



December 2016

Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet¹

Den økonomiske genopretning i euroområdet ventes at fortsætte stort set på linje med fremskrivningerne fra september 2016. Det forventede globale opsving og modstandskraften i den indenlandske efterspørgsel ventes sammen med den meget lempelige pengepolitik, tidligere fremskridt i nedgearingen på tværs af sektorer og en fortsat forbedring på arbejdsmarkedet at understøtte genopretningen i fremskrivningsperioden. På årsbasis forventes realt BNP at stige med 1,7 pct. i 2016 og 2017 og med 1,6 pct. i 2018 og 2019.

HICP-inflationen forventes at stige betydeligt fra 0,2 pct. i 2016 til 1,3 pct. i 2017, 1,5 pct. i 2018 og 1,7 pct. i 2019, og især på kort sigt at blive styrket af skiftet i olieprisudviklingen. I takt med at den uudnyttede kapacitet på arbejdsmarkedet gradvis aftager, vil stigninger i væksten i løn- og enhedslønmodkostninger også styrke HICP-inflationen i fremskrivningsperioden.

1

Realøkonomien

Realt BNP blev understøttet af den indenlandske efterspørgsel og steg med 0,3 pct. i 3. kvartal 2016. Foreliggende data for 3. kvartal tyder på, at det private forbrug og de faste investeringer bidrog positivt til aktiviteten, mens eksporten voksede mindre end importen, hvilket resulterede i et negativt bidrag fra nettohandlen. Arbejdsmarkedsforholdene er blevet stadig bedre de seneste måneder. Beskæftigelsesvæksten har således overrasket positivt, og arbejdsløsheden er faldet mere end forventet. Tilliden er blevet stadig bedre på tværs af sektorer og lande, hvilket peger i retning af robust vækst på kort sigt.

I fremskrivningsperioden forventes realt BNP at stige med 1,7 pct. i 2016 og 2017 og med 1,6 pct. i 2018 og 2019. Modstandskraften i den indenlandske efterspørgsel forventes fortsat at blive drivkraften for væksten i realt BNP og at blive understøttet af ECB's meget lempelige pengepolitik. Eksporten ventes gradvist at

¹ Eurosystemets 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 17. november 2016 (se boks 2). Skæringsdatoen for at inkludere anden information i disse fremskrivninger var 24. november 2016. De aktuelle makroøkonomiske fremskrivninger dækker perioden 2016-19. En så langvarig fremskrivningsperiode er forbundet med meget stor usikkerhed, hvilket bør tages i betragtning ved fortolkningen af dem. Se artiklen *An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections* i ECB Månedsoversigt for maj 2013.

tiltage som følge af det forventede gradvise globale opsving og at føre til et gradvist mere positivt nettohandelsbidrag i løbet af fremskrivningsperioden.

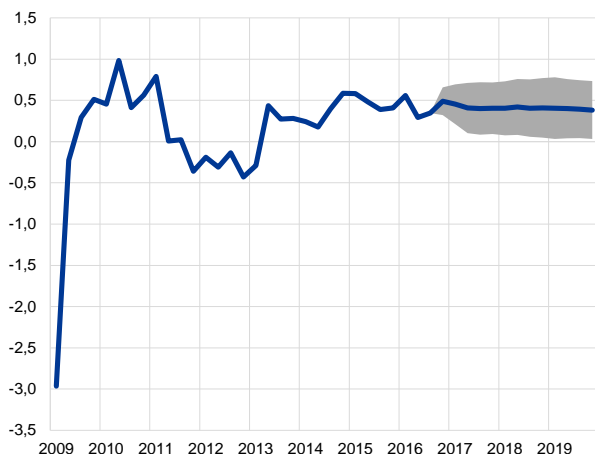
Figur 1

Makroøkonomiske fremskrivninger¹⁾

(Kvartalsvise observationer)

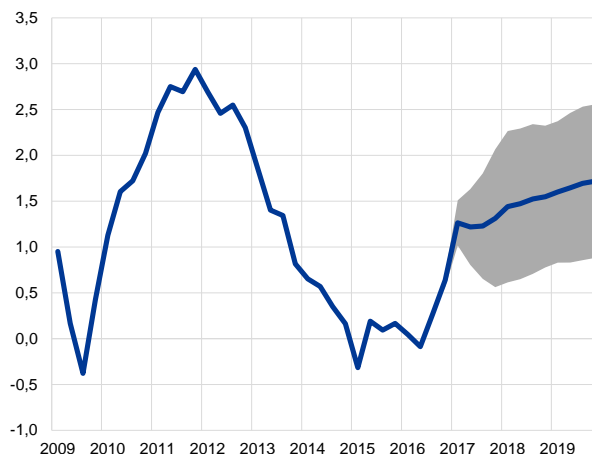
Realt BNP i euroområdet²⁾

(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. 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.

