



September 2017

Makroekonomiska framtdsbedömningar för euroområdet av ECB:s experter¹

Den ekonomiska expansionen i euroområdet beräknas fortsätta under bedömningsperioden i en tillväxttakt väl över den potentiella. Efter en högsta nivå på 2,2 procent efter krisen väntas den reala BNP-tillväxten i genomsnitt ligga på runt 1,8 procent under 2018 och 2019. Den kraftigt stimulerande penningpolitiken, de framsteg i skuldneddragning som gjorts i olika sektorer samt en fortsatt förbättring av arbetsmarknadsläget, beräknas stödja inhemsk efterfrågan. Samtidigt väntas den globala återhämtningen att stödja euroområdets export, trots den senaste tidens appreciering av eurons växelkurs.

Inflationen på årsbasis väntas på kort sikt sjunka, främst p.g.a. baseffekter i energipriserna, för att därefter stiga och nå 1,5 procent 2019. Trots dämpande effekter av den senaste tidens appreciering av eurons växelkurs väntas den underliggande inflationen öka gradvis på sikt, till följd av det gradvisa utnyttjandet av överkapacitet.

1

Realekonomin

Gynnsamma förtroendeindikatorer tyder på att den ekonomiska återhämtningen förblir robust.

Real BNP ökade med 0,6 procent under andra kvartalet 2017 med stöd av ett starkt bidrag från inhemsk efterfrågan. Villkoren på arbetsmarknaden har fortsatt att förbättras under de senaste månaderna och arbetslöshetsnivån har minskat mer än förväntat. Eftersom exporttillväxten väntas normaliseras något efter den starka tillväxttakten i början av 2017, torde den reala BNP-tillväxten bli måttlig inom en nära framtid, men samtidigt väl över den potentiella tillväxttakten, i linje med stor framtidstro hos företag och konsumenter.

¹ Dessa makroekonomiska framtdsbedömningar av ECB:s experter utgör underlag för ECB-rådets bedömning av den ekonomiska utvecklingen och riskerna för prisstabiliteten. De framtdsbedömningar som görs av ECB:s experter eller Eurosystemets experter är inte godkända av ECB-rådet och återspeglar inte heller nödvändigtvis ECB-rådets åsikter om utsikterna för euroområdet. Information om de förfaranden och den teknik som använts ges i *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, ECB, juli 2016, som finns på ECB:s webbplats. Stoppdatum för de tekniska antagandena, för t.ex. oljepriser och växelkurser, var den 14 augusti 2017 (se ruta 1). Stoppdatum för andra uppgifter till denna rapport var den 21 augusti 2017, med undantag för kvartalsvisa nationalräkenskaper för Spanien som offentliggjordes den 24 augusti, vilka har inkluderats. De aktuella makroekonomiska framtdsbedömningarna omfattar perioden 2017-2019. Bedömningar för en så lång period omgärdas dock av stor osäkerhet, vilket inte får glömmas bort när man tolkar dem. Se artikeln "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections" i ECB:s månadsrapport från maj 2013.

Se <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> för en tillgänglig version av de data som ligger till grund för de olika tabellerna och diagrammen.

På medellång sikt kommer den inhemska efterfrågan, med stöd av gynnsamma finansieringsvillkor och förbättrade arbetsmarknader, att fortsätta att driva tillväxtutsikterna. På lite längre sikt väntas en rad gynnsamma faktorer alltjämt ge stöd till den privata konsumtionen och investeringarna under bedömningsperioden. ECB:s stimulerande penningpolitik fortsätter att få genomslag i ekonomin och marknadens förväntningar på framtida räntor är, som framgår av de tekniska antagandena i dessa framtidsbedömningar, fortsatt låga under perioden. Utlåning till den privata sektorn fortsätter att expandera, drivna av låga räntor och gynnsamma villkor för bankutlåning. Den privata konsumtionen torde dra nytta av de fortlöpande förbättringarna i arbetsmarknadsläget. Återhämtningen i företagsinvesteringarna återspeglar förbättrade vinstmarginaler i samband med lägre behov av skuldeddragning och ett ökande efterfrågetryck. Bostadsinvesteringarna får stöd av gynnsamma inkomstutsikter och finansieringsvillkor samt även av låga räntor på alternativa placeringar. Medvind från omvärlden torde också gynna tillväxten med en starkare global aktivitet och en resulterande ökad efterfrågan på export från euroområdet.

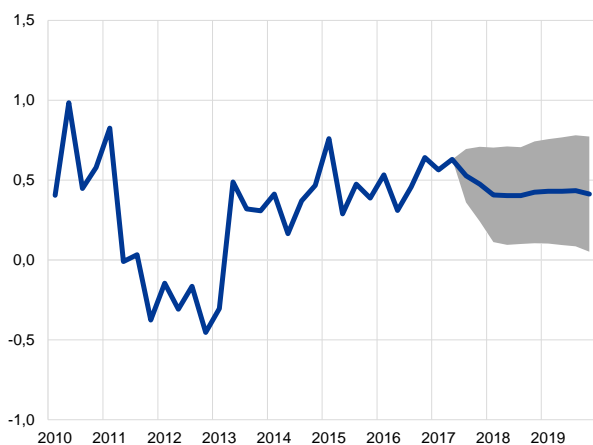
Diagram 1

Makroekonomiska indikatorer¹⁾

(kvartalsuppgifter)

