



# Juni 2016

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

### 1 Udsigter for euroområdet: overblik og hovedtræk

*Den økonomiske genopretning i euroområdet ventes at fortsætte, understøttet af ECB's lempelige pengepolitik, lave oliepriser, forbedrede arbejdsmarkedsforhold og en noget lempeligere finanspolitik i 2016. Fremskridt i forbindelse med nedgearingen på tværs af sektorer bør desuden understøtte væksten i den indenlandske efterspørgsel i fremskrivningsperioden. Samtidig ventes den negative indvirkning af den svage eksportvækst at aftage takket være den forventede gradvise bedring i den globale handel. På årsbasis forventes realt BNP at stige med 1,6 pct. i 2016 og med 1,7 pct. i 2017 og 2018. HICP-inflationen ventes at forblive meget lav i 2016 (0,2 pct.), kraftigt dæmpet af det seneste fald i energipriserne. I 2017 ventes en markant stigning i den samlede inflation til 1,3 pct., hvilket i høj grad kan tilskrives opadrettede basiseffekter i energikomponenten. Den faldende uudnyttede kapacitet forventes at få inflationen til at stige yderligere til 1,6 pct. i 2018.*

**Genopretningen drives af den indenlandske efterspørgsel, som forventes at blive understøttet af en række positive faktorer.** Især ECB's lempelige pengepolitik bliver fortsat overført til økonomien. Selv om væksten i det private forbrug aftager en anelse, forventes den især i 2016 at forblive robust, idet husholdningerne sandsynligvis vil forbruge størstedelen af de seneste uventede gevinster i forbindelse med oliepriserne i en situation med forbedrede arbejdsmarkedsforhold og en opdæmmed forbrugerefterspørgsel. Den ventede genopretning vil også bidrage til en fortsat, omend gradvis stigning i investeringerne, som til dels skyldes acceleratorvirkninger. Den indenlandske efterspørgsel vil desuden nyde godt af en noget lempeligere finanspolitik på kort sigt.

---

<sup>1</sup> 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, juni 2001, der findes på ECB's websted. Skæringsdatoen for de tekniske antagelser, som fx oliepriser og valutakurser, var 10. maj 2016 (se boks 1). Skæringsdatoen for at inkludere anden information i disse fremskrivninger var 18. maj 2016. De aktuelle makroøkonomiske fremskrivninger dækker perioden 2016-18. En så langvarig fremskrivningsperiode er forbundet med meget stor usikkerhed, hvilket bør tages i betragtning ved fortolkningen af de makroøkonomiske fremskrivninger. Se artiklen *An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections* i ECB Månedsoversigt for maj 2013. To uger efter offentliggørelsen af denne artikel – efter de nationale centralbankers offentliggørelse af de nationale fremskrivninger – offentliggøres en tabel med fremskrivningerne af bestemte nationale variabler, som ligger til grund for fremskrivninger af aggregaterne for euroområdet, som præsenteres i denne artikel.

**Eksterne negative faktorer lægger en dæmper på udsigterne på kort sigt, men forventes at aftage på mellemlangt sigt.** Den udenlandske efterspørgsel i euroområdet vil fortsat kun stige moderat i 1. halvår 2016 og vil stadig være dæmpet af en svag efterspørgsel i vækstøkonomierne. Denne negative effekt på væksten i eksporten til lande uden for euroområdet opvejes fortsat kun delvist af de gunstige forsinkede effekter af den hidtige kraftige depreciering af euroen. I fremskrivningsperioden ventes den globale aktivitet uden for euroområdet gradvist at tage til, hvilket understøtter den udenlandske efterspørgsel i euroområdet og dermed eksporten til lande uden for euroområdet.