Udviklingen i de private forbrugsudgifter ventes stort set at blive fastholdt i fremskrivningsperioden. I de seneste måneder er forbrugertilliden steget igen som følge af større forventninger til økonomien overordnet set og gunstigere individuelle finansielle forventninger.

Udsigten for væksten i den nominelle disponible indkomst på mellemlangt sigt er fortsat positiv. Bidraget fra bruttolønnen ventes at stige i fremskrivningsperioden, i takt med at en svagere beskæftigelsesvækst mere end udlignes af en kraftigere stigning i lønsum pr. ansat. Væksten i anden personindkomst ventes at blive styrket i et omfang, der stort set svarer til udviklingen i indtjeningen, mens bidraget fra finanspolitiske nettooverførsler forventes at blive svagt negativt. Samtidig forventes væksten i den disponible realindkomst at aftage i 2017 som følge af stigningen i forbrugerpris-inflationen og derefter at fastholde sin styrke.

Forstærket af ECB's pengepolitiske foranstaltninger vil bankernes forbedrede udlånsvilkår støtte væksten i det private forbrug. Selvom de lave renter har påvirket både husholdningernes renteindtægter og -udgifter, har lave renter tendens til at omfordele ressourcerne fra nettosparere til nettolåntagere. Da den sidstnævnte gruppe typisk har en højere marginal forbrugstilbøjelighed, vil omfordelingen yderligere understøtte det samlede private forbrug. I henhold til fremskrivningerne vil de fremskridt, der er opnået med hensyn til nedgearing og den ventede stigning i husholdningernes formue, som afspejler yderligere stigninger i boligpriserne, også understøtte forbruget. Samlet set forventes den årlige vækst i det private forbrug at

aftage moderat fra 1,7 pct. i 2016 til 1,5 pct. i både 2017 og 2018 og til 1,4 pct. i 2019.

Opsparingskvoten ventes at falde indtil medio 2017 og at forblive flad derefter.

Opsparingskvoten estimeres at være steget siden medio 2015, hvilket sandsynligvis skyldes, at husholdningerne har sparet en del af de olieprisrelaterede stigninger i indkomsten op. Effekten forventes at være midlertidig, og afviklingen af den ventes at indebære et fald i opsparingskvoten i løbet af 2017. Opsparingskvoten ventes derefter at forblive flad i resten af fremskrivningsperioden. Således ser faldende arbejdsløshed, forbedrede kreditforhold og lave renter ud til at nedbringe opsparingskvoten i nogle lande, mens det fortsatte behov for nedgearing af gælden og en procyklisk udjævning af forbruget vil øge den.

Boks 1

Tekniske antagelse om renter, valutakurser og råvarepriser

Sammenlignet med fremskrivningerne fra september omfatter ændringerne i de tekniske antagelser højere renter, højere oliepriser i amerikanske dollar og en lille apreciering af den effektive eurokurs.

De tekniske antagelser om renter og råvarepriser bygger på markedsforventningerne på skæringsdatoen 17. november 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 2017, -0,2 pct. i 2018 og 0,0 pct. i 2019.

Markedsforventningerne til den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet peger i retning af en gennemsnitlig rente på 0,8 pct. i 2016, 1,2 pct. i 2017, 1,5 pct. i 2018 og 1,7 pct. i 2019.² Som en afspejling af udviklingsmønsteret for renterne på forwardmarkedet og det gradvise gennemslag af ændringer i markedsrenten på udlånsrenten forventes der kun en beskedent stigning i de sammensatte bankudlånsrenter på lån til den ikkefinansielle private sektor i euroområdet i 2017, som øges yderligere i 2018 og 2019. 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 17. november, at falde fra 52,4 dollar i 2015 til 43,1 dollar i 2016 for derefter at stige til 49,3 dollar i 2017, 52,6 dollar i 2018 og 54,6 dollar i 2019, hvilket er ca. 2 dollar højere i gennemsnit i 2017-18 end i septemberfremskrivningerne. Priserne på råvarer ekskl. energi i amerikanske dollar antages at falde noget i 2016 og at stige i 2017 og årene derefter.³ De bilaterale valutakurser antages at forblive uændrede i fremskrivningsperioden på det gennemsnitlige niveau for den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen 17. november. Dette indebærer en gennemsnitlig dollarkurs på 1,11 dollar pr. euro i 2016 og 1,09 dollar pr. euro i 2017 til 2019 mod 1,11 dollar pr. euro i septemberfremskrivningerne. Den effektive eurokurs (i forhold til 38 handelspartnere) er 0,2 pct. højere i 2016 og 0,4 pct. højere i 2017 og 2018 end antaget i septemberfremskrivningerne

² 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.

