 2016, maj 2016 (Europa-Kommissionen offentliggjorde to scenarier i juli 2016 for at afspejle virkningen af resultatet af folkeafstemningen i Det Forenede Kongerige på de økonomiske udsigter i euroområdet. De viste en BNP-vækst i euroområdet på 1,6 pct. i 2016 og på 1,5 pct. i 2017 i det milde scenario og på 1,5 pct. i 2016 og 1,3 pct. i 2017 i det hårde scenario); IMF World Economic Outlook, opdatering juli 2016 (BNP), IMF World Economic Outlook, april 2016 (HICP); OECD Economic Outlook, juni 2016; Consensus Economics Forecasts, august 2016; MJEconomics for Euro Zone Barometer, august 2016; og ECB's Survey of Professional Forecasters, juli 2016.

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, 2016

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 ikkekommercielt øjemed er tilladt, såfremt kilden angives.