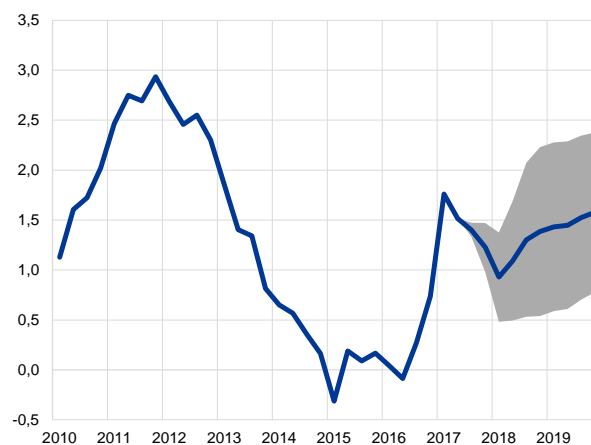
Real BNP i euroområdet²⁾

(procentuella förändringar på kvartalsbasis)



HIKP i euroområdet

(procentuella förändringar på årsbasis)



1) Intervallen beräknas utifrån skillnaden mellan faktiska utfall och bedömningar från tidigare år. Bredden på intervallen är två gånger genomsnittet av det absoluta värdet på dessa skillnader. Metoden som används för att beräkna intervallen, med justering för exceptionella händelser, beskrivs i *New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, ECB, december 2009, publicerad på ECB:s webbplats.

2) Kalenderjusterade data.

Den privata konsumtionen väntas vara stabil över bedömningsperioden. De senaste indikatorerna på konsumenternas framtidsoptimism, som ligger väl över det långfristiga genomsnittet, pekar mot en uthållig privatkonsumtion under den närmaste tiden, vilken även får stöd av pågående förbättringar på arbetsmarknaden. På medellång sikt beräknas den privata konsumtionen i stort sett utvecklas i linje med ökningen i real disponibel inkomst.

Tillväxttakten i den nominella disponibelinkomsten väntas gradvis ta fart under bedömningsperioden även om en inflationsuppgång troligen kommer att hålla tillbaka hushållens reala köpkraft. Bidraget från bruttolöner till den nominella

disponibla inkomstillväxten väntas förbli relativt stabil under bedömningsperioden i och med att lägre sysselsättningstillväxt i stort sett uppvägs av en ökande tillväxttakt i ersättningen per anställd. Tillväxten i andra personliga inkomster väntas vara gynnsam vilket avspeglar den positiva utvecklingen av vinst och kapitalinkomster. Även om ökningen i den reala disponibelinkomsten har mattats något under den senaste tiden väntas den stärkas något och förbli robust under bedömningsperioden.

Den privata konsumtionstillväxten lär också stödjas av ECB:s penningpolitiska åtgärder och de framsteg som gjorts med skuldreducering. Låga räntor har påverkat både ränteintäkterna och räntekostnaderna för hushållen men de medför att resurser omfördelas från nettosparare till nettolåntagare. I och med att de sistnämnda vanligtvis har en högre marginell benägenhet att konsumera torde denna omfördelning ytterligare stödja aggregerad privatkonsumtion. Dessutom bör de framsteg som gjorts i skuldneddragning också gynna privat konsumtion.

Hushållens sparkvot väntas vara i stort sett oförändrad över bedömningsperioden. Denna övergripande stabilitet i euroområdet döljer motverkande faktorer. Nedåtryck kommer från sjunkande arbetslöshet (vilket implicerar ett lägre förebyggande sparande), förbättrade kreditvillkor och låga räntor medan uppåtryck kommer från kvarvarande behov av skuldneddragning och konsumtionsutjämning i samband med konjunkturåterhämtningen.

Ruta 1

Tekniska antaganden om räntor, växelkurser och råvarupriser

Jämfört med de framtidsbedömningar som publicerades i juni 2017 innehåller de tekniska antagandena en kraftig förstärkning av eurons effektiva växelkurs samt något lägre räntor.

De tekniska antagandena om räntorna och råvarupriserna baseras på marknadsförväntningar med stoppdatum den 14 augusti 2017. De korta räntorna avser tremånaders Euribor, med marknadsförväntningar härledda från terminsräntor. Beräkningsmetoden ger en genomsnittsnivå för dessa korta räntor på -0,3 procent 2017, -0,3 procent 2018 och -0,1 procent 2019. Marknadens förväntningar för de nominella tioåriga statsobligationsräntorna i euroområdet implicerar en genomsnittlig nivå på 1,1 procent 2017, 1,3 procent 2018 och 1,6 procent 2019.² Jämfört med framtidsbedömningarna från juni 2017 har marknadens förväntningar för korta och långa räntor reviderats ned med 10-20 punkter.

När det gäller råvarupriserna antas att genomsnittet för priserna på Brentråolja kommer att öka från 44,0 USD per fat 2016, till 51,8 USD 2017, 52,6 USD 2018 och 53,1 USD 2019, baserat på terminsmarknaderna under den tvåveckorsperiod som slutade på stoppdatumet den 14 augusti. Jämfört med framtidsbedömningarna från juni 2017 implicerar denna utveckling att oljepriserna i

² Antagandet om nominella tioåriga statsobligationsräntor i euroområdet grundar sig på det viktade genomsnittet av olika länders tioåriga referensobligationer, viktat med BNP på årsbasis och förlängt med den terminsräntekurva som härletts ur ECB:s 10-årsränta på samtliga euroområdesobligationer ("par yield"), med en initial diskrepans mellan de två serierna som är konstant under bedömningsperioden. Ränteskillnaderna mellan landsspecifika statsobligationsräntor och motsvarande genomsnitt för euroområdet antas vara konstant under bedömningsperioden.

