



September 2016

Makroekonomiska framtdsbedömningar för euroområdet av ECB:s experter¹

Den ekonomiska återhämtningen i euroområdet väntas fortsätta, om än med en något lägre tillväxttakt än vad som förväntades i framtdsbedömningarna i juni 2016. En kraftig nedrevidering av utländsk efterfrågan, huvudsakligen beroende på mycket svagare importefterfrågan i Storbritannien efter folkomröstningen om EU-medlemskap, väntas dämpa euroområdets exporttillväxt. Brexit-omröstningen har dock hittills inte haft någon större effekt på indikatorerna på stämningsläge och osäkerhet i euroområdet, vilket lämnar utsikterna för återhämtning i stort sett intakta. Under bedömningsperioden torde den inhemska efterfrågetillväxten i ett läge av gradvis global återhämtning få stöd av en ackommoderande penningpolitik, fortsatt relativt låga oljepriser, förbättringar på arbetsmarknaden och framsteg med skuldneddragningar i olika sektorer. Real BNP väntas på årsbasis växa med 1,7 procent 2016 och med 1,6 procent 2017 och 2018.

HIKP-inflationen väntas i genomsnitt ligga på 0,2 procent 2016, kraftigt dämpad av ett negativt bidrag från HIKP-energiinflation genom tidigare kraftiga oljeprisfall. När dessa effekter avtar i början av 2017 väntas HIKP-inflationen under det året öka kraftigt till 1,2 procent. Den nuvarande ekonomiska återhämtningen och den minskade överkapaciteten väntas gradvis driva upp HIKP-inflationen, exklusive livsmedel och energi, vilket torde stödja en ytterligare ökning av nominell inflation till 1.6 procent 2018.

1

Realekonomin

Återhämtningen i euroområdet väntas fortsätta. BNP i euroområdet reviderades upp kraftigt 2015. Detta berodde främst på en kraftig upprevidering av den irländska BNP, vilket i sin tur i första hand återspeglade omstruktureringen av stora multinationella företag. Detta ledde till en kraftig ökning av inflödet av kapitaltillgångar i Irland. Revideringen innebär ett nivåskifte i BNP-siffrorna men

¹ De makroekonomiska framtdsbedömningarna görs två gånger om året och utgör underlag för ECB-rådets bedömning av den ekonomiska utvecklingen och riskerna för prisstabiliteten. 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, exempelvis oljepriser och växelkurser, var den 11 augusti 2016 (se ruta 2). Stoppdatum för andra uppgifter till denna rapport var den 18 augusti 2016, med undantag för Spanien och Tyskland, för vilka uppgifter om BNP som offentliggjordes den 24 respektive den 25 augusti, har tagits med. Den aktuella framtdsbedömningen omfattar perioden 2016-2018. Bedömningar för en så lång period omgärdas dock av stor osäkerhet, vilket inte får glömmas när man tolkar dem. Se artikeln "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections", ECB:s månadsrapport från maj 2013.

återspeglar inte en starkare underliggande tillväxt varken i euroområdets ekonomi eller i den irländska ekonomin. Enligt Eurostats senaste uppskattning normaliserades real BNP-tillväxt under andra kvartalet 2016 till 0,3 procent, jämfört med 0,5 procent under det första kvartalet när de gynnsamma effekterna av vissa temporära faktorer avtog. Trots resultatet av folkomröstningen i Storbritannien visade sig framtidstron hos både företag och konsumenter i euroområdet vara ganska motståndskraftig och indikatorer på finansmarknadsvolatilitet och makroekonomisk osäkerhet var låga (se ruta 1). Dessa indikatorer tyder på fortsatt ekonomisk tillväxt inom en nära framtid.

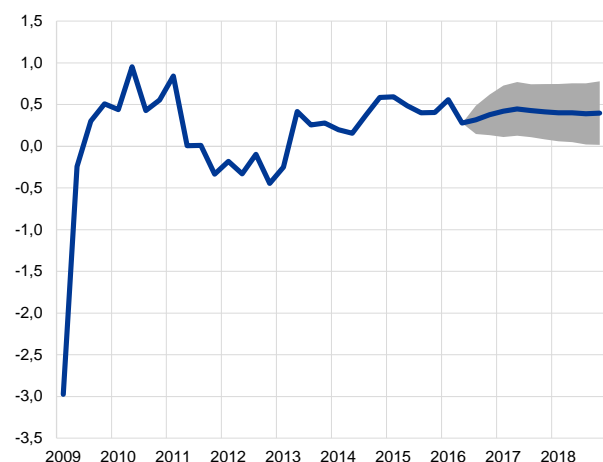
Diagram 1

Makroekonomiska indikatorer¹⁾

(kvartalsuppgifter)

