



EUROPEISKA CENTRALBANKEN

EUROSYSTEMET

## ECB-EXPERTERNAS MAKROEKONOMISKA FRAMTIDSBEDÖMNINGAR FÖR EUROOMRÅDET SEPTEMBER 2014<sup>1</sup>

Den senaste tidens indikatorer tyder på en svagare utveckling under den närmaste tiden, i ett läge av svag handelsutveckling, geopolitiska spänningar och osäkerhet om reformprocessen i vissa euroländer. De underliggande krafterna i bedömningsperiodens grundscenario visar emellertid på att förutsättningarna finns kvar för en fortsatt återhämtning. Inhemsk efterfrågan kommer att främjas av den ackommoderande penningpolitiska inriktningen, och stärkas av de ordinära och extraordinära penningpolitiska åtgärder som vidtogs i juni 2014 samt av gynnsammare förutsättningar för kreditutbud. Grundscenariot utgår från en neutral finanspolitik, efter år av kraftig finansiell åtstramning. Den privata konsumtionen kommer dessutom att understödjas av låga råvarupriser och stigande inkomster när arbetsmarknaden gradvis förbättras. Investeringarna kommer att gynnas av ett minskat behov av balansräkningsjusteringar och inhämtningseffekter från år av dämpad aktivitet, som initialt emellertid fördröjs av att det finns gott om lediga resurser. Exporten kommer att dra nytta av den globala konjunkturförstärkningen och stärkas av effekterna av eurons svagare effektiva växelkurs. BNP beräknas öka med 0,9 procent 2014, 1,6 procent 2015 och 1,9 procent 2016. Dessa ökningstakter ligger över beräknad potentiell tillväxt och bidrar på så vis till att det negativa produktionsgapet gradvis minskar.

HIKP-inflationen i euroområdet bedöms på kort sikt vara fortsatt låg, och i genomsnitt ligga på 0,6 procent 2014. Därefter beräknas den stiga långsamt till 1,1 procent 2015 och 1,4 procent 2016. Den beräknade ökningen i total HIKP-inflation återspeglar den förväntade konjunkturförbättringen som leder till stigande löner och högre vinsttillväxt. Dessutom väntas den förmodade ökningen i icke energirelaterade råvarupriser, och mer generellt i importpriserna i euroområdet, medföra uppåtriktat pristryck. Stigande importpriser beror även på eurons svagare växelkurs. Inflationsutvecklingen dämpas dock av kvarvarande lediga resurser och den förmodade oljeprisminskningen, vilket återspeglas i nedåtriktade terminkurvor.

Jämfört med de makroekonomiska framtidsbedömningar som publicerades i månadsrapporten för juni 2014 har prognosen för BNP 2014 reviderats ner med 0,2 procentenheter, vilket återspeglar ett svagare utfall under det andra kvartalet och lägre export än väntat för andra halvåret. Framtidsbedömningarna för 2015 har också reviderats ner, framför allt beroende på mindre gynnsamma överhängeffekter. Däremot har bedömningarna för 2016 reviderats upp med 0,1 procentenhet, framför allt beroende på de gynnsamma effekterna av förbättrade finansieringsvillkor för privata investeringar. HIKP-inflationen för 2014 har reviderats ner med 0,2 procentenheter, vilket återspeglar att HIKP-inflationen blivit lägre än väntat under de senaste månaderna. Framtidsbedömningarna för 2015 och 2016 är oförändrade. Detta bygger på att underliggande krafter i HIKP-inflation, exkl. energi, är lägre än tidigare beräknat, och i stort sett uppvägs av en något starkare ökning i HIKP-energiinflation, i och med att antagandet görs att oljepriserna stiger och växelkursen blir lägre.

I grundscenariot har ECB:s senaste policyåtgärder beaktats endast där de har effekt på de tekniska antagandena (marknadsräntor och aktiekurser, samt växelkursen). Det är följaktligen troligt att effekterna av detta åtgärds paket kommer att underskattas i grundscenariot eftersom andra spridningskanaler inte inkluderats (se ruta 2).

I artikeln sammanfattas de makroekonomiska framtidsbedömningarna för euroområdet för perioden 2014 till 2016. Bedömningar för en så lång period omgärdas dock av mycket stor osäkerhet.<sup>2</sup> Detta bör beaktas när dessa prognoser tolkas.

1 De makroekonomiska framtidsbedömningarna 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 Eurosystem staff macroeconomic projection exercises", ECB, juni 2001, som finns på ECB:s webbplats. Stopdatum för uppgifter till denna rapport var den 21 augusti 2014.

Litauen ingår för första gången i framtidsbedömningarna för euroområdet.

## OMVÄRLDEN

Den globala BNP-tillväxten (exkl. euroområdet) beräknas öka under bedömningsperioden, från 3,7 procent 2014 till 4,2 procent 2015 och 4,3 procent 2016. Trots en viss volatilitet på kort sikt är konjunkturen i utvecklade ekonomier utanför euroområdet på väg att stärkas. Den ekonomiska aktiviteten har tagit fart även i tillväxtekonomierna, ledda av en stark ökning i Kina. Globala indikatorer bekräftar att tillväxten kommer att stärkas under den närmaste tiden. På lite längre sikt väntas den internationella konjunkturen stärkas. En fortsatt mycket ackommoderande penningpolitik i utvecklade ekonomier fortsätter att stödja finansmarknaderna och den globala återhämtningen. De utvecklade ekonomierna torde också mer och mer dra nytta av den svagare motvind det innebär att skuldnedväxlingen i den privata sektorn avtar, att behovet av budgetkonsolidering minskar och att arbetsmarknaderna förbättras. Samtidigt upplever ett antal tillväxtekonomier flaskhalsproblem, kapacitetsbegränsningar och makroekonomiska obalanser som sannolikt kommer att begränsa tillväxtpotentialen medan andra tillväxtekonomier anpassar sig till stramare finansieringsvillkor och till en framtida normalisering av penningpolitiken i USA.

Världshandeln har avtagit sedan i slutet av förra året. Framöver väntas ökande investeringar i tillväxtekonomierna utanför euroområdet driva på en gradvis återhämtning i världshandeln. Emellertid verkar strukturella faktorer också spela en roll, bl.a. den allt långsammare takten på integration i globala leveranskedjor. Följaktligen och i linje med tidigare prognoser innehåller således framtidsbedömningarna ett antagande om en mindre långsiktig elasticitet för den internationella handeln än vad som observerats före den globala finanskrisen. Världshandeln (exkl. euroområdet) väntas växa med 3,9 procent 2014, 5,5 procent 2015 och 5,9 procent 2016. Importen från euroområdets huvudsakliga handelspartner väntas öka i en långsammare takt än i resten av världen. Följaktligen beräknas euroområdets utländska efterfrågan växa i en något svagare takt än världshandeln (se tabell 1).