³ Antagelser om olie- og fødevarepriser er baseret på futureskontrakter indtil udgangen af fremskrivningsperioden. Priserne på andre hårde råvarer ekskl. energi antages at følge futureskontrakterne indtil 4. kvartal 2017 for derefter at udvikle sig på linje med den globale økonomiske aktivitet.

Tekniske antagelser

	December 2016				September 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
3-måneders EURIBOR (i pct., pr. år)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,4	-0,4
10-årige statsobligationsrenter (i pct., pr. år)	0,8	1,2	1,5	1,7	0,7	0,6	0,8
Oliepris (USD pr. tønde)	43,1	49,3	52,6	54,6	42,8	47,4	50,6
Råvarepriser, ekskl. energi, i USD (årlige ændringer i pct.)	-4,0	6,6	3,8	4,5	-3,0	5,3	4,2
USD/EUR-kurs	1,11	1,09	1,09	1,09	1,11	1,11	1,11
Nominal effektiv eurokurs (EER 38) (årlige ændringer i pct.)	3,8	0,1	0,0	0,0	3,6	-0,1	0,0

Boliginvesteringerne i euroområdet forventes fortsat at stige. Den ventede stigning i væksten i den nominelle disponible indkomst, meget lave realkreditrenter og begrænsede muligheder for andre investeringer forventes at understøtte et vedvarende opsving i boliginvesteringer. Disse positive udsigter for boliginvesteringerne fremgår også af et stigende antal byggetilladelser og en stigende efterspørgsel efter lån til boligkøb i sammenhæng med bankernes forbedrede udlånsvilkår, især som følge af lavere marginer på gennemsnitslån. Desuden synes en række justeringsprocesser på boligmarkederne i nogle lande at være afsluttet og boligpriserne at være begyndt at stige. Den afdæmpende effekt af høj arbejdsløshed og husholdningernes høje gælds niveau i nogle lande, for så vidt angår boliginvesteringer, forventes kun gradvist at aftage. Et allerede højt boliginvesteringniveau i forhold til den disponible indkomst og en negativ demografisk udvikling dæmper væksten i boliginvesteringerne i andre lande.

Der forventes en støt vækst i erhvervsinvesteringerne. En række faktorer forventes at understøtte udviklingen i erhvervsinvesteringerne. Således vokser erhvervstilliden stadig på baggrund af gunstige produktionsforventninger, flere ordrer i ordrebogen og et skifte i forventningerne til salgspriserne. Kapacitetsudnyttelsen er allerede på det højeste niveau siden medio 2008. Finansieringsvilkårene er fortsat meget gunstige og forstærkes af ECB's ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger. Den indenlandske efterspørgsel ventes at forblive robust, og den udenlandske efterspørgsel forventes 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 (NFC-sektoren). Desuden har den kraftige stigning i aktiekurserne, der er observeret de seneste par år, og en moderat vækst i gældsfinansieringen bragt gearingsgraden (gæld i forhold til samlede aktiver) i NFC-sektoren tæt på et historisk lavpunkt. Stigningen i erhvervsinvesteringer vil imidlertid stadig blive holdt nede af stivheder på produktmarkederne og forventninger om en svagere vækst i produktionspotentialet end hidtil.

Eksporten til lande uden for euroområdet ventes at tiltage i fremskrivningsperioden og at blive stort set på linje med den udenlandske efterspørgsel. Den udenlandske efterspørgsel ventes at begynde at stige fra og med udgangen af 2016, i takt med at importefterspørgslen tiltager i både udviklede økonomier og vækstøkonomier (især i Rusland og Brasilien). En afdæmpet importvækst i Storbritannien forventes imidlertid at forhindre en kraftigere stigning i euroområdet udenlandske efterspørgsel. Overordnet set vil de ventede vækstrater for den udenlandske efterspørgsel fortsat ligge et godt stykke under niveauet før krisen.⁴ Eksporten til lande uden for euroområdet forventes at tage til i styrke fra og med 4. kvartal 2016 stort set i samme tempo som den udenlandske efterspørgsel. Importen fra lande uden for euroområdet forventes at stige lidt hurtigere end eksporten til lande uden for euroområdet og på linje med dens historiske elasticitet i forhold til den samlede efterspørgsel. Nettohandlens bidrag til væksten i realt BNP forventes at blive mere positiv i fremskrivningsperioden. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster forventes at forblive konstant på ca. 3,1 pct. af BNP.