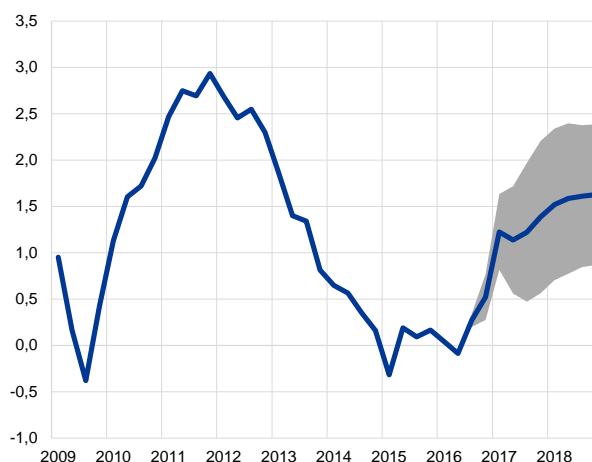
Real BNP i euroområdet²⁾

(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.

Real BNP på årsbasis väntas växa med 1,7 procent 2016 och med 1,6 procent 2017 och 2018. Motståndskraftig inhemsk efterfrågan förväntas förbli stöttepelaren för real BNP-tillväxt, särskilt genom stödet från ECB:s ackommoderande penningpolitik och en stödjande finanspolitik. Exporttillväxten väntas ta fart något med anledning av en förväntad gradvis global återhämtning men understiga importtillväxten, med ett negativt bidrag från nettohandeln som gradvis avtar under bedömningsperioden.

Ruta 1

Inverkan på de ekonomiska utsikterna i euroområdet av folkomröstningen i Storbritannien om EU-medlemskap

Storbritanniens beslut att lämna Europeiska unionen väntas få en negativ inverkan på ekonomin i euroområdet, huvudsakligen via handelsförbindelser, i och med att utsikterna för

Storbritanniens ekonomi reviderats ned kraftigt. Det nuvarande grundscenariot för Storbritannien utgår från en utdragen period av ökad osäkerhet, vilket tynger den ekonomiska aktiviteten. Storbritanniens BNP-tillväxt väntas sakta av, särskilt under andra halvåret 2016 och under 2017. Avmattningen i BNP-tillväxten i Storbritannien väntas drivas av en kraftig nedgång i investeringar och en långsammare tillväxt i privat konsumtion. Det antas att osäkerhet om utfallet av handelsförhandlingarna ytterligare kommer att väga på handelsvariabler i och med att företag kan vara tveksamma att ingå nya långfristiga handelsöverenskommelser innan de framtida relationerna mellan Storbritannien och Europeiska unionen är klarlagda. Således, men även med anledning av den svagare växelkursen för det brittiska pundet, har den brittiska importen reviderats ned kraftigt under bedömningsperioden jämfört med de makroekonomiska framtidsbedömningarna i juni 2016. Även den brittiska exporttillväxten har reviderats ned, om än mindre, eftersom det antas att exporten kommer att gynnas av pundets depreciering i effektiva termer. Den ekonomiska aktiviteten i Storbritannien förutses återhämta sig något 2018 tack vare den expansiva penningpolitiken.

Aktiviteten i euroområdet väntas påverkas negativt främst genom lägre export. Om man även beaktar de globala spridningseffekterna kommer Brexit att få kraftiga nedåtteffekter på utländsk efterfrågan på export från euroområdet under bedömningsperioden. Sammantaget beräknas denna effekt ligga på runt 1,3 procentenheter. Den negativa inverkan på real BNP från lägre utländsk efterfrågan varierar mellan olika euroländer, och återspeglar skillnader i handelsförbindelser med Storbritannien. Utöver dessa handelseffekter finns det länderspecifika valutaeffekter som är relaterade till Brexit och som härrör från pundets kraftiga växelkursförsvagning vis-à-vis euron efter Storbritanniens folkomröstning. För alla euroländer, med undantag för Irland, har dock eurons förstärkning mot pundet mer än uppvägs av att euron försvagats mot andra större valutor i effektiva termer. Sedan folkomröstningen har även de långa räntorna reviderats ned kraftigt, något som kan återspegla förändringar i förväntningarna om den framtida penningpolitiken i euroområdet och globalt. Dessa två faktorer dämpar de negativa effekterna av Brexit på euroområdets tillväxtutsikter.

Euroområdets tillväxtutsikter inbegriper även andra länderspecifika nedåtteffekter. Dessa effekter avser t.ex. negativa förtroendeeffekter i vissa länder som har nära förbindelser med Storbritannien samt även en svagare turistnäring och en negativ utveckling på fastighetsmarknaden i vissa länder. I och med att nedrevideringen av Storbritanniens tillväxtutsikter i mångt och mycket härrör från en mycket svagare investeringsutveckling kommer den i en oproportionerlig utsträckning att påverka de handelspartner som förser Storbritannien med kapitalvaror.

Det finns betydande Brexitrelaterade nedåtrisker i euroområdets framtidsbedömningar.