Tabell 1 Omvärlden

(årliga procentuella förändringar)

	September 2014				Juni 2014			Revideringar sedan juni 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Global real BNP-tillväxt (exkl. euroområdet)	3.7	3.7	4.2	4.3	3.6	4.0	4.1	0.1	0.2	0.2
Världshandeln (exkl. euroområdet) <sup>1)</sup>	3.4	3.9	5.5	5.9	4.3	5.7	5.9	-0.3	-0.2	0.0
Efterfrågan på euroområdets varor <sup>2)</sup>	2.9	3.5	5.0	5.6	3.7	5.2	5.6	-0.3	-0.3	-0.1

Anm.: Revideringar beräknas på ej avrundade siffror.

1) Beräknat som ett viktat genomsnitt av importen.

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

Jämfört med de makroekonomiska framtidsbedömningar som offentliggjordes i månadsrapporten i juni 2014, har globala tillväxten reviderats upp med 0,1 procentenheter 2014 och med 0,2 procentenheter 2015 och 2016. Dessa revideringar är dock av teknisk natur och återspeglar helt en uppdatering av BNP-vikter baserat på köpkraftsparitet. Detta används för att skapa globala aktivitetsaggregat, vilket fäster mer vikt vid de snabbare växande tillväxtekonomierna snarare än att ge en ändrad bild på landsnivå.<sup>3</sup> Borträknat från effekter av ändrade vikter är global BNP-tillväxt i stort sett utan justering. Utländsk efterfrågan på varor från euroområdet har reviderats ner med 0,3 procentenhet för 2014 och 2015 och med 0,1 procentenhet för 2016. Dessa nedrevideringar återspeglar antagandet att världshandeln troligen

2 Se artikeln "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections", ECB:s månadsrapport för maj 2013.

3 Efter offentliggörande av enkäten 2011, av International Comparison Program for new purchasing power parity benchmarks, har IMF uppdaterat sina beräkningar av BNP värderat till köpkraftsparitet (se rutan i IMF:s WEO, uppdatering i juli 2014).

kommer att bli svagare än tidigare förväntat och en mer pessimistisk uppfattning om handeln mellan Ryssland och Ukraina (se ruta 4).

## Ruta 1

### TEKNISKA ANTAGANDEN OM RÄNTOR, VÄXELKURSER, RÅVARUPRISER OCH FINANSPOLITIK

De tekniska antagandena om räntor och råvarupriser baseras på marknadsförväntningar med stoppdatum den 13 augusti 2014. De korta räntorna avser tremånaders Euribor, med marknadsförväntningar härledda från terminsräntor. Beräkningsmetoden ger en genomsnittsnivå för de korta räntorna på 0,2 procent 2014 och 2015 och 0,3 procent 2016. Marknadens förväntningar om avkastningen på nominella tioåriga statsobligationer i euroområdet implicerar en genomsnittlig nivå på 2,3 procent 2014, 2,2 procent 2015 och 2,5 procent 2016.<sup>1</sup> 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 i stort sett vara stabila 2014 och 2015 och därefter gradvis stiga 2016.

Vad gäller råvarupriser görs antagandet, baserat på terminkurerna under den tvåveckorsperiod som slutade på stoppdatumet, att priset på Brentråolja sjunker från 109,8 USD per fat andra kvartalet 2014 till 102,7 USD per fat 2016. Priserna i USD på andra råvaror än energi väntas sjunka kraftigt under 2014, därefter stiga 2015 och öka något snabbare 2016.<sup>2</sup>

De bilaterala växelkurserna förväntas vara oförändrade under bedömningsperioden, i genomsnitt på nivåer som rådde under tvåveckorsperioden fram till stoppdatumet den 13 augusti 2014. Detta implicerar en växelkurs på 1,36 USD per EUR under 2014 och 1,34 USD per EUR under 2015 och 2016.

#### Tekniska antaganden

	September 2014				Juni 2014			Revideringar sedan juni 2014 <sup>1)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Tre-månaders EURIBOR (i procent per år)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.0	-0.1	-0.2
Ränta på tio-åriga statsobligationer (i procent per år)	2.9	2.3	2.2	2.5	2.4	2.6	3.0	-0.1	-0.4	-0.5
Oljepris (i USD/fat)	108.8	107.4	105.3	102.7	107.2	102.2	98.2	0.2	3.0	4.5
Priser på icke energirelaterade råvaror, i USD (årlig procentuell förändring)	-5.0	-4.8	0.1	4.4	0.3	1.7	4.6	-5.1	-1.6	-0.2
USD/EUR växelkurs	1.33	1.36	1.34	1.34	1.38	1.38	1.38	-1.8	-3.3	-3.3
Eurons nominella effektiva växelkurs (EER20) (årlig procentuell förändring)	3.8	1.4	-0.8	0.0	2.6	0.1	0.0	-1.2	-0.9	0.0

Anm.: Revideringar beräknas på ej avrundade siffror.

1) Revideringar anges i procent för nivåer, skillnader för tillväxttakt och procentenheter för räntenivåer och statsobligationer.

Antagandena om finanspolitiken återspeglar godkända budgetlagar för länderna i euroområdet, deras budgetplaner på medellång sikt och väl specificerade åtgärder från uppdateringarna av stabilitetsprogrammen som var kända den 21 augusti 2014. De inkluderar alla politiska åtgärder som redan har godkänts av nationella parlament eller som specificerats av regeringarna och som sannolikt kommer att gå igenom lagberedningsprocessen. Sammantaget pekar dessa antaganden i genomsnitt endast på ett litet antal finanspolitiska konsolideringar under bedömningsperioden, baserat på budgetplanerna för 2014 och endast begränsad information för 2015 och 2016. De finanspolitiska konsolideringar som beräknas göras under bedömningsperioden är avsevärt färre än de som gjorts under tidigare år.

Jämfört med månadsrapporten för juni 2014 omfattar förändringarna i de tekniska antagandena lägre korta och långa räntor i euroområdet och även en svagare effektiv växelkurs för euron. Oljepriserna i USD är något högre än i juni medan priserna på icke energirelaterade råvaror är lägre.

- 1 Antagandet om avkastningen på de nominella tioåriga statsobligationerna grundar sig på det viktade genomsnittet av olika länders tioåriga referensobligationer, viktad genom BNP-siffror och förlängd genom den terminsräntekurva som härletts ur ECB:s tioåriga obligationsränta ("par yield") för euroområdet, med en initial diskrepans mellan de två serier som hålls konstant under bedömningsperioden. Ränteskillnaderna mellan landspecifika statsobligationsräntor och motsvarande genomsnitt för euroområdet antas vara konstant under bedömningsperioden.
- 2 Antaganden om priserna på olja och livsmedelsråvaror baseras på terminspriser t.o.m. slutet av bedömningsperioden. Priserna på andra råvaror än energi antas följa terminspriserna till och med det tredje kvartalet 2015 och därefter utvecklas i linje med den globala ekonomiska aktiviteten. EU-priser fritt gård (farm gate prices), i euro, som nu används för att beräkna livsmedelspriser, beräknas på basis av en ekonometrisk modell som tar hänsyn till utvecklingen av internationella livsmedelsråvaror.