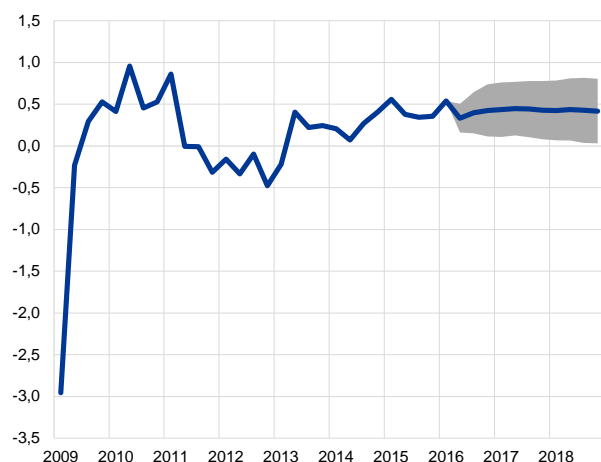
**Udviklingen i HICP's energikomponent er fortsat afgørende for at forklare såvel den lave samlede inflation i 2016 som den bratte stigning, der forventes mellem 2016 og 2017.** Det store negative bidrag fra HICP-energiinflationen ventes at fortsætte i 2016 samt at lægge en dæmper på den samlede inflation. Betydelige opadrettede basiseffekter indikerer, at HICP-energiinflationen vil stige markant og blive positiv i 2017. Så snart disse opadrettede basiseffekter er aftaget, ventes HICP-energiinflationen at forblive forholdsvis stabil i resten af fremskrivningsperioden. Det opadrettede pres på HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer forventes at stige gradvist i fremskrivningsperioden. Forbedrede arbejdsmarkedsforhold og den ventede yderligere styrkelse af den økonomiske genopretning forventes at øge lønvæksten og avancerne. Som følge af antagelsen om stigende oliepriser og råvarepriser ekskl. energi bør opadrettede indirekte effekter af disse stigninger på HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer tage til og i sidste ende opveje den aftagende afdæmpende effekt af tidligere fald i

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

(Kvartalsvise observationer)

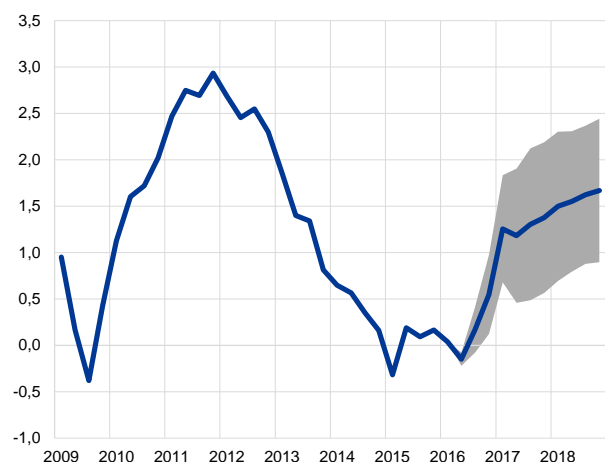
**Realt BNP i euroområdet<sup>2)</sup>**

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

2) Data korrigeret for antal arbejdsdage.

råvarepriserne. Desuden forventes der fortsat opadrettede effekter i hele 2017 fra det igangværende gennemslag af den tidligere depreciering af eurokursen.

## 2 Realøkonomien

**Opsvinget i aktiviteten i euroområdet forventes at forblive robust.** Væksten i realt BNP steg til 0,5 pct. i 1. kvartal 2016. De seneste konjunkturbarometre viser, at erhvervs- og forbrugertilliden har stabiliseret sig på et niveau, der ligger over deres langsigtede gennemsnit, hvilket indikerer vedvarende økonomisk vækst på kort sigt.