Förhandlingarna mellan Storbritannien och Europeiska unionen kan visa sig bli svårare än förväntat, vilket skulle kunna tynga handelsutsikterna ytterligare. Om osäkerheten håller i sig kan det leda till försämrat förtroende och lägre ekonomisk aktivitet under bedömningsperioden. Om intressenter i Storbritannien i mindre utsträckning skulle efterfråga utländska bostäder kan detta få en negativ inverkan på bostadsinvesteringarna för vissa ekonomier i euroområdet. Samtidigt har uppåtrisker konstaterats i vissa euroländer i samband med omlokalisering av finansiella tjänster eller flöden av utländska direktinvesteringar för Storbritannien vilka istället investeras i ursprungslandet eller i andra euroländer.

Privat konsumtion väntas växa kraftigt i år och förbli robust därefter.

Konsumentförtroendet fortsatte att ligga väl över historiska genomsnitt, vilket tyder på fortsatt tillväxt i privat konsumtion under andra halvåret 2016. Tillväxtutsikterna för nominell disponibel inkomst är fortsatt positiva då fortsatt sysselsättningsökning åtföljs av en viss förstärkning i löneökning per anställd. Andra personliga inkomster väntas också ge ett positivt bidrag till tillväxten för nominella disponibla inkomster, i stort sett i linje med lönsamhetsutvecklingen. Tillväxttakten i real disponibel inkomst väntas accelerera under 2016 för att sedan tappa fart från 2017, främst p.g.a energiprisinflationens utvecklingsmönster. Förbättrade lånevillkor, med stöd av ECB:s penningpolitiska åtgärder, torde ge ytterligare stöd åt privat konsumtionstillväxt. I stort sett har de låga räntorna påverkat de privata hushållens ränteintäkter och ränteutgifter i samma utsträckning och således har resultatet beloppsmässigt blivit i stort sett detsamma. De låga räntorna omdisponerar resurserna från nettosparare till nettolåntagare. I och med att de sistnämnda vanligtvis har en högre marginell benägenhet att konsumera leder denna omfördelning av ränteintäkter/ränteutgifter till att ytterligare stödjade den totala konsumtionen. Dessutom bör de framsteg som gjorts i skuldeddragning också gynna den privata konsumtionstillväxten. Sammantaget beräknas den privata konsumtionen i genomsnitt ligga på 1,7 procent 2016, 1,6 procent 2017 och 1,5 procent 2018.

Sparkvoten väntas minska fram till mitten av 2017 och därefter vara i stort sett oförändrad.

Sparkvoten beräknas ha ökat något under andra halvåret 2015 och vidare under första halvåret 2016. Detta återspeglar att effekten av lägre oljepriser delvis fått ett gradvist genomslag, i form av realinkomstökningar, i konsumtionen. Denna ökning i sparkvoten väntas bli temporär och när den avtar kommer detta att innebära en minskning i sparkvoten mellan slutet av 2016 och mitten av 2017. Sparkvoten beräknas sedan stagnera under återstoden av bedömningsperioden till följd av flera motverkande faktorer. Minskande arbetslöshet, förbättrade kreditvillkor och låga räntor tyder på att sparkvoten minskar i vissa länder medan behoven av skuldeddragning troligen kommer att leda till att sparkvoten ökar i vissa sårbara länder.

Ruta 2

Tekniska antaganden om räntor, växelkurser och råvarupriser

Jämfört med de framtidsbedömningar som publicerades i juni är de viktigaste förändringarna i de tekniska antagandena något lägre oljepriser i USD, en liten depreciering av eurons effektiva växelkurs samt kraftigt lägre långa marknadsräntor.

Tekniska antaganden

	September 2016				Juni 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Tremånaders EURIBOR (i procent per år)	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	-0,3	-0,3	-0,3
Ränta på tioåriga statsobligationer (i procent per år)	1,2	0,7	0,6	0,8	1,2	0,9	1,1	1,4

Oljepris (i USD/fat)	52,4	42,8	47,4	50,6	52,4	43,4	49,1	51,3
Priser på icke energirelaterade råvaror, i USD (årlig procentuell förändring)	-19,9	-3,0	5,3	4,2	-19,9	-3,3	4,3	4,6
USD/EUR växelkurs	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,13	1,14	1,14
Eurons nominella effektiva växelkurs (EER38) (årlig procentuell förändring)	-7,1	3,6	-0,1	0,0	-7,1	4,2	0,2	0,0