## BEDÖMNINGAR FÖR REAL BNP-TILLVÄXT

Den ekonomiska konjunkturförbättringen i euroområdet stannade av under det andra kvartalet 2014 efter fyra kvartal av dämpad tillväxt. Den svaga ekonomiska aktiviteten under det andra kvartalet tycks delvis återspegla negativa återverkningar av ett antal engångsfaktorer. För det första påverkades det första kvartalet av en ovanlig uppåtteffekt beroende på att antalet lovdagar var lågt (hela påsklovet låg under det andra kvartalet). Första kvartalet påverkades även av varmt vinterväder som stimulerade byggverksamheten. Ingen av dessa uppåtteffekter under det första kvartalet har i tillräcklig utsträckning fångats upp av säsongsrensning och arbetsdagskorrigering. Detta dämpar tillväxten allteftersom dessa effekter försvinner under andra kvartalet. Negativa kalendereffekter från det ovanligt höga antalet "klämdagar" vid helger i flera euroländer kan dessutom ha minskat antalet effektiva arbetsdagar i maj, en faktor som inte fångades upp av arbetsdagskorrigering.

Vad gäller det andra halvåret 2014 ligger konfidensindikatorerna stilla nära sitt långsiktiga genomsnitt men den senaste tidens försvagning indikerar en relativt måttlig aktivitetsökning den närmaste tiden. Enkätuppgifterna försvagas mot bakgrund av den senaste tidens intensifiering av geopolitiska spänningar (se ruta 4) tillsammans med osäkerhet om den ekonomiska reformprocessen i vissa euroländer. Sammantaget visar framtidsbedömningarna en måttligare återhämtning under andra kvartalet 2014 än tidigare väntat.

På lite längre sikt och under antagande av att de geopolitiska spänningarna eskalerar ytterligare, torde den reala BNP-tillväxten öka gradvis under bedömningsperioden. BNP-tillväxten förväntas öka 2015 och 2016 och tillväxtskillnaderna mellan olika länder beräknas minska tack vare framsteg som gjorts för att övervinna fragmentering på finansmarknaderna, små skillnader i finanspolitiska planer och positiva effekter av tidigare strukturreformer i ett flertal länder. Den väntade konjunkturåterhämtningen kommer främst att få stöd av starkare inhemsk efterfrågan, tack vare den ackommoderande penningpolitiken som ytterligare förstärks av de ordinära och extraordinära åtgärder som ECB nyligen vidtagit, och en i stort sett neutral finanspolitik efter år av kraftig finansiell åtstramning samt en återgång till neutrala förutsättningar för kreditutbud. Dessutom torde den privata konsumtionen gynnas av ökande reala disponibla inkomster tack vare de positiva effekterna av lägre råvaruprisinflation och stigande löneökningar. Privata bostadsinvesteringar och andra investeringar bör också påverkas positivt när de negativa effekter försvinner som uppstått genom behovet av balansräkningsjusteringar och inhämtnings effekter av flera år av dämpade investeringar. Den ekonomiska aktiviteten kommer alltmer att stärkas när utländsk efterfrågan tar fart, och även få dragkraft av den senaste tidens svagare eurokurs samt även av att konkurrensen tidigare stärkts. Inte desto mindre fortsätter ett antal faktorer att dämpa utvecklingen av snabbare tillväxttakt. Samtidigt väntas de negativa effekter på privat konsumtion som härrör från hög arbetslöshet i vissa länder endast gradvis minska under bedömningsperioden. Det finns även gott om lediga resurser i vissa länder och möjligen arbetskraftsbrister i andra länder. Detta torde fortsätta att hålla tillbaka investeringarna. De geopolitiska spänningarna dämpar också utsikterna för investeringar och export under den närmaste tiden. Som årsgenomsnitt väntas real BNP öka med 0,9 procent 2014, 1,6 procent 2015 och 1,9 procent 2016. Detta tillväxtmönster återspeglar ett stadigt ökande bidrag från inhemsk efterfrågan i kombination med ett litet positivt bidrag från nettoexporten.

En mer detaljerad genomgång av efterfrågekomponenterna visar att exporten till områden utanför euroområdet väntas ta fart i slutet av 2014 och under 2015, vilket återspeglar en gradvis förstärkning av utländsk efterfrågan på produkter från euroområdet och positiva effekter av eurons svagare växelkurs. Den senaste tidens spänningar mellan EU och Ryssland har på det hela taget en begränsad effekt på utländsk efterfrågan på euroområdets varor och tjänster, men vissa länder med starka handelsförbindelser med Ryssland kan komma att påverkas kraftigt. Euroområdets exportmarknadsandelar beräknas minska marginellt under bedömningsperioden, om än med ganska olika utveckling i olika länder, beroende på att konkurrenskraftsutvecklingen skiljer sig åt och handelsmönstren är olika. Exporten mellan länder i euroområdet väntas växa långsammare än exporten till länder utanför euroområdet, eftersom den inhemska efterfrågan i euroområdet fortfarande är relativt svag.

Företagsinvesteringarna väntas gradvis ta fart under bedömningsperioden, uppbackade av starkare inhemska och utländsk efterfrågan i och med att det finns uppdämda behov av ersättningsinvesteringar, av att räntenivåer är låga och att genomslaget till banklåneräntorna väntas förbättras, av starkare vinstutveckling och av mer gynnsamma förutsättningar för kreditutbud. Negativa effekter av lägre trendmässig tillväxt och ytterligare behov av omstruktureringar av balansräkningar i näringslivet i vissa euroländer hindrar dock en stark återhämtning i företagsinvesteringar. I slutet av bedömningsperioden väntas företagsinvesteringarna fortfarande ligga 6 procent under de högsta nivåerna före krisen, men skillnaderna mellan länderna i euroområdet är stora.

Bostadsinvesteringarna väntas gradvis förbättras under andra halvåret 2014 och åter öka 2015 när aktiviteten tar fart i en miljö med låga räntor på bostadskrediter och förbättrade förutsättningar för kreditutbud och när behoven av justeringar gradvis avtar. I vissa länder dämpas dock fortfarande bostadsbyggandet på grund av korrigeringar på bostadsmarknaderna och/eller en fortsatt svag utveckling av de reala disponibla inkomsterna. Offentliga investeringar väntas vara fortsatt svaga under bedömningsperioden beroende på fortsatta utgiftsbegränsningar i flera euroländer, vilket väger tyngre än den mer expansiva utgiftspolitik som råder i andra länder.