Boks 2

Internationale forhold

Den globale aktivitet forventes at blive styrket i fremskrivningsperioden. Data offentliggjort siden de seneste fremskrivninger ser ud til at bekræfte denne vurdering for 2. halvår 2016, idet de peger i retning af en relativt stabil vækst i de udviklede lande og en marginal forbedring i vækstøkonomierne. Fremadrettet forventes den globale økonomiske aktivitet fortsat at blive styrket, selvom den holder sig under niveauet før krisen. Udsigterne er stadig blandede for både de avancerede økonomier og vækstøkonomierne. Fortsat lempelige politikker, overordnet set, og forbedrede arbejdsmarkeder forventes at understøtte aktiviteten i USA, mens væksttempoet i Japan ventes at forblive moderat, og øget usikkerhed forventes at påvirke vækstudsigterne for den britiske økonomi på mellemlangt sigt negativt. Desuden vil den vedvarende afmatning af den kinesiske vækst sandsynligvis lægge en dæmper på de økonomiske udsigter i andre vækstøkonomier, mens den gradvise lempelse af dybe recessioner i nogle af de større råvareeksporterende lande fortsat vil støtte den globale vækst fremover.

Den globale handel forventes også at være blevet styrket i 2. halvår 2016 efter den svage udvikling, der blev observeret i 1. halvår. Den globale import (ekskl. euroområdet) i 1. halvår 2016 blev opjusteret en smule, og foreliggende indikatorer indeholder positive signaler med hensyn til udsigterne på kort sigt. På mellemlangt sigt forventes verdenshandlen at blive styrket som følge af opsvinget i den globale aktivitet. Den udenlandske efterspørgsel i euroområdet forventes at stige med 1,5 pct. i 2016, 2,4 pct. i 2017, 3,4 pct. i 2018 og 3,6 pct. i 2019.

⁴ Se IRC Trade Task Force, "Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?", Occasional Paper Series, No 178, ECB, september 2016.

Internationale forhold

(Årlige ændringer i procent)

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

1) Beregnet som et vægtet gennemsnit af importen.

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

I forhold til fremskrivningerne fra september 2016 er udsigten for den globale genopretning og den udenlandske efterspørgsel kun ændret en smule.

Det negative produktionsgab forventes at være lukket ved udgangen af fremskrivningsperioden, hvilket afspejler en kun beskedne vækst i produktionspotentialet.

Væksten i produktionspotentialet skønnes at forblive afdæmpet i fremskrivningsperioden og at forblive langt under niveauet før krisen på ca. 1,7 pct. Den beskedne stigning i produktionspotentialet afspejler hovedsagelig et temmelig lavt bidrag fra kapitalen efter en lang periode med meget svage investeringer. I henhold til fremskrivningerne ventes bidraget fra arbejdskraften at stige en smule, hvilket afspejler en voksende befolkning i den erhvervsaktive alder og en højere erhvervsfrekvens som følge af strukturreformer. Arbejdskraftens bidrag vil dog fortsat være noget lavere end gennemsnittet før krisen på grund af den aldrende befolkning. Da den faktiske vækst forventes at være noget højere end den moderate udvikling i produktionspotentialet, vil det negative produktionsgab mindskes støt og være lukket ved udgangen af fremskrivningsperioden.

I henhold til fremskrivningerne fortsætter forbedringen af arbejdsmarkedsforholdene i euroområdet i fremskrivningsperioden.

Beskæftigelsen ventes fortsat at stige i fremskrivningsperioden, om end ikke så hurtigt som 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. Denne udvikling i beskæftigelsen indebærer en øget vækst i arbejdskraftsproduktiviteten fra 0,3 pct. i 2016 til 0,9 pct. i 2019 i overensstemmelse med et procyklisk mønster med stigende udnyttelse af både kapital og arbejdskraft, en stigning i antal arbejdstimer pr. ansat og en vis stigning i den totale faktorproduktivitet. Arbejdsløsheden forventes at falde, om end i et lavere tempo end i den seneste tid, idet beskæftigelsesvæksten aftager mere end væksten i arbejdsstyrken.

Sammenlignet med fremskrivningerne fra september 2016 er væksten i realt BNP blevet opjusteret en anelse på kort sigt og er derefter stort set uændret.

De forbedrede kortsigtede udsigter afspejler en gunstigere udvikling i kortsigtede indikatorer og de seneste positive overraskelser i forbindelse med arbejds- og boligmarkederne.