USD kommer att vara 0,5 procent högre 2017, 2,3 procent högre 2018 och 3,0 procent högre 2019. Mätt i USD väntas priserna på andra råvaror än energi öka kraftigt 2017 och därefter mera måttligt.³

De bilaterala växelkurserna förväntas vara oförändrade under bedömningsperioden på de genomsnittliga nivåer som rådde under tvåveckorsperioden fram till stoppdatumet den 14 augusti. Detta implicerar en genomsnittlig växelkurs på 1,13 USD per euro 2017 och 1,18 USD per euro 2018 - 2019, jämfört med 1,09 USD i framtidsbedömningarna från juni 2017. Eurons effektiva växelkurs (mot 38 handelsparter) är 2,1 procent högre 2017 och ungefär 4,4 procent högre under 2018 - 2019 än vad som antogs i framtidsbedömningarna från juni 2017.

Tekniska antaganden

	September 2017				Juni 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Tremånaders EURIBOR (i procent per år)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Ränta på tioåriga statsobligationer (i procent per år)	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,2	1,5	1,8
Oljepris (i USD/fat)	44,0	51,8	52,6	53,1	44,0	51,6	51,4	51,5
Priser på icke energirelaterade råvaror, i USD (årlig procentuell förändring)	-3,9	9,0	5,4	4,2	-3,9	6,4	2,0	4,5
USD/EUR växelkurs	1,11	1,13	1,18	1,18	1,11	1,08	1,09	1,09
Eurons nominella effektiva växelkurs (EER38) (årlig procentuell förändring)	3,8	2,3	2,6	0,0	3,7	-0,4	0,3	0,0

Återhämtningen i bostadsinvesteringarna väntas fortsätta.

Bostadsinvesteringarna har ökat kraftigt i många länder i euroområdet under de senaste kvartalen. Denna utveckling har fått stöd av gynnsamma finansieringsvillkor, portföljumläggningar mot bostäder i och med att avkastningen på alternativa investeringsmöjligheter är låg och pågående förbättringar på arbetsmarknaden. Dessutom förefaller anpassningsprocesserna på bostadsmarknaderna ha nått sin ände i de flesta euroländer. Under bedömningsperioden finns de grundläggande förutsättningarna för en fortsatt återhämtning i bostadsinvesteringarna. Inte desto mindre väntas utvecklingen tappa fart något p.g.a. att bostadscykeln är i en mogen fas och p.g.a. avtagande effekter av incitament i vissa länder samt kvarvarande behov av skuldneddragning i andra länder och ofördelaktiga demografiska trender.

Företagsinvesteringarna väntas stärkas något under bedömningsperioden.

De väntas få stöd av ett antal faktorer: företagsförtroendet är fortsatt högt mot bakgrund av mycket gynnsamma produktionsförväntningar och stigande orderböcker, kapacitetsutnyttjandet har fortsatt att stiga över de genomsnittliga nivåer som rådde före krisen, finansieringsvillkoren väntas fortsätta att vara mycket fördelaktiga under bedömningsperioden. Vidare finns det behov av att modernisera kapitalstocken efter flera år av låga investeringar och vinstmarginalerna väntas stärkas inom ramen för en redan kapitalstark icke-finansiell företagssektor. Dessutom har skuldsättningsgraden i den icke-finansiella företagssektorn fortsatt att minska i och

³ Antaganden om råvarupriserna på olja och livsmedel baseras på terminspriser t.o.m. slutet av bedömningsperioden. Priserna på andra hårda råvaror än energi antas följa terminspriserna t.o.m. tredje kvartalet 2018 och därefter utvecklas i linje med den globala ekonomiska aktiviteten.

med de ökande tillgångspriserna och måttlig skuldtillväxt i länderna i euroområdet. Samtidigt väntas vissa faktorer fortsätta att tynga ned tillväxtutsikterna för företagsinvesteringar, inbegripet en svagare förväntad potentiell tillväxt och begränsad förmedlingskapacitet för banker i vissa länder.