De tekniska antagandena om räntor och råvarupriser baseras på marknadsförväntningar med stoppdatum den 11 augusti 2016. De korta räntorna avser tremånaders Euribor, med marknadsförväntningar härledda från terminsräntor. Beräkningsmetoden innebär en genomsnittsnivå på de korta räntorna på -0,3 procent för 2016 och -0,4 procent 2017 och 2018. Marknadens förväntningar på de nominella tioåriga statsobligationsräntorna i euroområdet tyder på en genomsnittlig nivå på 0,7 procent 2016, 0,6 procent 2017 och 0,8 procent 2018.² I linje med räntorna på terminsmarknaden och det gradvisa genomslaget av ändringar i marknadsräntorna på utlåningsräntor väntas bankernas utlåningsräntor på lån till euroområdets icke-finansiella privata sektor sjunka något 2016, lätta ytterligare något 2017 och stiga marginellt 2018. När det gäller råvarupriser antas, baserat på terminsmarknaderna under den tvåveckorsperiod som slutade på stoppdatumet den 11 augusti, priserna på Brentråolja sjunka från 52,4 USD per fat 2015 till 42,8 USD 2016, för att därefter stiga till 47,4 USD 2017 och till 50,6 USD 2018, vilket i genomsnitt är runt 1 USD lägre än vad som antogs i framtidsbedömningarna från juni. Priserna, i US-dollar, på råvaror utom energi väntas sjunka något under 2016 och öka 2017 och 2018.³ De bilaterala växelkurserna förväntas vara oförändrade under bedömningsperioden på de genomsnittliga nivåer som rådde under tvåveckorsperioden fram till stoppdatumet den 11 augusti. Detta implicerar en växelkurs på 1,11 USD per euro under bedömningsperioden, jämfört med 1,14 USD i framtidsbedömningarna från juni. Trots pundets starka växelkursförsvagning vis-à-vis euron efter Storbritanniens folkomröstning är eurons effektiva växelkurs (mot 38 handelspartner) 0,5 procent svagare 2016 och 0,9 procent lägre 2017 och 2018 än vad som antogs i framtidsbedömningarna från juni.

Bostadsinvesteringarna i euroområdet väntas fortsätta att stärkas måttligt.

Den beräknade ökningen i tillväxttakten i nominell disponibel inkomst samt mycket låga räntor på bostadslån väntas ge stöd åt en varaktig återhämtning i bostadsinvesteringar. Detsamma visar ett ökande antal ansökningar om bygglov och ansökningar för lån till bostadsköp inom ramen för förbättrade banklånevillkor. Dessutom förefaller anpassningsprocessen på bostadsmarknaderna ha nått sin ände i många länder och bostadspriserna har börjat öka. Inte desto mindre dämpas

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

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 2017 och därefter utvecklas i linje med den globala ekonomiska aktiviteten.

en kraftigare ökning av bostadsinvesteringar av hög arbetslöshet, hushållens höga skuldsättningsnivåer i vissa länder och en ogynnsam demografisk utveckling.

Företagsinvesteringar väntas fortsätta sin återhämtning. Ett antal faktorer som väntas främja en återhämtning i investeringar är att förtroendet fortsätter att förbättras mot bakgrund av gynnsamma produktionsförväntningar och en vändning i säljprisförväntningar, att kapacitetsutnyttjandet har ökat över sin långfristiga genomsnittsnivå och villkoren för finansiering och utlåning har förbättrats kraftigt med stöd av ECB:s extraordinära penningpolitiska åtgärder, att inhemsk efterfrågan väntas vara fortsatt robust och utländsk efterfrågan väntas öka, att det uppstått ett behov av kapitalstocksmodernisering efter flera år av eftersatta investeringar och att vinstmarginalerna väntas stärkas inom ramen för en redan kontantstinn icke-finansiell företagssektor. Kraftigt stigande aktiekurser under de senaste åren och måttlig tillväxt i skuldfinansiering har fått skuldsättningsgraden (skulder i förhållande till totala tillgångar) i den icke-finansiella företagssektorn att hamna på nästan historiskt låga nivåer. Återhämtningen i företagsinvesteringar kommer emellertid att hållas tillbaka av stelheter i produkt- och arbetsmarknader och en förmodan om att den potentiella produktionen blir svagare än tidigare.

Exporten till länder utanför euroområdet påverkas mycket negativt av en nedrevidering av utländsk efterfrågan på export från euroområdet, vilket till stor del hänger samman med svagare utsikter för Storbritannien. Utländsk efterfrågan väntas endast långsamt ta fart från och med mitten av 2016, i linje med återhämtning i den globala aktiviteten, och främst drivs av tillväxtekonomierna. Men trots detta kommer den förväntade tillväxttakten i utländsk efterfrågan att ligga väl under tillväxttakten före krisen. De därav följande negativa återverkningarna på exporten till länder utanför euroområdet uppvägs endast delvis av de gynnsamma effekterna av eurons svagare växelkurs. Exporten till länder utanför euroområdet väntas endast långsamt ta fart från och med halvårsskiftet 2016. Exportmarknadsandelarna väntas öka marginellt på kort sikt som resultat av eurons svagare växelkurs för att därefter stagnera något. Tillväxttakten för import från länder utanför euroområdet väntas förbli relativt begränsad under bedömningsperioden. Importen kommer att växa i linje med den historiska elasticiteten i förhållande till total efterfrågan, fast snabbare än exporten. Följaktligen väntas överskottet i bytesbalansen minska till 3,3 procent 2018.