**Væksten i det private forbrug forventes at være kraftig i 2016 og forblive robust derefter.** Væksten i den nominelle disponible indkomst forventes gradvist at tage til i fremskrivningsperioden, understøttet af beskæftigelsesvæksten og en stigende nominel lønsum pr. ansat. Ikkearbejdsrelateret personlig indkomst vil bidrage positivt til væksten i den nominelle disponible indkomst, hvilket stort set er i overensstemmelse med udviklingen i indtjeningen. Væksten i den disponible realindkomst forventes at tage til i 2016, inden den mister momentum i 2017 og de efterfølgende år, hvilket hovedsagelig afspejler udviklingen i energiprisinflationen. Lave finansieringsomkostninger, en moderat bedring i udlånsvæksten og moderate stigninger i husholdningernes nettoformuer, som alt sammen styrkes af ECB's pengepolitiske foranstaltninger, bør understøtte det private forbrug og bør kun delvis blive opvejet af den negative effekt af lavere renteindtægter på den disponible indkomst. Desuden ventes fremskridt i forbindelse med nedgearingen også at understøtte væksten i det private forbrug. Samlet set forventes den årlige vækst i det private forbrug at stige fra 1,7 pct. i 2015 til 1,9 pct. i 2016 og derefter aftage til 1,7 pct. i 2017 og 1,5 pct. i 2018.

### Boks 1

#### Tekniske antagelser om renter, valutakurser og råvarepriser

**Sammenholdt med martsfremskrivningerne omfatter de vigtigste ændringer i de tekniske antagelser markant højere oliepriser og råvarepriser ekskl. energi i amerikanske dollar, en mindre depreciering af den effektive eurokurs og lavere lange markedsrenter.**

#### Tekniske antagelser

	Juni 2016				Marts 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
3-måneders EURIBOR (i pct., pr. år)	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	-0,2
10-årige statsobligationsrenter (i pct., pr. år)	1,2	0,9	1,1	1,4	1,2	1,2	1,4	1,7
Oliepris (USD/pr. tønde)	52,4	43,4	49,1	51,3	52,5	34,9	41,2	44,9
Råvarepriser, ekskl. energi, i USD (årlige ændringer i pct.)	-19,9	-3,3	4,3	4,6	-19,9	-14,8	3,0	4,7
USD/EUR-kurs	1,11	1,13	1,14	1,14	1,11	1,11	1,12	1,12
Nominel effektiv eurokurs (EER 38) (årlige ændringer i pct.)	-7,1	4,2	0,2	0,0	-7,1	4,8	0,2	0,0

**De tekniske antagelser om renter og råvarepriser bygger på markedsforventningerne på skæringsdatoen 10. maj 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, 2017 og 2018. Markedets forventninger til den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet tyder på en gennemsnitlig rente på 0,9 pct. i 2016, 1,1 pct. i 2017 og 1,4 pct. i 2018.<sup>2</sup> Som følge af renteutviklingen på forwardmarkedet og det gradvise gennemslag af ændringer i markedsrenten på udlånsrenten forventes de sammensatte bankudlånsrenter på lån til den ikkefinansielle private sektor i euroområdet at falde i 2016, at forblive stort set stabile i 2017 for derefter at stige beskedent i 2018. For så vidt angår råvarepriserne antages prisen på Brent-råolie på grundlag af udviklingen på futuresmarkederne som det gennemsnitlige niveau for den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen 10. maj, at falde fra 52,4 dollar pr. tønde i 2015 til 43,4 dollar i 2016 for derefter at stige til 49,1 dollar i 2017 og 51,3 dollar i 2018, hvilket er ca. 8 dollar højere i 2016 og 2017 og ca. 6 dollar højere i 2018 end forventet i martsfremskrivningerne. Priserne på råvarer ekskl. energi i amerikanske dollar antages at falde en smule i 2016 for derefter 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 sluttede på skæringsdatoen 10. maj. Dette indebærer en gennemsnitlig dollarkurs på 1,13 USD pr. euro i 2016 og 1,14 USD pr. euro i 2017 og 2018 mod martsfremskrivningernes 1,11 USD pr. euro i 2016 og 1,12 USD pr. euro i 2017 og 2018. Den effektive eurokurs (over for 38 handelspartnere) antages at være 0,6 pct. svagere i fremskrivningsperioden end antaget i marts.