Ruta 2 Omvärlden

Den globala ekonomin upprätthåller en stadig expansionstakt. Efter att tillfälligt tappat i styrka i början av året visar hårda data och enkäter på en återhämtning i den reala BNP-tillväxten under det andra kvartalet. Förtroendeindikatorer för företag och hushåll tyder på att stämningläget är gott. Trots att de långa räntorna gått upp under de senaste veckorna är de finansiella förutsättningarna i de avancerade ekonomierna fortsatt gynnsamma, med stöd av stimulerande penningpolitik. I tillväxtekonomierna är finansmarknaderna fortsatt motståndskraftiga och kapitalflöden mot dessa ekonomier är robusta. Sett på lite längre sikt väntas den globala ekonomiska aktiviteten accelerera i måttlig takt. Utsikterna för de avancerade ekonomierna innefattar en fortsatt konjunkturåterhämtning när deras produktionsgap gradvis fylls. Konjunkturförbättringen får stöd av penning- och finanspolitiska åtgärder även om förväntningar om finanspolitiskt stöd i USA har reviderats ned efter en vändning i den politiska debatten. Bland tillväxtekonomierna kommer tillväxten fortsatt att vara uthållig i råvaruimporterande länder som Indien och Kina medan aktiviteten förväntas nå botten hos råvaruexportörer efter djupa recessioner i dessa länder. Världshandeln (exklusive euroområdet) beräknas öka med 3,7% 2017 och 3,8% under 2018 och 2019. Den förbättrade aktiviteten sedan 2016 beror till stor del på den progressiva lättningen i de djupa recessionerna i råvaruexporterande ekonomier. Jämfört med framtidsbedömningarna från juni 2017 är den globala reala BNP-tillväxten i stort sett oförändrad, då nedrevideringarna för USA (efter revideringar av antagandena om framtida finanspolitiskt stöd) kompenseras av förväntningar om större återhämtningsförmåga i tillväxtekonomierna.

Omvärlden

(årliga procentuella förändringar)

	September 2017				Juni 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Global real BNP-tillväxt (exkl. euroområdet)	3,2	3,7	3,8	3,8	3,2	3,5	3,8	3,8
Världshandeln (exkl. euroområdet) ¹⁾	1,1	5,3	3,8	3,8	0,9	4,4	3,8	3,9
Efterfrågan på euroområdets varor ²⁾	1,6	4,7	3,4	3,5	1,3	3,7	3,4	3,5

1) Beräknat som ett viktat genomsnitt av importen.

2) Beräknat som ett viktat genomsnitt av import från euroområdets handelsparter.

Den globala handelstillväxten överraskade positivt i början av 2017. Framöver väntas världshandeln på medellång sikt expandera i linje med den globala aktiviteten. Den utländska efterfrågan på export från euroområdet väntas växa med 4,7 procent 2017, 3,4 procent 2018 och 3,5 procent 2019. Jämfört med framtidsbedömningarna från juni 2017 har en upprevidering på 1,1 procentenheter gjorts för 2017, främst beroende på det starka utfallet för det första kvartalet.

Exporten till länder utanför euroområdet beräknas dämpas av förlorad konkurrenskraft till följd av den senaste tidens appreciering av eurons

växelkurs. Med stöd av den kraftiga utländska efterfrågan samt eurons depreciering under det andra halvåret 2016 och i början av 2017 växte exporten till länder utanför euroområdet kraftigt under det första kvartalet 2017. Om man tittar framåt beräknas exporten från euroområdet växa i en stadig takt under bedömningsperioden som resultat av en solid utländsk efterfrågan från både utvecklade ekonomier och tillväxtekonomier. Inte desto mindre väntas exporten från euroområdet påverkas negativt under bedömningsperioden till följd av eurons starkare växelkurs. Detta leder till en lägre bedömning av utvecklingen för euroområdets exportmarknadsandelar, vilka nu beräknas minska med 1,1 procentenheter under perioden. Till skillnad från exporten beräknas importen till euroområdet dra nytta av en något lite mer positiv inhemsk efterfrågeutveckling och eurons starkare växelkurs, vilket sammantaget i viss utsträckning minskar bidraget från handelsnettot till ekonomisk tillväxt.

I en miljö av måttlig potentiell tillväxt väntas den återstående överkapaciteten komma att utnyttjas fullt ut under perioden. I motsats till den relativt kraftiga reala BNP-tillväxten beräknas den potentiella produktionstillväxten ligga strax över 1 procent under bedömningsperioden. Den dämpade potentiella tillväxttakten återspeglar först och främst ett ganska blygsamt bidrag från kapitalstocken efter en utdragen period av historiskt låga investeringar. Bidraget från arbete till den potentiella tillväxten väntas vara fortsatt positivt. Detta är huvudsakligen resultatet av stigande arbetskraftsdeltagande beroende på tidigare strukturreformer. Bidraget från arbete kommer trots det att ligga kvar på en något lägre nivå än genomsnittet från före krisen som resultat av ett minskande bidrag från befolkningen i arbetsför ålder. Bidraget från total faktorproduktivitet väntas också ligga något under sin nivå från före krisen.

Den pågående positiva utvecklingen på arbetsmarknaden väntas fortsätta under bedömningsperioden. Antalet sysselsatta ökade med 0,4 procent under första kvartalet 2017 och uppskattas ha ökat i en liknande takt under andra kvartalet 2017. Den senaste sysselsättningen har varit brett baserad i olika länder men kan delvis tillskrivas gynnsamma temporära faktorer (finanspolitiska stimulansåtgärder i vissa euroländer). När dessa faktorer gradvis avtar beräknas sysselsättningstillväxten tappa i fart något och återspeglar en ökande brist på kvalificerad arbetskraft.

Som en spegelbild av konjunkturmönstret väntas tillväxten i arbetskraftsproduktiviteten stärkas på medellång sikt. Den ökande användningen av både kapital och arbetskraft mot bakgrund av minskande överkapacitet, en ökning i antalet arbetade timmar per person och vissa ökningar i total faktorproduktivitet tyder på en varaktig förstärkning i produktivitetstillväxten.