HICP-inflationen ventes at stige markant fra 0,2 pct. i 2016 til 1,3 pct. i 2017 og yderligere til 1,5 pct. i 2018 og 1,7 pct. i 2019. Energipriserne forventes at bidrage med omkring fire femtedele af stigningen i HICP-inflationen i perioden fra 2016 til 2017. Efterhånden som den stærkt afdæmpende effekt fra tidligere fald i olieprisen, som har bremset den samlede inflation i 2015 og 2016, aftager, forventes en betydelig stigning i den samlede inflation i 2017, navnlig i begyndelsen af året. Efterfølgende indebærer udfladningen af kurven for olieprisfutures et svagt fald i inflationen for denne HICP-komponent i resten af 2017 og en stort set flad profil derefter.

HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer forventes at stige gradvis i fremskrivningsperioden på baggrund af et stigende indenlandsk omkostningspres. Løbende forbedringer af arbejdsmarkedsforholdene, som afspejles i en fortsat beskæftigelsesvækst, forventes at føre til et fald i den uudnyttede kapacitet på arbejdsmarkedet. Dette forventes at bidrage til en betydelig stigning i både løn- og enhedslønomkostninger til og med 2019. Avancerne forventes også at stige yderligere, efterhånden som produktionsgabene lukkes, om end i et stort set konstant eller langsommere tempo i forhold til den seneste tid. Desuden vil den omstændighed, at de afdæmpende virkninger af tidligere olieprisfald sammen med de olieprisstigninger, som antages, bidrage til stigningen i HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer via indirekte effekter. Aftagende opadrettede effekter fra den tidligere depreciering af euroen samt nedadrettede effekter fra den efterfølgende apreciering af euroen lægger derimod en dæmper på udsigterne for HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer. Alt i alt forventes en gennemsnitlig HICP-inflation ekskl. energi og fødevarer på 0,9 pct. i 2016, som i løbet af fremskrivningsperioden stiger gradvis til 1,7 pct. i 2019. Den forventes at blive den vigtigste drivkraft bag styrkelsen af HICP-inflationen fra og med medio 2017.

Det forventede skift i importpriserne er en vigtig faktor bag den styrkelse i inflationen, som ifølge fremskrivningerne ventes på kort sigt. Efter en usædvanlig lang periode med gentagne fald i importpriserne forventes den årlige vækst i importpriserne at blive positiv i 2017. Et centralt element i det forventede skift er den stigning i råvare- og navnlig oliepriserne, som antages. Stærke opadrettede basiseffekter spiller også en vigtig rolle i skiftet i den årlige vækst i importdeflatoren fra 2016 til 2017. Et gradvis stigende globalt inflationspres fra andre varer end råvarer, understøttet af en nedgang i den ledige kapacitet på globalt plan, vil sandsynligvis øge det eksterne prispres i euroområdet. Selv om det globale prispres forventes at stige, vil det ifølge fremskrivningerne fortsat være moderat, idet det dæmpes af den stadig betydelige ledige kapacitet på globalt plan i både avancerede økonomier og vækstøkonomier og den heraf følgende stærke konkurrence med lande, hvor omkostningerne er lave.

Der ventes en synlig stigning i lønvæksten gennem hele fremskrivningsperioden, i takt med at den ledige kapacitet på arbejdsmarkedet aftager, og andre faktorer, som dæmper lønvæksten, også svækkes gradvis. Væksten i lønsum pr. ansat ventes ifølge fremskrivningerne at stige fra 1,2 pct. i 2016 til 2,4

pct. i 2019. De væsentligste faktorer bag denne betydelige stigning er de forventede forbedringer af arbejdsmarkedsforholdene samt den forventede inflationsstigning, som sandsynligvis igen vil påvirke lønudviklingen, eftersom lønforhandlingerne i nogle eurolande indeholder et betydeligt bagudrettet element. Endvidere vil behovet for lønnedgang for at genoprette priskonkurrenceevnen i nogle lande eller ophobet løntilbageholdenhed gradvis aftage i løbet af fremskrivningsperioden. Desuden vil de afdæmpende virkninger fra strukturelle arbejdsmarkedsreformer, der er gennemført i nogle eurolande under krisen, muligvis hæmme lønvæksten mindre, efterhånden som konjunkturopsvinget fortsætter og udvides. Sættelseseffekterne vil også aftage, efterhånden som fremgangen i beskæftigelsen bliver mere udbredt og mindre koncentreret om sektorer med lav produktivitet og dermed lav løn, end den har været i de seneste år.