Ruta 3 Omvärlden

Den globala ekonomiska aktiviteten väntas stärkas gradvis. Brexit markerar förverkligandet av en nedåtrisk som väger tungt på redan dämpade globala utsikter. Även om den globala finansmarknadsvolatiliteten efter Storbritanniens folkomröstning var kortlivad, delvis tyglad av förväntningar om ytterligare penningpolitisk ackommodering, har utsikterna för Storbritannien försämrats och detta tynger den globala efterfrågan. Trots tecken på att aktiviteten i större tillväxtexporterande ekonomier håller på att plana ut pekade globala indikatorer på en måttlig global tillväxt redan före folkomröstningen. Framöver väntas den globala återhämtningen förbli mycket

successiv. Ackommoderande politik torde ge stöd åt tillväxtutsikterna i avancerade ekonomier medan den förväntade progressiva lättnaden i de djupa recessioner som rått i vissa stora tillväxtekonomier, särskilt Ryssland och Brasilien, bör stärka global tillväxt och uppväga den strukturella nedgången i Kina.

Världshandeln fortsätter att vara svag. Konjunkturmotvind i tillväxtekonomier, särskilt de som exporterar råvaror där investeringarna har rasat, har tyngt världshandeln under de senaste kvartalen. När dessa chocker ebbar ut torde den globala exporten återhämta sig måttligt under de kommande kvartalen. I framtidsbedömningen antas en elasticitet i världshandeln i förhållande till global tillväxt på medellång sikt på runt 1, vilket är betydligt lägre än nivåerna före krisen. Den utländska efterfrågan på export från euroområdet beräknas öka från 1,6 procent 2016 till 2,6 procent 2017 och 3,5 procent 2018.

Omvärlden

(årliga procentuella förändringar)

	September 2016				Juni 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Global real BNP-tillväxt (exkl. euroområdet)	3,2	3,0	3,5	3,7	3,1	3,1	3,7	3,8
Världshandeln (exkl. euroområdet) ¹⁾	0,7	0,9	2,8	3,7	0,7	1,8	3,5	4,0
Utländska efterfrågan på export från euroområdet ²⁾	0,6	1,6	2,6	3,5	0,6	2,0	3,5	4,0

1) Beräknat som ett viktat genomsnitt av importen.

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

Jämfört med framtidsbedömningarna i juni 2016 har den globala aktiviteten och den utländska efterfrågan på export från euroområdet reviderats ned. Nedrevideringen i utländsk efterfrågan på export från euroområdet på 0,4 procentenheter 2016, 0,9 procentenheter 2017 och 0,5 procentenheter 2018 återspeglar främst antaganden om svagare importtillväxt från Storbritannien och dess globala spridningseffekter.

Det negativa produktionsgapet i euroområdet förväntas gradvis krympa under bedömningsperioden, vilket återspeglar endast måttlig potentiell produktionstillväxt. Den potentiella produktionstillväxten beräknas öka något under bedömningsperioden men ligga klart under nivåerna före krisen på cirka 1,7 procent. Den dämpade kraften i potentiell produktion återspeglar först och främst ett ganska blygsamt kapitalbidrag efter en utdragen period av mycket dämpad investering. Bidraget från arbete väntas bli bättre under bedömningsperioden. Detta återspeglar att antalet personer i arbetsför ålder ökar genom tillströmning av flyktingar och det ökande arbetskraftsdeltagandet, delvis beroende på tidigare strukturreformer. Bidraget från arbete kommer trots det att ligga kvar på en något lägre nivå än genomsnittet före krisen på grund av den åldrande befolkningen. Det förväntade bidraget från total faktorproduktivitet ligger däremot i stort sett på samma nivå som före krisen.

Läget på euroområdets arbetsmarknad torde fortsätta att förbättras under bedömningsperioden. Sysselsättningen väntas fortsätta öka under bedömningsperioden, fast något mindre än de senaste kvartalen. På kort sikt

återspeglar detta främst en normalisering eftersom vissa tillfälliga stödjande faktorer avtar medan det över resten av bedömningsperioden främst återspeglar att bristen på kvalificerad arbetskraft antas få större verkan i delar av euroområdet. Arbetslösheten väntas minska, om än långsammare än 2015, eftersom starkare arbetskraftsökning, genom tillströmningen av flyktingar och incitamenten att söka arbete, delvis förväntas uppväga effekterna av ökad sysselsättning på arbetslöshetstalet. Denna utveckling av sysselsättningen innebär en starkare arbetsproduktivitetsutveckling från 0,4 procent 2016 till 0,9 procent 2018, i linje med traditionellt procykliskt mönster.