Arbetslösheten väntas fortsätta att sjunka. Arbetslösheten minskade till 9,2 procent under andra kvartalet 2017, den lägsta uppmätta nivån sedan mars 2009. Framöver väntas antalet arbetslösa fortsätta att sjunka kraftigt. Arbetslösheten väntas minska till 8,1 procent 2019 men ligga kvar över nivåerna som rådde tiden före krisen (7,5 procent 2007).

Jämfört med framtidsbedömningarna från juni 2017 har den reala BNP-tillväxten reviderats upp för 2017 och är i stort sett oförändrad därefter.

Upprevideringen för 2017 härrör huvudsakligen från oväntat positiva utfall i BNP-data som inträffat under den senaste tiden. Mer generellt uppvägs utsikterna för en starkare inhemsk efterfrågan, i linje med stark framtidstro hos företag och hushåll och även lägre räntor, i stort sett av de negativa effekterna för exporten vilka beror på lägre priskonkurrensförmåga till följd av eurons starkare växelkurs.

2 Priser och kostnader

HIKP-inflationen väntas få en V-formad profil under bedömningsperioden i och med att baseffekter relaterade till energiinflationen reducerar inflationen på kort sikt för att sedan bana väg för en gradvis återhämtning i underliggande inflation.

HIKP-inflationen beräknas i genomsnitt bli 1,5 procent under 2017, sjunka till 1,2 procent 2018 och stiga till 1,5 procent 2019. Baseffekter innefattar en betydande nedgång i bidraget från HIKP:s energiinflation till den totala inflationen mellan 2017 och 2018. Även om den antagna ökningen i oljepriser, som syns i oljeterminspriserna, under resten av bedömningsperioden är liten tyder den på en viss återhämtning i HIKP:s energiinflation under 2019. Den senaste tidens återhämtning i HIKP:s livsmedelsinflation beräknas i stort sett bibehållas under bedömningsperioden, och bl.a. återspegla den förväntade ökningen på priserna på livsmedelsråvaror. Den fortsatta ekonomiska återhämtningen väntas gradvis driva upp HIKP-inflationen exklusive livsmedel och energi under bedömningsperioden. En nyckelfaktor bakom denna ökning kommer att vara den förväntade ökningen i arbetskraftskostnader när överkapaciteten på arbetsmarknaden avtar.

Förbättringar i läget på arbetsmarknaden ses som den främsta orsaken till det ökande inhemska kostnadstrycket under de kommande åren.

Ökningen i ersättningen per anställd beräknas stiga från 1,5 procent under 2017 till 2,3 procent 2019. I och med den förväntade konjunkturuppgången beräknas enhetsarbetskostnaderna stärkas något mindre och öka från 0,8 procent 2017 till 1,4 procent 2019. Minskad överkapacitet på arbetsmarknaden i euroområdet och ökande brist på arbetskraft i vissa delar av euroområdet betraktas som viktiga faktorer bakom denna uppgång i löneutvecklingen. Utöver detta kan den senaste tidens betydande inflationsåterhämtning med tiden även förväntas slå igenom i högre nominella löneökningar i länder i euroområdet där lönebildningsprocesserna omfattar retroaktiv indexering eller inslag av förväntningar. Vidare antas påverkan från ett antal faktorer vilka nu hämmar löneutvecklingen gradvis avta. Dessa inkluderar behovet av återhållsam löneutveckling för att återställa priskonkurrensförmågan i vissa länder samt uppdämda lönerestriktioner i samband med bindande nedåtriktade stelheter i nominella löner under krisen. Dessutom väntas åtgärder upphöra för att minska socialförsäkringsavgifterna.

Vinstmarginalerna väntas vidgas under bedömningsperioden. Prisökningar på olja och deras effekter för kostnaderna för insatsvaror samt bytesförhållandena tyngde mer allmänt vinstmarginalerna i början av 2017. När dessa hämmande effekter avtar torde vinstmarginalerna gynnas av den ekonomiska återhämtningen

men samtidigt hämmas något av att enhetsarbetskostnaderna ökar under bedömningsperioden.

Pristrycket från omvärlden har ökat kraftigt de senaste kvartalen och de väntas även fortsätta utöva ett visst uppåtriktat tryck under bedömningsperioden. Den årliga tillväxttakten för importpriser väntas bli positiv 2017 efter att ha sjunkit under fyra år. Vändningen 2017 beror främst på återhämtningen i priserna på olja och icke-energi-relaterade råvaror sedan 2016. Den därpå följande svagare tillväxten återspeglar både den måttligare råvaruprisutvecklingen och nedåtteffekten av den senaste tidens euroappreciering. Det underliggande globala inflationstrycket väntas mer generellt stärkas gradvis under bedömningsperioden i och med att globala tillverkningskostnader ökar i samband med att den globala överkapaciteten minskar. Med tanke på de globalt sett fortsatt höga nivåerna av överkapacitet torde detta inte innebära något större uppåtryck på importpriserna i euroområdet.

Jämfört med framtidsbedömningarna från juni 2017 har utsikterna för HIKP-inflationen reviderats ned något. Eurons appreciering sedan de förra framtidsbedömningarna har en dämpande effekt på HIKP-inflationen. I fall av underliggande inflation uppvägs delvis av förbättrade utsikter för inhemsk efterfrågan i euroområdet (se ruta 3).