---

**Opsparingskvoten forventes at falde indtil medio 2017 og at forblive stort set uændret derefter.** Et gradvist gennemslag af olieprisrelaterede stigninger i realindkomsten ventes at fortsætte med at understøtte opsparingskvoten i 2016 og derefter aftage i 2017. Opsparingskvoten forventes derefter at stagnere i resten af fremskrivningsperioden, hvilket afspejler modsatrettede forhold. Overordnet set peger den faldende arbejdsløshed, forbedrede kreditforhold og lave renter i retning af et fald i opsparingskvoten. I visse lande forventes et behov for nedgearing af gældsfinansieringen imidlertid at kompensere for dette samt at føre til en stigning i opsparingskvoten.

**Der ventes en beskedent stigning i boliginvesteringerne i euroområdet.** Den ventede stigning i væksten i den nominelle disponible indkomst og meget lave realkreditrenter forventes at understøtte et vedvarende opsving i boliginvesteringerne. Desuden synes justeringsprocesserne på boligmarkederne at

---

<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 råvarepriser på fødevarer er baseret på futureskontrakter indtil udgangen af fremskrivningsperioden. Priserne på andre råvarer ekskl. energi og fødevarer antages at følge futureskontrakter indtil 2. kvartal 2017 for derefter at udvikle sig på linje med den globale økonomiske aktivitet.

være afsluttet i mange lande og boligpriserne at have nået et lavpunkt. Den høje arbejdsløshed, husholdningernes høje gælds niveau i nogle lande og en negativ demografisk udvikling vil dog sandsynligvis modvirke en kraftigere stigning i boliginvesteringerne.

#### **Erhvervsinvesteringerne ventes at fortsætte den positive udvikling.**

Kapitaludgifterne ventes at blive understøttet af en række faktorer, især den meget lempelige pengepolitik, som yderligere styrkes af ECB's seneste pengepolitiske foranstaltninger, den forventede stigning i både den indenlandske og den udenlandske efterspørgsel, behovet for modernisering af kapitalapparatet efter flere år med et lavt investeringsniveau, de lave omkostninger ved og den lette adgang til ekstern finansiering, finanspolitiske foranstaltninger i nogle lande og en stigning i avancerne i en allerede meget likvid sektor af ikkefinansielle selskaber. Desuden har den kraftige stigning i aktiekurserne de seneste par år og en moderat vækst i gældsfinansieringen bragt gearingsgraden (gæld i forhold til samlede aktiver) i sektoren af ikkefinansielle selskaber tæt på et historisk lavpunkt. Stigningen i erhvervsinvesteringer vil imidlertid blive dæmpet af stivheder på produkt- og arbejdsmarkederne, forventninger om en svagere vækst i produktionspotentialet end hidtil og stigende geopolitisk usikkerhed.

#### **Eksporten til lande uden for euroområdet ventes at stige på linje med den udenlandske efterspørgsel i euroområdet.**

Den udenlandske efterspørgsel forventes gradvist at tage til fra 2. halvår 2016 og fremefter i takt med stigningen i den globale aktivitet, men dog at forblive et godt stykke under dens væksthøjde før krisen (se boks 2). Efter den seneste stigning forventes eksportmarkedsandelene uden for euroområdet at forblive stort set uændrede i fremskrivningsperioden. Importen fra lande uden for euroområdet ventes at stige på linje med dens historiske elasticitet i forhold til den samlede efterspørgsel. Den forventes dog fortsat at vokse hurtigere end eksporten, hvilket tyder på et negativt vækstbidrag fra nettohandlen i 2016, som derefter vil være neutralt. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster forventes at falde marginalt fra 3,2 pct. af BNP i 2015 til 2,8 pct. i 2018.