Jämfört med framtidsbedömningarna i juni 2016 har den globala aktiviteten och den utländska efterfrågan på export från euroområdet reviderats ned något. Detta återspeglar främst de negativa effekterna av nedrevideringen av utländsk efterfrågan på euroområdets export, vilket endast delvis kompenseras av de gynnsamma effekterna av lägre långa räntor, eurons svagare växelkurs och visst ytterligare finanspolitiskt stöd.

2

Priser och kostnader

HIKP-inflationen beräknas i genomsnitt ligga på 0,2 procent 2016 och stiga kraftigt till 1,2 procent 2017 respektive 1,6 procent 2018. Den avtagande nedåtteffekten från tidigare oljeprisfall väntas i början av 2017 leda till en markant ökning i den nominella inflationen till beräknade 1,2 procent det första kvartalet. Baserat på oljeterminspriserna beräknas bidraget från HIKP- energiinflation pendla mellan -0,6 procentenheter 2016 och +0,1 2017 och 0,2 procentenheter 2018 och på så vis bidra med 0,7 procentenheter till uppgången i den nominella inflationen mellan 2016 och 2017.

HIKP-inflation exklusive energi och livsmedel väntas stiga när överkapaciteten i ekonomin långsamt avtar. Förbättringar av arbetsmarknadsläget, återspeglat i en märkbar lägre arbetslöshet, väntas förstärka en gradvis uppgång i lönetillväxten under hela bedömningsperioden. Med den pågående ekonomiska återhämtningen väntas fortsatt stöd till underliggande inflation också slå igenom via förbättringar i företagets prissättningsförmåga och därmed sammanhängande högre vinstmarginaler. När de dämpande indirekta effekterna av energipriser och icke energirelaterade råvarupriser avtar torde detta också bidra till den väntade ökningen i HIKP-inflationen, exklusive livsmedel och energi. Uppåtteffekter kan också väntas från stigande globalt pristryck mer allmänt, men det gradvis avtagande uppåttrycket från eurons tidigare depreciering väntas hindra en uppgång i HIKP-inflationen, exklusive livsmedel och energi under bedömningsperioden. Sammantaget väntas HIKP exklusive livsmedel och energi i genomsnitt ligga på mellan 0,9 procent 2016 och 1,3 procent 2017 respektive 1,5 procent 2018.

Externa pristryck kommer att bidra till att inflationen stiger, och importprisinflationen väntas bli positiv 2017 efter en utdragen period på fyra år med en negativ årlig förändringstakt. Importdeflatorn väntas fortsätta att sjunka

2016 men gå upp igen 2017 och 2018. Ett viktigt element i att importpristrycket vänder är att råvarupriserna förväntas öka, i synnerhet oljepriserna, såsom anges i terminskurvorna, efter att ha fallit kraftigt under tidigare år. Starkt uppåtriktade baseffekter spelar också en viktig roll i importdeflatorns årliga tillväxttakt från 2016 till 2017. Utöver dessa faktorer torde gradvis stigande globalt inflationstryck, vilket exempelvis återspeglas i de beräknade prisökningarna i global konsumentprisinfation, mer allmänt bidra till ökande externt pristryck i euroområdet.

Minskande överkapacitet på arbetsmarknaden och stigande inflation väntas bidra till en återhämtning i löneutvecklingen 2017 och 2018.

Trots en kontinuerlig minskning av mängden lediga resurser under de senaste åren har löneutvecklingen hittills varit i stort sett stabil. Bortsett från överkapacitet och låg inflation finns det andra faktorer som sannolikt spelat en roll i att begränsa lönetillväxten i den aktuella konjunkturcykeln: anpassningsprocesser i en del länder för att återfå eller bevara priskonkurrenskraft, förstärkt av arbetsmarknadsreformer som genomfördes under krisen. Dessutom verkar nya arbetstillfällen främst ha skapats i sektorer med låg arbetsproduktivitet och följaktligen låga lönenivåer, vilket dämpat den aggregerade löneutvecklingen via sammansättningseffekter. Under bedömningsperioden väntas dessa lönedämpande effekter avta något och överkapaciteten på arbetsmarknaden minska ytterligare, vilket skulle kunna möjliggöra för en ökning i ersättningen per anställd från 1,2 procent 2016 till 1,8 procent 2017 och 2,2 procent 2018.

Vinstmarginalindikatorn väntas dra nytta av den ekonomiska återhämtningen under bedömningsperioden.

Vinstmarginalerna ökade kraftigt 2015 genom svag arbetskraftskostnadsutveckling och det kraftiga oljeprisfallet, vilket inte helt verkar slagit igenom i konsumentpriserna. Denna senare effekt väntas avta 2016 och vinstmarginalernas ökningstakt väntas då minska. Den förväntade konjunkturutvecklingen i den ekonomiska aktiviteten under bedömningsperioden väntas emellertid fortsätta att gynna företagets prissättningsförmåga och sålunda även vinstmarginalerna, trots att stigande arbetskraftskostnader dämpar denna effekt.

Jämfört med bedömningarna i juni 2016 är utsikterna för HIKP-inflationen i stort sett oförändrade under bedömningsperioden.