Antalet sysselsatta ökade måttligt under första halvåret 2014. Sysselsättningstillväxten väntas emellertid vara fortsatt svag under andra halvåret 2014 för att därefter åka måttligt 2015 och 2016. Den väntade sysselsättningsförbättringen återspeglar ett uppsving i aktiviteten, effekterna av tidigare återhållsam löneutveckling samt positiva effekter av arbetsmarknadsreformer, något som har ökat flexibiliteten och underlättat för stigande sysselsättning inom den privata sektorn, särskilt i vissa krisdrabbade länder. Ytterligare personalminskningar i den offentliga sektorn i vissa länder kommer dock att dämpa tillväxten i total sysselsättning. Arbetskraften väntas öka måttligt under bedömningsperioden, tack vare invandring och i takt med ett ökat deltagande av vissa befolkningssegment när arbetsmarknadsläget gradvis förbättras. Arbetslösheten har vänt nedåt svagt under de senaste månaderna, huvudsakligen beroende på en vändning av sysselsättningsutvecklingen. Den väntas minska ytterligare under bedömningsperioden men kommer dock att ligga kvar på betydligt högre nivåer än före krisen. Arbetsproduktiviteten (mätt som produktion per anställd) väntas öka, vilket återspeglar den förväntade uppgången i real BNP-tillväxt och eftersläpningsreaktionen i sysselsättning när den ekonomiska aktiviteten tar fart.

**Tabell 2 Makroekonomiska bedömningar för euroområdet<sup>1)</sup>**

(årliga procentuella förändringar)

	September 2014				Juni 2014			Revideringar sedan juni 2014 <sup>2)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Real BNP <sup>3)</sup>	-0.4	0.9	1.6	1.9	1.0	1.7	1.8	-0.2	-0.1	0.1
		[0,7 - 1,1] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,6] <sup>4)</sup>	[0,6 - 3,2] <sup>4)</sup>	[0,6 - 1,4] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,8] <sup>4)</sup>	[0,5 - 3,1] <sup>4)</sup>			
Privat konsumtion	-0.6	0.7	1.4	1.6	0.7	1.5	1.6	0.0	-0.1	0.0
Offentlig konsumtion	0.2	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.0	0.0
Fasta bruttoinvesteringar	-2.6	1.1	3.1	3.9	1.7	3.1	3.5	-0.6	0.0	0.4
Export <sup>5)</sup>	1.7	3.1	4.5	5.3	3.6	4.8	5.3	-0.5	-0.3	0.0
Import <sup>5)</sup>	0.7	3.5	4.5	5.3	3.6	4.8	5.5	-0.1	-0.4	-0.2
Sysselsättning	-0.8	0.3	0.6	0.7	0.3	0.5	0.7	0.0	0.1	0.0
Arbetslöshet (i procent av arbetskraften)	11.9	11.6	11.2	10.8	11.8	11.5	11.0	-0.2	-0.2	-0.3
HIKP	1.4	0.6	1.1	1.4	0.7	1.1	1.4	-0.2	0.0	0.0
		[0,5 - 0,7] <sup>4)</sup>	[0,5 - 1,7] <sup>4)</sup>	[0,7 - 2,1] <sup>4)</sup>	[0,6 - 0,8] <sup>4)</sup>	[0,5 - 1,7] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,2] <sup>4)</sup>			
HIKP exklusive energi	1.4	0.8	1.3	1.6	1.0	1.3	1.6	-0.2	-0.1	0.0
HIKP exklusive energi och livsmedel	1.1	0.9	1.2	1.5	1.0	1.2	1.5	-0.1	0.0	-0.1
HIKP exklusive energi, livsmedel och förändringar i indirekta skatter <sup>6)</sup>	1.0	0.8	1.2	1.5	0.9	1.2	1.5	-0.1	0.0	-0.1
Enhetsarbetskraftskostnader	1.2	1.0	0.8	1.1	0.9	0.7	1.1	0.1	0.0	0.0
Ersättning per anställd	1.6	1.6	1.8	2.2	1.6	1.9	2.2	0.0	-0.1	0.1
Arbetskraftens produktivitet	0.4	0.6	1.0	1.1	0.7	1.1	1.0	-0.1	-0.1	0.1
Budgetsaldo, offentlig sektor (procent av BNP)	-3.0	-2.6	-2.4	-1.9	-2.5	-2.3	-1.9	-0.1	0.0	0.0
Strukturellt budgetsaldo (i procent av BNP) <sup>7)</sup>	-2.2	-2.0	-2.0	-1.9	-2.0	-2.0	-1.9	0.0	0.0	0.0
Den offentliga sektorns bruttoskuld (i procent av BNP)	92.7	93.9	93.1	91.5	93.4	92.6	91.1	0.5	0.5	0.4
Bytesbalans (i procent av BNP)	2.4	2.3	2.3	2.4	2.6	2.6	2.8	-0.3	-0.3	-0.4

1) Litauen ingår i bedömningarna för 2015. De årliga procentuella förändringarna för 2015 baseras på euroområdets sammansättning för 2014, där Litauen redan ingår. Framskrivningar av nationalräkenskapsvariabler baseras på ENS 95 standarder.

2) Revideringar beräknas på ej avrundade siffror.

3) Kalenderjusterad arbetsdata

4) 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 korrektion för exceptionella händelser, beskrivs i "New procedure for constructing ECB staff projection ranges", ECB, december 2009, publicerad på ECB:s webbplats.

5) Handel inom euroområdet inkluderad.

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

7) Beräknat som offentliga sektorns budgetsaldo, rensat för kortvariga effekter i konjunkturcykeln och tillfälliga statliga åtgärder. Beräkningen följer ECBS:s tillvägagångssätt för konjunkturrensade budgetsaldon (se Bouthevillain, C. et al., "Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach", *Working Paper Series*, No 77, ECB, september 2001) och ECBS-definitionen av tillfälliga åtgärder (se Kremer, J. et al., "A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances", *Working Paper Series*, No 579, ECB, januari 2007). Prognosen för det strukturella saldot har inte härletts från måttet på produktionsgapet. I de metoder som används av ECBS beräknas cykliska komponenter separat för olika intäkt- och utgiftsposter. Mer information, även med uppgifter om vilka metoder som används av kommissionen, hittas 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, september 2014, "The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position".