## **Boks 2**

### Internationale forhold

---

#### **Den globale økonomiske aktivitet forventes at stige gradvist og at blive drevet af udsigten til fortsat robust vækst i de fleste avancerede økonomier og en aftagende effekt af den dybe recession i nogle store vækstøkonomier.**

Udsigterne for de avancerede økonomier bør understøttes af gunstige finansieringsforhold og forbedrede arbejdsmarkeder. Den gradvise afmatning af den kinesiske økonomi vil sandsynligvis lægge en dæmper på væksten i andre vækstøkonomier, især i vækstøkonomierne i Asien. Selv om en del af det tungeste pres er aftaget som følge af den seneste stigning i råvarepriserne, vil råvareeksportører fortsætte deres tilpasning til lave råvarepriser. På trods af den seneste opsving på de finansielle markeder, står vækstøkonomierne desuden over for strammere eksterne finansieringsforhold, hvilket til dels skyldes normaliseringen af USA's pengepolitik. Politisk usikkerhed og geopolitiske spændinger lægger desuden en dæmper på efterspørgslen i nogle lande.

**Væksten i verdenshandlen (ekskl. euroområdet) blev atter positiv i 2. halvår 2015 efter en meget svag udvikling i 1. halvår 2015.** På kort sigt påvirkes den globale import fortsat af den svage udvikling i nogle vækstøkonomier, især i Brasilien og i Rusland. Derefter forventes verdenshandlen at stige gradvist i takt med opsvinget i den globale aktivitet. I fremskrivningerne antages det fortsat, at handlens elasticitet i forhold til den globale vækst på mellemlangt sigt er på ca. 1, hvilket er markant lavere end niveauet før krisen. Samlet set forventes den udenlandske efterspørgsel i euroområdet at stige fra 0,6 pct. i 2015 til 2,0 pct. i 2016, 3,5 pct. i 2017 og 4,0 pct. i 2018.

**Sammenlignet med fremskrivningerne fra marts 2016 er den globale aktivitet og den udenlandske efterspørgsel i euroområdet blevet nedjusteret.**

#### Internationale forhold

(Årlige ændringer i procent)

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

1) Beregnet som et vægtet gennemsnit af importen.

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

**Alt i alt forventes realt BNP at stige med 1,6 pct. i 2016 og med 1,7 pct. i både 2017 og 2018.**

**Det negative produktionsgab 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 hovedsageligt et forholdsvist lavt bidrag fra kapitalen efter en lang periode med beskeden investeringsvækst. Arbejdskraftens bidrag forventes at stige i fremskrivningsperioden, hvilket afspejler en voksende befolkning i den erhvervsaktive alder som følge af en højere erhvervsfrekvens, der til dels skyldes strukturreformer og desuden afspejler den aktuelle indvandring.

**Arbejdsmarkedsforholdene i euroområdet ventes at blive yderligere forbedret i fremskrivningsperioden i et noget højere tempo end tidligere ventet.**

Beskæftigelsen ventes at fortsætte med at stige i fremskrivningsperioden. Arbejdsstyrken forventes at vokse kraftigt i 2016 og 2017, hvilket delvist afspejler tilstrømningen af flygtninge og "encouraged worker effect". Arbejdsløsheden forventes at falde, men vil forblive på et historisk højt niveau. Udviklingen i beskæftigelsen indebærer en øget vækst i arbejdskraftsproduktiviteten fra 0,6 pct. i 2015 til 0,9 pct. i 2018 i overensstemmelse med dens sædvanlige procykliske mønster.

**Sammenlignet med fremskrivningerne fra marts 2016 er udsigterne for væksten i realt BNP i 2016 blevet opjusteret.**

Opjusteringen i 2016 afspejler til dels en mere positiv følgevirkning i relation til tidligere datarevisioner, samt en større end forventet vækst i 1. kvartal 2016 og en aftagende usikkerhed i forbindelse med nedgangen i volatiliteten på de finansielle markeder. På lidt længere sigt er vækstudsigterne stort set uændrede, hvilket dækker over nedadrettede virkninger fra højere oliepriser og en svagere udenlandsk efterspørgsel, som i det store hele udlignes af den gunstige effekt af de pengepolitiske foranstaltninger fra marts 2016.