Den fortsatte økonomiske genopretning gavner avancerne, der ventes fortsat at stige i fremskrivningsperioden, om end i et meget langsommere tempo end i 2015. Avancerne steg i 2015 på grund af det bratte fald i oliepriserne, som tilsyneladende ikke er slået helt igennem på forbrugerpriserne, og på grund af en svag udvikling i arbejdskraftsomkostningerne. Efterhånden som oliepriseeffekten aftager, og væksten i enhedslønomsætning stiger i 2016, forventes stigningen i avancerne at blive svækket. Den stort set uændrede og moderate stigningstakt i avancerne i resten af fremskrivningsperioden stemmer overens med det ventede konjunkturopsving og med en vis afdæmpende virkning fra stigende enhedslønomsætning.

Sammenlignet med fremskrivningerne fra september 2016 er udsigterne for HICP-inflationen stort set uændrede. Mens udviklingen i den underliggende inflation er en smule svagere end i septemberfremskrivningerne, bliver dette mere end opvejet i 2017 af en højere energiprisinflation.

3 Finanspolitiske udsigter

I henhold til fremskrivningerne ventes finanspolitikken at være ekspansiv i 2016 og stort set neutral i 2017-19. 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 fortrinsvis er relateret til et mindre fald i andre indtægter end skatterelaterede.

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 2019 medfører yderligere faldende rentebetalinger og forbedringen i den cykliske komponent en yderligere nedbringelse af det offentlige underskud, mens den konjunkturkorrigerede primære saldo forbliver uændret. 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. Det primære overskud har også en gunstig indvirkning på den ventede gældsudvikling.

Sammenlignet med de fremskrivninger, der blev offentliggjort i september, er de finanspolitiske udsigter stort set uændrede med hensyn til budgetunderskuddet, mens gældskvoten er blevet opjusteret i 2017-18. Opjusteringen af den offentlige gælds andel af BNP i 2017 og 2018 afspejler primært et mindre bidrag til nedbringelsen af gælden fra forholdet mellem væksten og renten, som skyldes en nedjustering af euroområdet nominelle BNP.

Tabel 1

Makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet¹⁾

(Årlige ændringer i procent)

	December 2016				September 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Realt BNP ¹⁾	1,7	1,7	1,6	1,6	1,7	1,6	1,6
	[1,6 - 1,8] ²⁾	[1,1 - 2,3] ²⁾	[0,6 - 2,6] ²⁾	[0,4 - 2,8] ²⁾	[1,5 - 1,9] ²⁾	[0,7 - 2,5] ²⁾	[0,4 - 2,8] ²⁾
Privat forbrug	1,7	1,5	1,5	1,4	1,7	1,6	1,5
Offentligt forbrug	2,0	1,3	1,1	1,1	1,7	0,9	1,0
Faste bruttoinvesteringer	3,0	3,1	3,1	2,7	3,1	3,3	3,3
Eksport ³⁾	2,7	3,7	3,9	4,0	2,6	3,7	4,1
Import ³⁾	3,3	4,1	4,3	4,1	3,3	4,4	4,7
Beskæftigelse	1,4	1,1	0,8	0,8	1,3	0,8	0,7
Arbejdsløshed (i pct. af arbejdsstyrken)	10,0	9,5	9,1	8,7	10,1	9,9	9,6
HICP	0,2	1,3	1,5	1,7	0,2	1,2	1,6
	[0,2 - 0,2] ²⁾	[0,8 - 1,8] ²⁾	[0,7 - 2,3] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾	[0,1 - 0,3] ²⁾	[0,6 - 1,8] ²⁾	[0,8 - 2,4] ²⁾
HICP ekskl. energi	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,2	1,5
HICP ekskl. energi og fødevarer	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,3	1,5
HICP ekskl. energi, fødevarer og afgiftsændringer ⁴⁾	0,8	1,1	1,4	1,7	0,9	1,2	1,5
Enhedslønomkostninger	0,8	1,0	1,3	1,5	0,8	1,0	1,3
Lønsum pr. ansat	1,2	1,7	2,1	2,4	1,2	1,8	2,2
Arbejdskraftsproduktivitet	0,3	0,6	0,8	0,9	0,4	0,7	0,9
Offentlig budgetsaldo (i pct. af BNP)	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2	-1,9	-1,7	-1,5
Strukturel budgetbalance (i pct. af BNP) ⁵⁾	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4	-1,9	-1,8	-1,6
Den offentlige sektors bruttogæld (i pct. af BNP)	89,4	88,5	87,3	85,7	89,5	88,4	87,0
Betalingsbalancens løbende poster (i pct. af BNP)	3,2	3,1	3,0	3,1	3,5	3,4	3,3

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.

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

3) Omfatter samhandlen i euroområdet.