Den privata konsumtionen väntas ta fart under bedömningsperioden och noga följa den reala disponibla inkomstens tillväxtutveckling. Tillväxttakten för real disponibel inkomst beräknas få stöd av kraftigare arbetsinkomster, vilket återspeglar ökad sysselsättning och högre lönetillväxt, mindre negativa effekter av budgetkonsolideringar, ett högre bidrag från andra privata intäkter (huvudsakligen vinstrelaterade) samt låga råvarupriser. Sparkvoten väntas i huvudsak vara stabil. Detta återspeglar motsatta effekter från å ena sidan nedåtteffekten av fallande räntor och en gradvis minskning av arbetslösheten, vilket leder till mindre

behov av försiktighetssparande och, å andra sidan, uppåtteffekter från mindre påtvingat negativt sparande i vissa länder när stigande disponibla inkomster underlättar konsumtion. Offentlig konsumtion väntas öka måttligt över bedömningsperioden.

Import från länder utanför euroområdet väntas öka måttligt över bedömningsperioden. Importen fortsätter att hållas tillbaka av svag tillväxt i total efterfrågan i euroområdet och p.g.a. vissa effekter av den senaste tidens eurodepreciering. Handelsnettot förväntas bidra marginellt till real BNP-tillväxt under bedömningsperioden. Överskottet i bytesbalansen väntas vara i stort sett stabilt på 2,4 procent av BNP 2016.

Jämfört med de makroekonomiska framtidsbedömningar som publicerades i månadsrapporten för juni 2014 har prognosen för BNP 2014 reviderats ner med 0,2 procentenheter, huvudsakligen som resultat av att utfallet för det andra kvartalet blev svagare än väntat. Mot bakgrund av ökande geopolitiska spänningar, effekter av lägre internationell efterfrågan på export och, i mindre utsträckning, svagare investeringar ses en nedrevidering av aktiviteten under andra kvartalet 2014. Bedömningen för 2015 har reviderats ner med 0,1 procentenhet, huvudsakligen p.g.a. lägre överhängseffekter. Bedömningen för 2016 har reviderats upp med 0,1 procentenhet, huvudsakligen beroende på de positiva effekterna för den privata sektorn av mer gynnsamma finansieringsvillkor, som stöds av de riktade långfristiga refinansieringstransaktionerna.

## PRIS- OCH KOSTNADSUTSIKTER

Enligt Eurostats preliminära uppskattning var den totala HIKP-inflationen 0,3 procent i augusti 2014. Den aktuella inflationsutvecklingen är dämpad och återspeglar en nedgång i energi- och livsmedelspriser men även en dämpad utveckling av priserna på andra industrivaror och tjänster.

Efter att ha legat på 0,6 procent under det andra kvartalet 2014 beräknas den totala HIKP-inflationen sjunka ytterligare något till 0,4 procent under det tredje för att sedan åter öka till 0,7 procent det sista kvartalet 2014. HIKP-inflationen väntas gradvis stiga ytterligare under bedömningsperioden och ligga på 1,5 procent det fjärde kvartalet 2014. Effekterna av det smalare negativa produktionsgapet i en konjunkturåterhämtningsfas leder till högre löner och vinster, vilket driver upp inflationen. Dessutom väntas högre priser på icke energirelaterade varor och import, förstärkt av en lägre eurokurs, leda till högre konsumentpriser i euroområdet. Inflationstakten bedöms vara fortsatt begränsad fram till 2016 beroende på kvarvarande lediga resurser i ekonomin och under antagande av sjunkande oljepriser i linje med terminspriserna. Det negativa produktionsgapet bedöms bara delvis minska fram till 2016, vilket i sin tur implicerar mycket måttlig löne- och vinstutveckling.

Mer detaljerat väntas energiprisinflationen ligga kvar på negativa nivåer under det tredje kvartalet 2014 för att i slutet av bedömningsperioden ligga på runt noll och så förbli under återstoden av bedömningsperioden. Under bedömningsperioden påverkas konsumentpriserna på energi av den något nedåtriktade kurvan för terminspriser på olja. Detta uppvägs delvis av uppåtriktade effekter från faktorer som den svagare eurokursen och prisutvecklingen på andra energivaror. På det hela taget beräknas energiprisernas bidrag till HIKP-inflationen vara noll under bedömningsperioden. Detta är betydligt lägre än det bidrag på 0,5 procentenheter som varit genomsnittet under perioden 1999 till 2013. Utvecklingen i denna HIKP-komponent förklarar till stor del den måttligare inflationsutvecklingen under bedömningsperioden jämfört med utvecklingen under den monetära unionens första 15 år.

Inflationen i livsmedelspriser väntas fortsätta att ligga runt noll under det tredje kvartalet 2014, men den torde åter stiga kraftigt under de följande kvartalen fram till mitten av 2015 när de stora vädereffekterna på oförädlade livsmedel och nedåtriktade baseffekter torde avta. Inflationen i livsmedelspriser väntas fortsätta att stiga ytterligare, om än gradvis, och hamna på 2,0 procent i slutet av bedömningsperioden. Ytterligare prisökningar på livsmedel återspeglar antagandet om prisökningar på produkter fritt gård (farm gate prices) i EU när konjunkturen gradvis tar fart. På det hela taget beräknas livsmedelspriserna bidra till HIKP-inflationen med 0,2 procent under bedömningsperioden. Detta är lägre än de 0,5 procentenheter som varit genomsnittet under perioden 1999 till 2013, vilket är ännu ett skäl till de relativt måttliga inflationsutsikterna.

HIKP-inflationen, exklusive energi och livsmedel, väntas ha nått sin lägsta nivå, 0,8 procent, mellan det fjärde kvartalet 2013 och tredje kvartalet 2014. Den beräknas öka gradvis under bedömningsperioden i och med att konjunkturen tar fart, produktionsgapet minskar och löner och vinster växer snabbare. Detta mått på underliggande inflation väntas hamna på en nivå på 1,5 procent under det sista kvartalet 2016. Det genomsnittliga bidraget till denna HIKP-komponent är också lägre än genomsnittet och låg under bedömningsperioden på 0,8 procentenheter, jämfört med ett långfristigt genomsnitt på 1,1 procentenheter.

Ökningar i indirekta skatter, som ingår i de finanspolitiska konsolideringsplanerna, beräknas ge ett litet uppåtriktat bidrag till HIKP-inflationen på runt 0,1 procentenhet under 2014. I och med att det råder brist på detaljerad information om finanspolitiska åtgärder för återstoden av bedömningsperioden görs antagandet att bidragen från indirekta skatter kommer att vara försumbara 2015 och 2016 (jämfört med ett historiskt genomsnitt på 0,2 procent).