Ruta 3

Bedömning av effekterna den senaste tidens euroappreciering för euroområdet

Eurons nominella effektiva växelkurs har apprecierat under de senaste månaderna och genomsnittet över tio dagar låg vid stoppdatumet för de aktuella framtidsbedömningarna (14 augusti 2017) 4,4 procent över det värde som antagits i framtidsbedömningarna från juni 2017. I denna ruta diskuteras faktorer som bör beaktas vid bedömningen av effekterna den senaste tidens appreciering på utsikterna för inflation i euroområdet.

Även om de är väldigt heterogena tyder standardmodellernas elasticitet generellt på att en växelkurschock av den magnitud som observerats de senaste månaderna skulle innebära en icke-försumbar effekt för euroområdets inflationsutsikter.⁴ Dessa modellernas elasticitet är dock endast giltig för exogena växelkurschocker. Den senaste tidens appreciering har sannolikt till stor del utlösts av förbättrade tillväxtutsikter för euroområdets ekonomi som i sin tur återspeglar förbättrade utsikter för inhemsk efterfrågan och detta bör beaktas när effekterna för inflationen av den senaste tidens växelkursförstärkning ska bedömas.

I framtidsbedömningarna i september 2017 bedöms den sammanlagda effekten av apprecieringen på inflationen vara betydligt måttligare än vad som antyds av standardmodellernas elasticitet, som generellt hänvisar till exogena växelkurschocker. Nyligen genomförda empiriska undersökningar har bekräftat att växelkursrörelser är endogena och

⁴ Se t.ex. artikeln "Exchange rate pass-through into euro area inflation", *Economic Bulletin*, utgåva 7, ECB, 2016.

illustrerar chockberoendet av växelkursernas effekter på inflationen⁵. Det vill säga, effekten av växelkursen på priserna kan variera beroende på vilken typ av chock som ursprungligen ligger bakom växelkursrörelserna, då den kan återspegla olika transmissionskanaler. Om en appreciering fullt ut beror på en positiv efterfrågechock antyder empiriska skattningar t.o.m. uppåtriktat pristryck via en stärkt inhemsk efterfrågan. I och med att förväntningar om mer gynnsamma ekonomiska utsikter – som återspeglar förbättrade utsikter för inhemsk efterfrågan – är en viktig drivkraft bakom den senaste tidens euroappreciering, torde de dämpande effekterna av apprecieringen på inflationen vara betydligt lägre än vad som antyds av en rent exogen växelkurschock, vars effekt fångas av standardmodellernas elasticitet.

3 Utsikter för de offentliga finanserna

Finanspolitiken förväntas i genomsnitt vara i stort sett neutral under bedömningsperioden. Den finanspolitiska inriktningen mäts som förändringen av det konjunkturjusterade primärsaldot exklusive statligt stöd till finanssektorn. Inriktningen 2017 påverkas av en återhämtning i offentliga investeringar efter det svaga utfallet 2016 samt av en engångsbetalning i Tyskland till kärnkraftsproducenter (ca 0,2 procent av BNP)⁶. Den i stort sett neutrala inriktningen återspeglar motverkande effekter på både utgifts- och inkomstsidan.

Under bedömningsperioden väntas både budgetunderskotten och den offentliga skuldsättningen gå ned. De finanspolitiska beräkningarna innebär ett gradvis sjunkande offentligt underskott under perioden, främst beroende på förbättringar i konjunkturkomponenten och minskande räntebetalningar. Det konjunkturjusterade primärsaldot förblir i stort sett oförändrat. Den offentliga skulden i förhållande till BNP förväntas fortsätta att sjunka under bedömningsperioden och få stöd av det förbättrade primärsaldot och en gynnsam räntedifferens.⁷

Jämfört med framtidsbedömningarna från juni 2017 är utsikterna vad gäller budgetunderskottet i stort sett oförändrade medan skuldkvoten är något lägre, främst beroende på den gynnsamma räntedifferensen 2017.

⁵ Se t.ex. Shambaugh, J., "A new look at pass-through", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 27, utgåva 4, s. 560-591, juni 2008; Forbes, K., Hjortsoe, I. och Nenova, T., "The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through", *Discussion Paper*, nr 43, Bank of England, External MPC Unit, november 2015; och Ciccarelli, M. och Osbat, C., "Low inflation in the euro area: Causes and consequences", *Occasional Paper Series*, nr 181, ECB, januari 2017.

⁶ Detta var resultatet av en dom i författningsdomstolen som förklarade den skatt som införts på reaktorbränsle för perioden 2011 till 2016 som grundlagsstridig.

⁷ Skillnaden beräknas som skillnaden mellan den nominella effektiva skuldräntan och den nominella BNP-tillväxten.

Tabell 1**Makroekonomiska bedömningar för euroområdet¹⁾**

(årliga procentuella förändringar)