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

5) Beregnet som den offentlige budgetsaldo fratrukket den midlertidige effekt af den økonomiske konjunktur og regeringernes midlertidige foranstaltninger (læs mere om ESCB's fremgangsmåde i *Working Paper Series*, nr. 77, ECB, september 2001, og *Working Paper Series*, nr. 579, ECB, januar 2007). Fremskrivningen af den strukturelle saldo er ikke udlødt af et samlet mål for produktionsgab. Ifølge ESCB's metode beregnes de konjunkturelle komponenter separat for forskellige indtægts- og udgiftskomponenter. Læs mere i boksen "Cyclical adjustment of the government budget balance" i ECB Månedsoversigt for marts 2012 og i boksen "The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position" i Månedsoversigten for september 2014.

Boks 3

Følsomheds- og scenarieanalyser

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 visse vigtige underliggende antagelser, samt fremskrivningernes følsomhed med hensyn til disse variabler. Desuden belyser denne boks virkningerne af nogle af den nye amerikanske regerings potentielle politikker på udsigterne for forholdene i USA, i verden og i euroområdet.

1) En alternativ udvikling i oliepriserne

Alternative modeller for oliepriserne peger på en risiko for en hurtigere stigning i oliepriserne i fremskrivningsperioden, end futuresmarkederne indikerer. De tekniske antagelser om udviklingen i oliepriserne, der ligger til grund for basisfremskrivningerne, og som er baseret på futuresmarkederne, forudsiger en stigning i oliepriserne, hvor prisen på Brent-råolie når ca. 55 dollar pr. tønde ultimo 2019. Udviklingen stemmer overens med et moderat opsving i den globale efterspørgsel efter olie, et scenario, som er forbundet med en tiltagende genopretning i den globale økonomi og et lille fald i olieforbruget. En kombination af andre modeller, som Eurosystemets stab⁵ anvender til at forudsige oliepriserne i fremskrivningsperioden, peger i øjeblikket i retning af en højere oliepris i fremskrivningsperioden, end det fremgår af de tekniske antagelser. En alternativ udvikling, hvor oliepriserne var 19 pct. højere end i basisscenariet i 2019, ville i givet fald dæmpe væksten i realt BNP marginalt, samtidig med at den ville medføre en hurtigere stigning i HICP-inflationen (yderligere 0,1 procentpoint i 2017, 0,2 procentpoint i 2018 og 0,3 procentpoint i 2019).

Efter at disse fremskrivninger var udarbejdet, besluttede OPEC 30. november 2016 at reducere olieforbruget, hvilket medførte en brat stigning i olieprisfutures på kort sigt efterfulgt af en svagt stigende udvikling for olieprisfutures senere i fremskrivningsperioden. Hvis denne udvikling i olieprisfutures fortsætter, vil det medføre en højere HICP-inflation i 2017, men have en mindre effekt på inflationsudviklingen i 2018 og 2019, end det forventes i basisscenariet.

2) En alternativ udvikling i valutakursen

Denne følsomhedsanalyse undersøger, som illustration, effekten af en svagere udvikling i eurokursen i forhold til basisscenariet. Risiciene for en depreciering af eurokursen skyldes hovedsagelig en forskel mellem den pengepolitik, der føres på de to sider af Atlanten. Især kan en stigning i federal funds-renten i USA, der er mindre gradvis end forventet, lægge et forstærket nedadrettet pres på euroen. Dette kan bl.a. afspejle stigende inflationsforventninger i USA i en situation med ekspansiv finanspolitik og stramme arbejdsmarkedsforhold. Den alternative udvikling i eurokursen er udledt af 25 pct.-fraktilen af den fordeling, som fremgår af de risikoneutrale tætheder (risk-neutral densities), udledt ved optioner, for USD/EUR-kursen 17. november 2016. Denne udvikling indebærer en gradvis depreciering af euroen over for den amerikanske dollar til en kurs på

⁵ Se kombinationen af fire modeller, der blev præsenteret i artiklen *Forecasting the price of oil*, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2015.

0,95 USD/EUR i 2019, hvilket er 9,7 pct. under basisscenariet for dette 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. Denne antagelse giver en gradvis nedadrettet divergens i den effektive eurokurs fra basisscenariet, som medfører, at den når et niveau 5,2 pct. under basisscenariet i 2019. 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 (yderligere 0,2-0,3 procentpoint pr. år) og højere HICP-inflation (yderligere 0,2 procentpoint i 2017 og 0,4-0,5 procentpoint i 2018 og 2019).