Externa prisfaktorer har haft en betydande nedåtteffekt på den senaste tidens HIKP-utveckling. Den årliga tillväxttakten i importdeflatorn föll kraftigt från 2,4 procent 2013 till -2,0 procent under det första kvartalet 2014. Detta fall återspeglade svag prisutveckling på grund av en trög global tillväxt, eurons tidigare växelkursförstärkning och sjunkande priser på olja och andra råvaror än olja. Det kraftiga externa pristrycket väntas upphöra under andra halvåret 2014 och den årliga tillväxttakten i importdeflatorn väntas nå en vändpunkt. En ökning väntas i den årliga genomsnittliga importdeflatorn fram till början av 2015. Den väntas följas av en i stort sett stabil tillväxt på 1,4 procent under återstoden av bedömningsperioden och denna tillväxttakt ligger nära sitt långfristiga genomsnitt. Ökningen i tillväxten i importdeflatorn återspeglar antaganden om högre internationella priser beroende på den starkare internationella ekonomin, förväntningar om stigande priser på icke energirelaterade varor samt en svagare eurokurs.

Vad gäller inhemskt pristryck väntas den gradvisa förbättringen av arbetsmarknadsvillkoren i euroområdet leda till en ökning i ersättningar till anställda. Tillväxttakten i enhetsarbetskostnader beräknas minska under bedömningsperiodens första två år, till 1,0 procent 2014 och därefter till 0,8 procent 2015 för att därefter öka något till 1,1 procent 2016. Fallande enhetsarbetskostnader under bedömningsperiodens första två år kan hänföras till svag löneutveckling i kombination med kraftigare arbetsproduktivitetsökning. Under 2016 väntas enhetsarbetskostnaderna öka något, beroende på en uppgång i ökningen av ersättningen per anställd, följt av en i stort sett stagnerande produktivitetsökning. Detta mönster återspeglar att både löne- och sysselsättningsutvecklingen reagerar med fördröjning på den ekonomiska återhämtningen eftersom de stora lediga resurser som finns på euroområdets arbetsmarknader endast minskar långsamt.

Vinstmarginalerna (beräknat som kvoten mellan BNP-deflatorn till baspriser och enhetsarbetskostnader) beräknas minska något under 2014. Därefter väntas de stiga gradvis och få stöd av konjunkturuppgången.

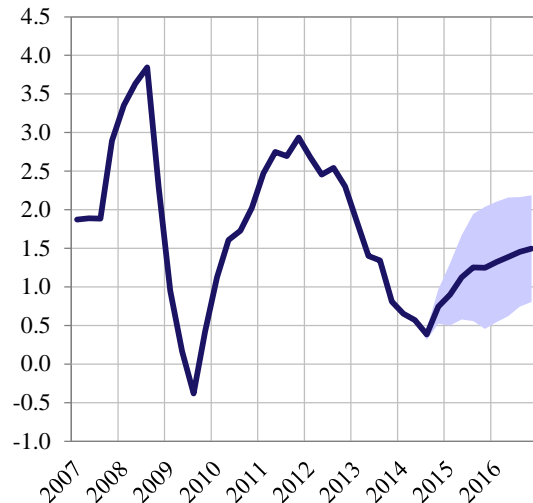


## Diagram 1 Makroekonomiska bedömningar<sup>1)</sup>

(kvartalsuppgifter)

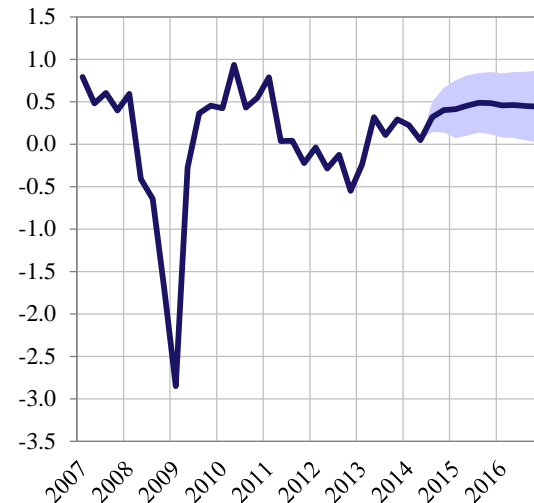
### HIKP-inflation, euroområdet

(procentuella förändringar på årsbasis)



### Real BNP, euroområdet

(procentuella förändringar kvartalsvis)



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 korrektion för exceptionella händelser, beskrivs i "New procedure for constructing ECB staff projection ranges", ECB, december 2009, publicerad på ECB:s webbplats.

2) Kalenderjusterad arbetsdata

Jämfört med de makroekonomiska framtidsbedömningar som offentliggjordes i månadsrapporten i juni 2014 har framtidsbedömningen för HIKP-inflationen skrivits ned med 0,2 procentenheter för 2014, huvudsakligen p.g.a. att HIKP-inflationen beräknas ha blivit lägre under de senaste månaderna än tidigare förutspått. För 2015 och 2016 görs ingen revidering av bedömningarna för HIKP-inflationen. Detta återspeglar i stort sett motverkande effekter av att HIKP, exkl. energi, har reviderats ner och att energikomponenterna i HIKP har reviderats upp. Vad avser det förstnämnda väntas den senaste inflationsutvecklingen, som varit svagare än förväntat, komma att innebära underliggande krafter i HIKP-inflationen, exkl. energi, som är mer ihållande än tidigare förutspått. Samtidigt utgör de högre oljepriserna och den svagare eurokursen ett uppåtttryck på energikomponenten i HIKP.

## UTSIKTER FÖR DE OFFENTLIGA FINANSERNA

Utifrån de antaganden som presenteras i ruta 2 ovan väntas det offentliga underskottet för euroområdet minska gradvis från 3,0 procent av BNP till 1,9 procent 2016. Denna minskning återspeglar främst en konjunkturförbättring. Det strukturella saldot beräknas bli något bättre under bedömningsperioden tack vare budgetkonsoliderande åtgärder i några länder i euroområdet och minskat statligt stöd till finanssektorn. Den fortsatt måttliga tillväxten i offentliga utgifter väntas mer än uppväga direkta skattesänkningar i ett flertal länder. Under det aktuella antagandet om finanspolitiska åtgärder kommer strukturella förbättringar emellertid att fortsätta i en mycket långsammare takt än under de senaste åren. Den offentliga skuldkvoten för euroområdet väntas nå en topp på 93,9 procent av BNP under 2014 för att sedan sjunka till 91,5 procent 2016.

## Ruta 2

### BEHANDLING AV ECB:S PENNINGPOLITISKA PAKET FRÅN JUNI 2014 I FRAMTIDSBEDÖMNINGEN

Det penningpolitiska paket som tillkännagjordes den 5 juni 2014 omfattar en rad åtgärder, vissa med omedelbar implementering (sänkning av ECB:s styrräntor och en förlängning av fastränteanbudet med full tilldelning), andra med effekt fr.o.m. september 2014 (riktade långfristiga refinansieringstransaktioner (TLTRO)) och andra åtgärder som ännu inte specificerats och beslutats vid stoppdatumet för dessa framtidsbedömningar (direkta köp av värdepapper med bakomliggande tillgångar (ABS)).