	September 2017				Juni 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Real BNP	1,8	2,2	1,8	1,7	1,7	1,9	1,8	1,7
		[2.1 - 2.3] ²⁾	[1.0 - 2.6] ²⁾	[0.6 - 2.8] ²⁾		[1.6 - 2.2] ²⁾	[0.8 - 2.8] ²⁾	[0.6 - 2.8] ²⁾
Privatkonsumtion	2,0	1,7	1,8	1,5	1,9	1,5	1,6	1,4
Offentlig konsumtion	1,8	1,2	1,2	1,1	1,8	1,2	1,2	1,1
Fasta bruttoinvesteringar	4,1	4,0	3,9	3,1	3,6	3,7	3,4	3,0
Export ³⁾	3,2	4,7	3,7	3,8	2,8	4,8	4,3	4,1
Import ³⁾	4,5	5,2	4,6	4,2	4,0	5,2	4,6	4,3
Sysselsättning	1,4	1,5	1,0	0,8	1,4	1,4	1,0	0,9
Arbetslöshet (i procent av arbetskraften)	10,0	9,1	8,6	8,1	10,0	9,4	8,8	8,3
HIKP	0,2	1,5	1,2	1,5	0,2	1,5	1,3	1,6
		[1.4 - 1.6] ²⁾	[0.6 - 1.8] ²⁾	[0.7 - 2.3] ²⁾		[1.4 - 1.6] ²⁾	[0.6 - 2.0] ²⁾	[0.7 - 2.5] ²⁾
HIKP exklusive energi	0,9	1,2	1,3	1,5	0,9	1,2	1,4	1,6
HIKP exklusive energi och livsmedel	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,7
HIKP exklusive energi, livsmedel och förändringar i indirekta skatter ⁴⁾	0,8	1,1	1,3	1,5	0,8	1,1	1,4	1,7
Enhetsarbetskraftskostnader	0,8	0,8	1,2	1,4	0,9	1,1	1,3	1,5
Ersättning per anställd	1,2	1,5	2,0	2,3	1,3	1,7	2,1	2,4
Arbetsproduktivitet	0,4	0,7	0,8	0,9	0,3	0,5	0,8	0,9
Budgetsaldo, offentlig sektor (procent av BNP)	-1,5	-1,3	-1,0	-0,9	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0
Strukturellt budgetsaldo (i procent av BNP) ⁵⁾	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3
Den offentliga sektorns bruttoskuld (i procent av BNP)	89,1	87,5	86,0	84,2	89,2	87,9	86,4	84,7
Bytesbalans (i procent av BNP)	3,5	2,9	2,5	2,5	3,4	2,8	2,8	2,9

1) Real BNP och komponenter avser kalenderjusterade uppgifter.

2) Intervallen beräknas utifrån skillnaden mellan faktiska utfall och bedömningar från tidigare år. Bredden på intervallen är två gånger genomsnittet av det absoluta värdet på dessa skillnader. Metoden som används för att beräkna intervallen, med justering för exceptionella händelser, beskrivs i *New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, ECB, december 2009, publicerad på ECB:s webbplats.

3) Handel inom euroområdet ingår.

4) Delindexet är baserat på uppskattningar av faktiska effekter av indirekta skatter. Dessa kan skilja sig från Eurostats uppgifter, som utgår ifrån ett fullständigt och omedelbart genomslag av skatteeffekter på HIKP.

5) Beräknat som den offentliga sektorns budgetsaldo, rensat för kortvariga effekter i konjunkturcykeln och tillfälliga statliga åtgärder (för ECBS metoder, se *Working Paper Series*, nr 77, ECB, september 2001 och *Working Paper Series*, nr 579, ECB, januari 2007). Prognosen för det strukturella saldot har inte härletts från ett sammanlagt mått på produktionsgapet. I de metoder som används av ECBS beräknas cykliska komponenter separat för olika intäkt- och utgiftsposter. Mer information finns i en ruta i ECB:s månadsrapport från mars 2012 "Cyclical adjustment of the government budget balance" samt i en ruta i ECB:s månadsrapport från september 2014, "The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position".

Ruta 4**Känslighetsanalyser**

Framtidsbedömningar bygger i hög grad på tekniska antaganden om hur vissa nyckelvariabler utvecklas. Med tanke på att vissa av dessa variabler kan få stor effekt på bedömningarna för euroområdet kan de sistnämndas känslighet avseende alternativa utvecklingsbanor för de underliggande antagandena bidra till analysen av riskerna runt dessa bedömningar. I den här rutan diskuteras osäkerheten som omger vissa viktiga underliggande antaganden och känsligheten i bedömningarna vad gäller dessa variabler.

1) En alternativ oljeprisutveckling

Alternativa oljeprismodeller pekar på en risk för högre oljepriser under bedömningsperioden än vad oljepristerminerna antyder.

Enligt de tekniska antagandena för oljeprisutvecklingen som bedömningens grundscenario bygger på och som baseras på terminsmarknader, förutspås en något uppåtriktad kurva för oljeprisernas utveckling, där priset på Brentråolja ökar till 53 US-dollar per fat i slutet av 2019. Denna utveckling för oljepristerminerna överensstämmer med en måttlig tillväxt i den globala efterfrågan på olja, ett scenario som hänger samman med att den globala ekonomiska återhämtningen börjar ta fart. Vad gäller utbudsfaktorer har förlängningen av avtalet mellan OPEC-medlemmar och andra betydande oljeproducerande nationer inte lett till någon ökning i kurvan för oljepristerminer, förmodligen på grund av de fortfarande höga, om än avtagande lagernivåerna, samt oro för att vissa de största oljeproducenterna kan komma att avvika från avtalet. Dessutom har den kraftiga expansionen i produktionen av skifferolja i USA delvis vägt upp nedskärningar av konventionella producenter. En kombination av alternativa modeller som Eurosystemets experter⁸ använt för att förutsäga oljepriserna under bedömningsperioden ger en något högre oljeprisbana än i de tekniska antagandena. En sådan utveckling skulle kunna vara i linje med oförutsedda ytterligare störningar i oljeproduktionen på kort och medellång sikt. Detta kan i sin tur resultera i att balansen mellan utbud och efterfrågan stramas åt snabbare än väntat och således till högre oljepriser. En sådan alternativ utveckling av oljeprisbanan, där oljepriserna är 3,8 procent högre 2019 än i grundbedömningen, skulle medföra en marginell dämpning av den reala BNP-tillväxten och samtidigt innebära en något snabbare ökning av HIKP-inflationen (en uppgång på 0,1 procentenhet 2019).