3

**Priser og omkostninger**

**Den seneste udvikling i HICP-inflationen er blevet påvirket af lave energipriser og en beskeden udvikling i HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer.**

HICP-inflationen var -0,1 pct. i maj 2016, hvilket afspejler en inflationstakt på -8,1 pct. for energikomponenten og 0,8 pct. for HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer.

**I fremskrivningsperioden ventes det eksterne prispres at stige, hvilket vil bidrage væsentligt til en stigning i den samlede inflation.**

Opadrettede olieprisrelaterede basiseffekter i HICP-energiinflationen og de forventede yderligere stigninger, der kan udledes af futureskontrakter på olie, bør tegne sig for en markant del af stigningen i den samlede inflation mellem 2016 og 2017. Det opadrettede pres på den samlede inflation forventes desuden fortsat at slå igennem fra den hidtidige markante depreciering af eurokursen fra medio 2014. HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer bør stige gradvist i fremskrivningsperioden, i takt med at arbejdsmarkedsforholdene forbedres, og den økonomiske genopretning styrkes, understøttet af ECB's pengepolitiske foranstaltninger.

**Lønvæksten er moderat, men ventes at blive styrket en anelse, i takt med at arbejdsmarkedsforholdene gradvist strammes.**

Lønvæksten dæmpes af høj arbejdsløshed, lav produktivitetsvækst, tilpasningsprocesser i flere lande med henblik på at genvinde konkurrenceevnen samt højere lønflexibilitet efter strukturelle arbejdsmarkedsreformer, der blev gennemført under krisen. I denne forbindelse forventes sammensætningseffekter fortsat at lægge en dæmper på den samlede lønvækst, samtidig med at det ser ud som om, at der opstår nye job, navnlig i sektorer med en forholdsvis lavere arbejdsproduktivitet, og dermed lavere lønniveauer. Samlet set forventes væksten i lønsum pr. ansat at stige gradvist fra 1,3 pct. i gennemsnit i 2016 til 1,8 pct. i 2017 og 2,2 pct. i 2018.

**Avancerne bør blive positivt påvirket af den igangværende økonomiske genopretning.**

De forventede yderligere stigninger i efterspørgslen ventes at styrke virksomhedernes "pricing power" og dermed øge avancerne. Avancerne er på det seneste blevet positivt påvirket af uventede gevinster i forbindelse med de lave oliepriser, men denne effekt forventes at aftage på kort sigt i overensstemmelse med de seneste og de forventede yderligere stigninger i oliepriserne, således som det fremgår af kurven over olie futures. De forventede stigninger i væksten i



enhedslønoms-kostninger i fremskrivningsperioden ventes desuden, især i 2018, at få en afdæmpende effekt på avancerne.

**Sammenlignet med martsfremskrivningerne er udsigterne for HICP-inflationen blevet opjusteret en anelse for 2016 og er stort set uændrede for 2017 og 2018.**

Opjusteringen af HICP-inflationen, som skyldes ændringer i antagelserne om olieprisen, har lidt mere end opvejet nedjusteringen af de HICP-komponenter, der ikke omfatter energi, for 2016. For så vidt angår 2017 og 2018 er opjusteringen af energi- og fødevarer-komponenterne stort blevet opvejet af nedjusteringer i HICP-inflationen, ekskl. fødevarer og energi.

## 4 Finanspolitiske udsigter

**Finanspolitikken forventes at yde et lille positivt bidrag til efterspørgslen i 2016 for derefter at være 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. Den ekspansive finanspolitik i 2016 skyldes først og fremmest lettelser af direkte skatter og sociale bidrag i flere lande og større udgifter i forbindelse med tilstrømningen af flygtninge.