Mot bakgrund av detta är tillvägagångssättet i dessa framtidsbedömningar att låta det penningpolitiska paketet påverka grundscenariot i den utsträckning som det har påverkat de tekniska antagandena (dvs marknadsräntor och aktiekurser, inkl. växelkursen). Det s.k. genomslaget i dessa antaganden väntas vara i linje med historiska mönster. Med andra ord görs inga diskretionära modifieringar i standardmodellkonstruktionen för att beräkna antaganden om effekterna på utlåningsräntor och kreditutbud eller om några andra aspekter avseende beräkningar om grundscenariot.

Många andra potentiella spridningskanaler fångas inte heller i grundscenariot. Dessa omfattar t.ex. genomslaget av de lättnader i finansieringskostnader som bankerna har genom sina upplåningsräntor, gynnsamma förutsättningar för kreditutbud samt bankernas användning av TLTRO-medel för köp av tillgångar. Det är alltså troligt att grundscenariot kommer att underskatta effekten av det penningpolitiska paketet, som utgör en tydlig uppåtrisk för grundprognoserna för tillväxt och inflation.

## Ruta 3

### KÄNSLIGHETSANALYSER

Prognoser bygger i stor grad på tekniska antaganden om hur vissa nyckelvariabler utvecklas. Med tanke på att vissa av dessa variabler kan ha stor effekt på prognoserna för euroområdet kan de sistnämnda känslighet avseende alternativa vägar för de underliggande antagandena bidra till analysen av riskerna runt dessa bedömningar. I den här rutan diskuteras osäkerheten som omger tre viktiga underliggande antaganden och känsligheten i bedömningarna vad gäller dessa antaganden.<sup>1</sup>

#### 1) En alternativ oljeprisutveckling

Antagandena vad gäller oljepriserna i de aktuella bedömningarna av ECB:s experter bygger på marknadsförväntningar baserat på oljeterminspriser, vilka förutspår ett fall i oljepriser under bedömningsperioden (se ruta 1). Osäkerheten vad gäller denna profil kvarstår dock.

Det beräknade oljeprisfallet återspeglar en marknadsuppfattning att den senaste tidens lägre oljeproduktion i flera OPEC-länder, beroende på politisk instabilitet eller geopolitiska spänningar, delvis kommer att normaliseras eller kompenseras av en ökad produktion av skifferolja i världen. Oljepriserna kan dock komma att stiga om det på kort eller medellång sikt skulle uppstå oförutsedda geopolitiska händelser i något av de större oljeproducerande länderna (t.ex. Ryssland) eller p.g.a. en starkare global ekonomisk återhämtning på medellång sikt.

I samband med en global återhämtning förefaller ett oljepris som är högre än det i antagandet i grundbedömningen vara plausibelt. Därför övervägs en upprevidering av terminspriserna för olja i denna känslighetsanalys.<sup>2</sup> För en alternativ utveckling görs antagandet att oljepriserna kommer att ligga på 3 procent, 6 procent respektive 10 procent över terminspriserna 2014, 2015 och 2016. Baserat på ECB:s makroekonomiska modeller skulle högre oljepriser leda till att HIKP-inflationen blev 0,1 till 0,2 procentenheter högre än i grundscenariot för 2015 och 2016. Samtidigt skulle högre oljepriser dämpa BNP-tillväxten, som skulle bli 0,1 procentenhet lägre 2015 och 2016.

## 2) En alternativ växelkursutveckling

Grundscenariot utgår från att euron kommer att ha en oförändrad effektiv växelkurs fram till slutet av bedömningsperioden. En svagare eurokurs skulle dock kunna bli resultatet av förväntningar om försämrade tillväxt och inflation i euroområdet jämfört med den amerikanska ekonomin samt av förväntningar om olika penningpolitisk inriktning i de två ekonomiska blocken, med marknadsförväntningar om en utdragen period av låga räntor i euroområdet och en snabbare normalisering i USA. En alternativ växelkursbana för euron, med en starkare depreciering, har beräknats från den 25:e percentilen i fördelningen som ges genom den implicita riskneutrala täthetsfunktionen för EUR/USD växelkurs den 13 augusti 2014. Denna inriktning implicerar en gradvis depreciering av euron mot USD till en växelkurs på 1,42 under 2016, vilket är 7,4 procent lägre än antagandet i grundscenariot. Det motsvarande antagandet för nominell effektiv växelkurs för euron återspeglar historiska mönster varvid EUR/USD växelkurs återspeglar ändringar i effektiv växelkurs med en elasticitet på 52 procent. Detta resulterar i en gradvis avvikelse i den effektiva växelkursen för euron från grundscenariot, till en kurs som ligger 3,9 procent under grundscenariot 2016.

Resultaten från ECB:s makroekonomiska modeller pekar mot en lägre BNP-tillväxt (0,1 till 0,3 procentenheter 2015 och 2016) och högre HIKP-inflation 2015 och 2016 (0,2 till 0,3 procentenhet) i ett sådant fall.

## 3) Ytterligare budgetkonsolideringsåtgärder

Som nämns i ruta 1 innefattar de finanspolitiska antagandena alla politiska åtgärder som redan har godkänts av nationella parlament eller som specificerats i detalj av regeringarna och som sannolikt kommer att gå igenom lagberedningsprocessen. De åtgärder som finns i grundscenariot är otillräckliga för de flesta länder i förhållande till de krav på konsolidering som ställts i stabilitets- och tillväxtpaktens korrigerande och förebyggande delar. Åtagandet att följa dessa krav återspeglas i stort av stabilitetsprogrammen 2014 samt i dokumenten till EU-IMF-programmen. Dock saknas ofta de underliggande åtgärderna för att uppnå dessa mål eller så är de inte tillräckligt specificerade. Följaktligen beaktas de inte i bedömningsperiodens grundscenario. Detta gäller särskilt för 2015-16, som i de flesta länder inte omfattas av den aktuella budgeten. Det är därför inte bara nödvändigt utan också sannolikt att ytterligare budgetkonsolideringsåtgärder kommer att antas av flera regeringar 2016, jämfört med de åtgärder som finns inkorporerade i grundscenariot.

### Underliggande antaganden för den finansiella känslighetsanalysen

Den finansiella känslighetsanalysen utgår från det "finansiella gapet" mellan regeringars budgetmål och bedömningsperiodens grundscenario. Landsspecifika villkor och uppgifter avseende både storlek och sammansättning används för att förutse vilka ytterligare konsolideringsåtgärder som är sannolika. Landsspecifika uppgifter syftar särskilt till att fånga osäkerheter i budgetmålen, sannolikheten för ytterligare budgetkonsolideringsåtgärder med påverkan på total efterfrågan i motsats till andra skuldreducerande faktorer och tillhörande makroekonomiska återkopplingseffekter.