2) En alternativ växelkursutveckling

I känslighetsanalysen undersöks, som illustration, effekterna av en högre utvecklingsbana för eurons växelkurs än i grundscenariot.

För att belysa detta ges en alternativ utvecklingsbana för eurons växelkurs på en beräkning baserad på den 25:e percentilen i fördelningen som ges genom den optionsbaserade riskneutrala täthetsfunktionen för växelkursen USD/EUR den 14 augusti 2017. Denna utveckling implicerar en gradvis appreciering av euron mot US-dollar till en växelkurs på 1,31 USD/EUR under 2019, vilket är cirka 11 procent högre än antagandet i grundscenariot för det året. Det motsvarande antagandet för eurons nominella effektiva växelkurs återspeglar historiska mönster varvid växelkursen USD/EUR motsvarar ändringar i den effektiva växelkursen med en elasticitet på cirka 52 procent. Detta antagande leder till en gradvis uppåtriktad avvikelser i eurons effektiva växelkurs från grundscenariot till en nivå som är 6 procent över grundscenariot 2019. I detta scenario pekar det genomsnittliga resultatet från ett flertal experters makroekonomiska modeller på att den reala BNP-tillväxten är 0,3 procentenheter lägre både 2018 och 2019 medan HIKP-inflationen skulle vara 0,4 och 0,5 procentenheter lägre 2018 respektive 2019. Det ska påpekas att dessa uppskattade effekter för tillväxt- och inflationsutvecklingen endast gäller vid en exogen växelkurschock (se diskussionen i ruta 3).

⁸ 1) Se fyrmodellskombinationen som presenteras i artikeln "Forecasting the price of oil", *Economic Bulletin*, Utgåva 4, ECB, 2015.

Ruta 5

Prognoser av andra institut

Ett antal prognoser för euroområdet offentliggörs av olika institut, både av internationella organisationer och av den privata sektorn. Dessa prognoser är dock inte helt jämförbara med varandra eller med de makroekonomiska framtidsbedömningarna av ECB-experten eftersom de avslutats vid olika tidpunkter. Dessutom används olika (delvis ospecificerade) metoder för att beräkna antaganden om skattepolitiska, finansiella och externa variabler, inklusive oljepriser och priser på andra råvaror. Slutligen finns det skillnader mellan metoderna för beräkningen av kalenderjusteringar i de olika prognoserna (se tabellen).

Såsom anges i tabellen ligger aktuella prognoser för den reala BNP-tillväxten och HIKP-inflationen från andra institut totalt sett inom intervallerna kring ECB-experternas framtidsbedömningar (anges inom parentes i tabellen).

Jämförelse mellan prognoser för ökningen av real BNP och HIKP-inflationen i euroområdet

(årliga procentuella förändringar)

	Datum för offentliggörande	BNP-tillväxt			HIKP-inflation		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Framtidsbedömningar av ECB:s experter	September 2017	2,2 [2,1-2,3]	1,8 [1,0-2,6]	1,7 [0,6-2,8]	1,5 [1,4-1,6]	1,2 [0,6-1,8]	1,5 [0,7-2,3]
Europeiska kommissionen	Maj 2017	1,7	1,8	-	1,6	1,3	-
OECD	Juni 2017	1,8	1,8	-	1,7	1,4	-
Euro Zone Barometer	augusti 2017	2,0	1,8	1,5	1,6	1,4	1,7
Consensus Economics Forecasts	augusti 2017	2,0	1,8	1,4	1,5	1,3	1,7
Survey of Professional Forecasters	Juli 2017	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4	1,6
IMF	Juli 2017	1,9	1,7	1,6	1,6	1,5	1,7

Källor: Europeiska kommissionens europeiska ekonomiska vårprognos 2017, IMF artikel IV länderrapport, 25 juli 2017, OECD Economic Outlook, juni 2017; Consensus Economics Forecasts, augusti 2017; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, augusti 2017, och ECB's Survey of Professional Forecasters, juli 2017.

Anm.: Både Eurosystemets och ECB:s experters makroekonomiska framtidsbedömningar och prognoserna från OECD avser tillväxtsiffror på årsbasis som är kalenderjusterade medan Europeiska kommissionen och IMF rapporterar tillväxtsiffror på årsbasis som inte är kalenderjusterade. Andra prognoser anger inte om deras uppgifter är kalenderjusterade eller ej.

© Europeiska centralbanken, 2017

Postadress: 60640 Frankfurt am Main, Tyskland
Telefon: +49 69 1344 0
Webbplats: www.ecb.europa.eu

Alla rättigheter förbehålls. Återgivning för undervisningsändamål och icke-kommersiella syften är tillåten, under förutsättning att källan anges.

ISSN 2529-4628 (pdf)
EU katalognr QB-CE-17-002-SV-N (pdf)