3 Utsikter för de offentliga finanserna

Den finanspolitiska inriktningen väntas vara expansiv 2016 för att sedan bli neutral 2017 och 2018. Den finanspolitiska inriktningen mäts som förändringen av det konjunkturjusterade primärsaldot exklusive statligt stöd till finanssektorn. Under 2016 drivs den expansiva finanspolitiska inriktningen främst av diskretionära finanspolitiska åtgärder medan icke-diskretionära faktorer spelar en mindre roll och är, bland annat, relaterade till en liten nedgång i andra intäkter än skatter.

Under bedömningsperioden väntas den offentliga sektorns budgetunderskott och skuldkvoter följa en nedåtgående utveckling.

Under 2016 mer än uppvägs försämringen i det konjunkturrensade primärsaldot av lägre räntebetalningar och förbättringen i konjunkturkomponenten. Från 2017 till 2018 medför ännu lägre räntebetalningar och förbättringar i både konjunkturkomponenten och primärsaldot en ytterligare minskning av budgetunderskottet. Den gradvisa minskningen av den offentliga sektorns skuld under bedömningsperioden stöds främst av den gynnsamma tillväxt-ränteskillnaden i ljuset av den beräknade ekonomiska återhämtningen och låga räntor. Små primära överskott torde också få gynnsamma effekter på den beräknade skuldutvecklingen.

Jämfört med de framtidsbedömningar som offentliggjordes i juni är utsikterna för de offentliga finanserna i stort sett oförändrade vad gäller underskottskvoten och gynnsammare vad gäller skuldkvoten.

Skuldkvoten i förhållande till BNP väntas också vara lägre under bedömningsperioden, vilket särskilt återspeglar den upprevidering som gjorts i irländsk nominell BNP för 2015, varigenom euroområdet skuldkvot i förhållande till BNP minskade med cirka 0,4 procent av BNP.

Tabell 1

Makroekonomiska bedömningar för euroområdet¹⁾

(årliga procentuella förändringar)

	September 2016				Juni 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Real BNP ¹⁾	1,9	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7
		[1.5 - 1.9] ²⁾	[0.7 - 2.5] ²⁾	[0.4 - 2.8] ²⁾		[1.3 - 1.9] ²⁾	[0.7 - 2.7] ²⁾	[0.5 - 2.9] ²⁾
Hushållens konsumtion	1,7	1,7	1,6	1,5	1,7	1,9	1,7	1,5
Offentlig konsumtion	1,4	1,7	0,9	1,0	1,3	1,5	0,8	0,9
Fasta bruttoinvesteringar	2,9	3,1	3,3	3,3	2,7	3,2	3,4	3,3
Export ³⁾	6,1	2,6	3,7	4,1	5,2	3,2	4,2	4,4
Import ³⁾	6,1	3,3	4,4	4,7	6,0	4,7	4,7	4,8
Sysselsättning	1,1	1,3	0,8	0,7	1,0	1,1	0,9	0,9
Arbetslöshet (i procent av arbetskraften)	10,9	10,1	9,9	9,6	10,9	10,2	9,9	9,5
HIKP	0,0	0,2	1,2	1,6	0,0	0,2	1,3	1,6
		[0.1 - 0.3] ²⁾	[0.6 - 1.8] ²⁾	[0.8 - 2.4] ²⁾		[0.1 - 0.3] ²⁾	[0.6 - 2.0] ²⁾	[0.7 - 2.5] ²⁾
HIKP exklusive energi	0,9	0,9	1,2	1,5	0,9	0,9	1,2	1,6
HIKP exklusive energi och livsmedel	0,8	0,9	1,3	1,5	0,8	1,0	1,2	1,5
HIKP exklusive energi, livsmedel och förändringar i indirekta skatter ⁴⁾	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	0,9	1,2	1,5
Enhetsarbetskostnader	0,4	0,8	1,0	1,3	0,8	0,8	1,0	1,3
Ersättning per anställd	1,3	1,2	1,8	2,2	1,3	1,3	1,8	2,2
Arbetskraftens produktivitet	0,9	0,4	0,7	0,9	0,6	0,5	0,8	0,9
Budgetsaldo, offentlig sektor (procent av BNP)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,5	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4
Strukturellt budgetsaldo (i procent av BNP) ⁵⁾	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6
Den offentliga sektorns bruttoskuld (i procent av BNP)	90,3	89,5	88,4	87,0	90,7	90,0	89,0	87,4
Bytesbalans (i procent av BNP)	3,2	3,5	3,4	3,3	3,2	2,9	2,8	2,8

1) Kalenderjusterade data.