3) Scenarier under den nye amerikanske regering – konsekvenser for udsigterne for forholdene i USA, verden og euroområdet

De potentielle politiske ændringer under den nye amerikanske regering ledet af den valgte præsident Donald Trump er endnu ikke helt tydelige. Selv om detaljerne i den nye regerings fremtidige politik endnu ikke kendes og derfor ikke indgår i basisfremskrivningen, ridsede Donald Trump følgende centrale politiske planer op i løbet af sin kampagne: i) en større finanspolitisk stimuluspakke, som muligvis omfatter en blanding af nedsættelser af personskatten og af selskabsskatten for store selskaber samt øgede udgifter til infrastruktur og forsvar; ii) en strammere indvandringspolitik og iii) øget handelsprotektionisme. Med de forbehold for øje, der knytter sig til den store usikkerhed om den fremtidige politik, gennemgås virkningen af disse tre store politikområder nedenfor.

I USA vil virkningerne af en sådan politisk pakke sandsynligvis være inflationær, mens virkningen på aktiviteten vil afhænge af, hvilke foranstaltninger man rent faktisk vælger at gennemføre. De finanspolitiske foranstaltninger vil øge væksten i realt BNP og inflationen, men denne stigning vil muligvis blive dæmpet af højere renter og en apreciering af den amerikanske dollar. En strammere indvandringspolitik kan eventuelt medføre en temmelig beskeden aktivitetsnedgang, hvis faldet i arbejdsstyrken i stort omfang opvejes af en højere erhvervsfrekvens og øget beskæftigelse i andre dele af landets befolkning. En protektionistisk handelspolitik, som udmøntes i højere told, vil muligvis blive gengældt og kunne medføre en nedgang i realt BNP i USA i fremskrivningsperioden som følge af lavere amerikansk eksport.

De globale virkninger afhænger af de forskellige kanalers relative styrke. Hvis vækstøkonomierne rammes hårdt af protektionistiske tiltag, vil de sandsynligvis opleve en negativ indvirkning på deres BNP-vækst, mens andre regioner muligvis i første omgang nyder godt af effekten af de amerikanske finanspolitiske stimuli og substitutionseffekter fra handel.

Hvad angår virkningen på euroområdet, kan der være tale om forskellige kanaler. For det første ville en mere ekspansiv finanspolitik i USA øge den indenlandske efterspørgsel i landet, svække euroen over for den amerikanske dollar og føre til højere efterspørgsel efter varer og tjenesteydelser fra euroområdet. For det andet kunne den indenlandske aktivitet og import i USA og vækstøkonomierne blive reduceret som følge af højere importtold og andre handelspolitikker, hvorved den amerikanske handelspolitik direkte effekt på efterspørgslen kunne blive negativ for euroområdet. Hvis euroområdet derimod ikke underlægges højere importtold, øges priskonkurrenceevnen i forhold til lande, der rammes af højere importtold. Dette kunne medføre en global substitutionseffekt, der begunstiger euroområdet. Samlet set er virkningerne på euroområdet imidlertid stadig meget usikre på nuværende tidspunkt og afhænger af, hvilke konkrete politikker den nye amerikanske regering vælger.

Boks 4

Prognoser udarbejdet af andre institutioner

En række internationale organisationer og private institutioner udarbejder prognoser for euroområdet. Disse prognoser kan imidlertid ikke sammenlignes direkte, hverken indbyrdes eller med Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger, idet de er afsluttet på forskellige tidspunkter. De anvender desuden forskellige (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 et godt stykke inden for de opstillede intervaller omkring Eurosystemets stabs fremskrivninger (vist i parentes i tabellen).

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

(Årlige ændringer i procent)

	Offentliggjort	BNP-vækst			HICP-inflation		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Fremskrivninger udarbejdet af Eurosystemets stab	December 2016	1,7 [1,6-1,8]	1,7 [1,1-2,3]	1,6 [0,6-2,6]	0,2 [0,2-0,2]	1,3 [0,8-1,8]	1,5 [0,7-2,3]
Europa-Kommissionen	November 2016	1,7	1,5	1,7	0,3	1,4	1,4
OECD	November 2016	1,7	1,6	1,7	0,2	1,2	1,4
Euro Zone Barometer	November 2016	1,6	1,3	1,4	0,3	1,3	1,6
Consensus Economics Forecast	November 2016	1,6	1,3	1,4	0,2	1,3	1,5
Survey of Professional Forecasters	Oktober 2016	1,6	1,4	1,5	0,2	1,2	1,4
IMF	Oktober 2016	1,7	1,5	1,6	0,3	1,1	1,3

Kilder: Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2016; IMF, World Economic Outlook, oktober 2016; OECD, Economic Outlook, november 2016; Consensus Economics Forecasts, november 2016; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, november 2016; og ECB's Survey of Professional Forecasters, oktober 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

Alle rettigheder forbeholdt. Kopiering til uddannelsesformål eller i ikkekommercielt øjemed er tilladt, såfremt kilden angives.