**I fremskrivningsperioden ventes både underskuddet på den offentlige budgetsaldo og gældskvoten at falde.**

Nedbringelsen af underskuddet i 2016 skyldes et fald i rentebetalinger og forbedringen i den cykliske komponent, som til dels udlignes af en lempelse af finanspolitikken. I 2017-18 vil den gunstige effekt af lavere rentebetalinger sandsynligvis blive forstærket af en forbedring i den primære saldo, hvilket først og fremmest skyldes en gunstig konjunkturudvikling. I perioden 2016-18 forventes den gradvise nedbringelse af statsgælden hovedsageligt at blive understøttet af en gunstigere forskel mellem væksten og renten i lyset af den ventede økonomiske genopretning og antagelsen om lave renter. Små primære overskud vil sandsynligvis også have en gunstig indvirkning på den forventede udvikling i gælden.

**Sammenlignet med de fremskrivninger, der blev offentliggjort i marts, er de finanspolitiske udsigter mere positive.**

Den offentlige budgetsaldo er blevet opjusteret i hele fremskrivningsperioden, hvilket skyldes en antagelse om mindre dynamisk vækst i det offentlige forbrug, herunder offentlige lønninger, samtidig med en stort set uændret vækst i nominelt BNP i 2017-18. Den offentlige gælds andel af BNP forventes også at være lavere i fremskrivningsperioden, hvilket afspejler større primære overskud og, især i 2016, en gunstigere forskel mellem væksten og renten, som skyldes opjusteringen af væksten i nominelt BNP.



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

(Årlige ændringer i procent)

	Juni 2016				Marts 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Realt BNP <sup>1)</sup>	1,6	1,6	1,7	1,7	1,5	1,4	1,7	1,8
		[1,3 - 1,9] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,7] <sup>2)</sup>	[0,5 - 2,9] <sup>2)</sup>		[1,0 - 1,8] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,7] <sup>2)</sup>	[0,6 - 3,0] <sup>2)</sup>
Privat forbrug	1,7	1,9	1,7	1,5	1,6	1,9	1,8	1,6
Offentligt forbrug	1,3	1,5	0,8	0,9	1,4	1,5	1,1	1,2
Faste bruttoinvesteringer	2,7	3,2	3,4	3,3	2,5	2,7	3,6	3,3
Eksport <sup>3)</sup>	5,2	3,2	4,2	4,4	4,8	3,0	4,3	4,6
Import <sup>3)</sup>	6,0	4,7	4,7	4,8	5,4	4,6	5,3	5,1
Beskæftigelse	1,0	1,1	0,9	0,9	1,1	0,9	0,8	0,9
Arbejdsløshed (i pct. af arbejdsstyrken)	10,9	10,2	9,9	9,5	10,9	10,4	10,2	9,9
HICP	0,0	0,2	1,3	1,6	0,0	0,1	1,3	1,6
		[0,1 - 0,3] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,0] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,5] <sup>2)</sup>		[-0,2 - 0,4] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,0] <sup>2)</sup>	[0,8 - 2,4] <sup>2)</sup>
HICP ekskl. energi	0,9	0,9	1,2	1,6	0,9	1,1	1,3	1,5
HICP ekskl. energi og fødevarer	0,8	1,0	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
HICP ekskl. energi, fødevarer og afgiftsændringer <sup>4)</sup>	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
Enhedslønomkostninger	0,8	0,8	1,0	1,3	0,9	1,1	0,9	1,2
Lønsum pr. ansat	1,3	1,3	1,8	2,2	1,3	1,5	1,9	2,1
Arbejdskraftsproduktivitets	0,6	0,5	0,8	0,9	0,4	0,4	0,9	0,9
Offentlig budgetsaldo (i pct. af BNP)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0
Strukturel budgetsaldo (i pct. af BNP) <sup>5)</sup>	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1
Den offentlige sektors bruttogæld (i pct. af BNP)	90,7	90,0	89,0	87,4	91,1	90,8	90,0	89,2
Betalingsbalancens løbende poster (i pct. af BNP)	3,2	2,9	2,8	2,8	3,0	3,0	2,6	2,5