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 sammantaget 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 risken att oljepriser ökar något snabbare under bedömningsperioden än vad terminspriserna pekar mot. Enligt de tekniska antaganden för oljeprisutvecklingen som bedömningens grundscenario bygger på och som baseras på terminsmarknader, förväntas oljeprisernas utvecklingsbana stiga, varvid priset på Brent-råolja ökar till 51,6 US-dollar per fat i slutet av 2018. Denna utvecklingsbana överensstämmer med en måttlig återhämtning i den globala efterfrågan på olja, ett scenario som hänger samman med att den globala ekonomiska återhämtningen tar fart och med en liten minskning i oljeutbudet. En kombination av alternativa modeller som ECB:s experter använt⁴ för att förutspå oljepriserna under bedömningsperioden ger ett högre oljepris 2017 och 2018 än i de tekniska antagandena. Detta skulle kunna uppstå genom en starkare återhämtning i den globala efterfrågan på olja tack vare en kraftigare uppgång i den globala aktiviteten än väntat och/eller en kraftigare minskning i oljeutbudet på grund av lägre investeringar i oljesektorn och alltså minskande kapacitet att producera olja i vissa oljeproducerande länder. En sådan alternativ utveckling, där oljepriserna 2018 vore 11 procent högre än i grundbedömningen, skulle medföra en marginell dämpning av real BNP-tillväxten och samtidigt innebära en något snabbare ökning av HIKP-inflationen (en uppgång på 0,1 procentenhet 2017 och 0,3 procentenheter 2018).

2) En alternativ växelkursutveckling

I känslighetsanalysen undersöks, som illustration, effekterna av en lägre utvecklingsbana för eurons växelkurs än i grundscenariot. Deprecieringsriskerna för eurons växelkurs härrör främst från en skillnad i penningpolitisk inriktning på båda sidor av Atlanten. Särskilt skulle

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

ytterligare penningpolitisk stimulans i euroområdet samt en tidigare uppgång i den amerikanska styrräntan än väntat kunna öka nedåttrycket på euron ytterligare. Den alternativa utvecklingsbanan för eurons växelkurs har beräknats från den 25:e percentilen i fördelningen som ges genom den optionsbaserade riskneutrala täthetsfunktionen för växelkursen USD/EUR den 11 augusti 2016. Denna utveckling implicerar en gradvis depreciering av euron mot US-dollar till en växelkurs på 1,04 USD/EUR under 2018, vilket är 6,3 procent lägre än antagandet i grundscenariot för det året. Det motsvarande antagandet för eurons nominella effektiva växelkurs återspeglar historiska mönster varvid växelkursen USD/EUR återspeglar ändringar i den effektiva växelkursen med en elasticitet på cirka 50 procent. Detta antagande leder till en gradvis nedåtriktad avvikelse i eurons effektiva växelkurs från grundscenariot till en nivå som är 3,3 procent lägre än grundscenariot 2018. I detta scenario pekar det genomsnittliga resultatet från ett flertal av Eurosystemets experters makroekonomiska modeller på en högre real BNP-tillväxt (upp 0,1-0,2 procentenheter) och högre HIKP-inflation (upp 0,1-0,2 procentenheter) 2017 och 2018.

Ruta 5

Prognoser av andra institutioner

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-experter 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 beräkning av kalenderjusteringar i de olika prognoserna (se tabellen).

Såsom anges i tabellen ligger aktuella prognoser för real BNP-tillväxt och HIKP-inflation från andra institut väl 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-ökning			HIKP-inflation		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Framtidsbedömningar av ECB:s experter	september 2016	1,7	1,6	1,6	0,2	1,2	1,6
		[1,5-1,9]	[0,7-2,5]	[0,4-2,8]	[0,1-0,3]	[0,6-1,8]	[0,8-2,4]
Europeiska 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	augusti 2016	1,5	1,3	1,6	0,3	1,3	1,6
Consensus Economics Forecasts	augusti 2016	1,5	1,2	1,6	0,2	1,3	1,6
Survey of Professional Forecasters	juli 2016	1,5	1,4	1,6	0,3	1,2	1,5
IMF	juli (BNP)/april (HIKP) 2016	1,6	1,4	1,6	0,4	1,1	1,3

Källor: Europeiska kommissionens ekonomiska vårprognos 2016, maj 2016 (i juli 2016 offentliggjorde Europeiska kommissionen två scenarier för att spegla de effekter som folkomröstningen Storbritannien hade på de ekonomiska utsikterna i euroområdet; dessa visade en BNP-tillväxt i euroområdet på 1,6 procent 2016 och 1,5 procent 2017 i det lindriga scenariot och på 1,5 procent 2016 och 1,3 procent 2017 i det allvarliga scenariot); IMF World Economic Outlook, uppdatering juli 2016 (BNP), IMF World Economic Outlook, april 2016 (HIKP); OECD Economic Outlook, juni 2016; Consensus Economics Forecasts, augusti 2016; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, augusti 2016 samt ECB:s Survey of Professional Forecasters, juli 2016.
Anmärkning: 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. För andra prognoser anges inte om uppgifterna är kalenderjusterade eller ej.

© Europeiska centralbanken, 2016

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.