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 udledt 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****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 visse vigtige underliggende antagelser, samt fremskrivningernes 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 basisfremskrivningerne, og som er baseret på futuresmarkederne, forudsiger en stigning i oliepriserne, hvor prisen på Brent-råolie når 52 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 Eurosystemets stab<sup>4</sup> anvender til at udarbejde fremskrivninger af 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 olieudvindingskapaciteten i nogle olieproducerende lande. Virkeliggørelsen af en alternativ udvikling, hvor oliepriserne ville være 10 pct. højere end i basisscenariet for 2018, ville dæmpe væksten i realt BNP marginalt, samtidig med at den ville medføre en noget hurtigere stigning i HICP-inflationen (med ca. 0,1 procentpoint i 2017 og 0,2 procentpoint i 2018).

## 2) En alternativ udvikling i valutakursen

**Denne følsomhedsanalyse undersøger effekten af en svagere udvikling i eurokursen i forhold til basisscenariet.** Risiciene for en depreciering af eurokursen skyldes hovedsaglig 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. Det alternative scenario for udviklingen 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 10. maj 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 8,8 pct. under basisscenariet 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. Denne antagelse giver en gradvis nedadrettet divergens i den effektive eurokurs fra basisscenariet, som medfører, at den når et niveau 4,6 pct. under basisscenariet i 2018. I dette scenario peger gennemsnittet af resultaterne af en række af stabens makroøkonomiske modeller i retning af højere vækst i realt BNP (en stigning på 0,1-0,2 procentpoint) og højere HICP-inflation (en stigning på 0,1-0,3 procentpoint) i 2016, 2017 og 2018.

---

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

## Boks 4

### Prognoser udarbejdet af andre organisationer

**En række internationale organisationer og private institutioner udarbejder prognoser for euroområdet.** Disse prognoser kan imidlertid ikke sammenlignes direkte, hverken indbyrdes eller med Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger, idet de er afsluttet på forskellige tidspunkter. De anvender desuden forskellige (delvist uspecificerede) metoder til at udlede antagelser om budgetvariabler samt finansielle og eksterne variabler, herunder priser på olie og andre råvarer. Endelig anvendes forskellige metoder til at korrigere for antal arbejdsdage i de forskellige prognoser (se tabellen). Som det fremgår af tabellen, viser de fleste af de foreliggende prognoser fra de andre institutioner samme eller en anelse lavere vækst i realt BNP i fremskrivningsperioden, mens de viser lignende eller lidt bedre udsigter for inflationen. Fremskrivningerne af væksten i realt BNP og HICP-inflationen adskiller sig ikke i væsentlig grad fra punktprognoserne i Eurosystemets stabs junifremskrivninger. De befinder sig et godt stykke inden for de opstillede intervaller omkring disse 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
Eurosystemets stabs fremskrivninger	Juni 2016	1,6 [1,3-1,9]	1,7 [0,7-2,7]	1,7 [0,5-2,9]	0,2 [0,1-0,3]	1,3 [0,6-2,0]	1,6 [0,7-2,5]
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	Maj 2016	1,6	1,7	1,6	0,3	1,4	1,7
Consensus Economics Forecast	Maj 2016	1,6	1,6	1,6	0,2	1,3	1,6
Survey of Professional Forecasters	April 2016	1,5	1,6	1,7	0,3	1,3	1,6
IMF	April 2016	1,5	1,6	1,6	0,4	1,1	1,3

Kilder: Europa-Kommissionens økonomiske forårsprognose 2016; IMF, World Economic Outlook, april 2016; OECD, Economic Outlook, juni 2016; Consensus Economics Forecasts, MJEconomics og ECB's Survey of Professional Forecasters.

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.