Utifrån detta angreppssätt bedöms de ytterligare konsolideringsåtgärderna bli mycket begränsade (mindre än 0,1 procent av BNP) 2014. Samtidigt bedöms det som sannolikt att ytterligare åtgärder behövs 2015 (omkring 0,3 procent av BNP) och något mindre 2016 (omkring 0,1 procent av BNP) vilket leder till en ackumulerade summa för ytterligare konsolidering på ca 0,4 procent av BNP fram till slutet av 2016. Vad gäller de finanspolitiska åtgärdernas sammansättning syftar känslighetsanalysen till att inkorporera lands- och tidsspecifika profiler av de ytterligare konsolideringsåtgärder som är mest sannolika. I analysen behandlas euroområdet på aggregerad nivå och budgetkonsolideringen bedöms ha en slagsida åt budgetens utgiftssida, men den innefattar också höjda indirekta skatter medan stimuleringsåtgärder via sänkningar i direkta skatter och socialförsäkringsavgifter bedöms som sannolika 2016.

## Makroekonomiska effekter av ytterligare budgetkonsolidering

I tabellen nedan sammanfattas de simulerade resultaten av den finansiella känslighetsanalysens effekter på den reala BNP-tillväxten och HIKP-inflationen för euroområdet med hjälp av ECB:s New Area-Wide Model (NAWM<sup>3</sup>).

Effekten på den reala BNP-tillväxten från ytterligare konsolideringsåtgärder är begränsad 2014 men beräknas till -0,2 procentenheter 2015 respektive 2016. Effekten på HIKP-inflationen beräknas till omkring 0,1 procentenhet 2015.

Den aktuella analysen pekar därför på vissa nedåtrisker i grundscenariot för den reala BNP-tillväxten, särskilt 2015 och 2016, eftersom alla planerade budgetkonsolideringsåtgärder ännu inte har inkluderats i grundscenariot. Samtidigt finns det även små uppåtrisker för inflationen eftersom delar av de ytterligare konsolideringsåtgärderna bedöms ha sitt ursprung i höjda indirekta skatter.

Det bör betonas att denna finansiella känslighetsanalys endast fokuserar på potentiella, kortsiktiga effekter av ytterligare budgetkonsolideringsåtgärder som med sannolikhet kommer att vidtas. Även om väl utformade konsolideringsåtgärder ofta påverkar den reala BNP-tillväxten negativt på kort sikt, så har de positiva effekter för den ekonomiska aktiviteten på längre sikt. Dessa framgår dock inte entydigt inom ramen för den här analysens bedömningsperiod.<sup>4</sup> Resultaten av den här analysen ska alltså inte tolkas som ett ifrågasättande av behovet av ytterligare budgetkonsolideringsåtgärder under bedömningsperioden. Ytterligare konsolideringsåtgärder är verkligen nödvändiga för att återställa sunda offentliga finanser i euroområdet. Utan en sådan konsolidering finns det risk för negativa effekter för prissättningen av statspapper. Vidare kan förtroendet påverkas negativt, vilket skulle hindra den ekonomiska återhämtningen.

### Uppskattad makroekonomisk effekt av ytterligare budgetkonsolidering på BNP-tillväxt och HIKP-inflation i euroområdet (procent av BNP)

(procent av BNP)

	2014	2015	2016
Regeringars budgetmål <sup>1)</sup>	-2.4	-1.8	-1.1
Grundscenariots budgetbedömning	-2.6	-2.4	-1.9
Ytterligare budgetkonsolideringsåtgärder (ackumulerade) <sup>2)</sup>	0.0	0.3	0.4
Effekter av ytterligare budgetkonsolidering (i procentenheter) <sup>3)</sup>			
Real BNP-tillväxt	0	-0.2	-0.2
HIKP-inflation	0	0.1	0

1) Nominella mål, inkluderade i de senaste dokumenten för EU-IMF-programmet för de berörda länderna och 2014 års uppdateringar av stabilitetsprogrammen för övriga länder.

2) Känslighetsanalys baserad på bedömningar av ECB:s experter.

3) Avvikelser från grundscenariot i procentenheter för den reala BNP-tillväxten och HIKP-inflationen (båda på årsbasis). Den makroekonomiska effekten simuleras med hjälp av ECB:s New Area-Wide Model.

1 Alla simuleringar har gjorts under antagandet att ingen policyändring görs och inte heller några ändringar i variabler rörande tekniska antaganden eller euroområdets internationella omvärld.

2 För en detaljerad beskrivning av den modell som använts för denna uppjustering, se Pagano, P., Pisani, M., "Risk-adjusted forecasts of oil prices", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 9, Issue 1, Art. 24, 2009.

3 För en beskrivning av New Area-Wide Model, se Christoffel, K., Coenen, G. och Warne, A., "The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis", *Working Paper Series*, Nr 944, ECB, oktober 2008.

4 För en mer detaljerad analys av de makroekonomiska effekterna av budgetkonsolidering, se artikeln, "The role of fiscal multipliers and the timing of consolidation", *Månadsrapporten*, ECB, april 2014.

## VILKA FÖLJDER FÅR SPÄNNINGARNA MELLAN EU OCH RYSSLAND FÖR EUROOMRÅDETS HANDEL

De fördjupade geopolitiska spänningarna och det därav dämpade förtroendet kan ha haft negativa följder på aktiviteten i euroområdet under den senaste tiden. I grundscenariot tillmäts de senaste spänningarna mellan EU och Ryssland emellertid endast en liten negativ effekt för euroområdets handel. Euroområdets utländska efterfrågan och export torde främst påverkas via två kanaler.

För det första har utsikterna för den ryska ekonomin försämrats, vilket leder till lägre inhemsk efterfrågan i Ryssland och lägre import från andra länder under bedömningsperioden än vad som antogs i framtidsbedömningarna i månadsrapporten från juni. Det får negativa effekter för euroområdets utländska efterfrågan och export. Spänningarna i Ukraina har eskalerat, vilket lett till att EU och USA har infört ytterligare, främst ekonomiska, sanktioner mot Ryssland. Efter en BNP-minskning i Ryssland på 0,3 procent, mätt på kvartalsbasis, under det första kvartalet 2014 väntas aktiviteten vara fortsatt svag. Detta återspeglar dämpade investeringar, delvis som resultat av att Bank of Russia höjt räntorna, av stramare inhemska och externa finansieringsvillkor, av utflöde av kapital och av höjd osäkerhet. Privat konsumtion väntas också hållas nere av de osäkra ekonomiska utsikterna och lägre disponibel inkomst till följd av hög inflation, även beroende på att rubeln försvagats. Denna försämring av inhemsk efterfrågan i Ryssland tynger den ryska BNP- och importtillväxten under bedömningsperioden och leder till en nedrevidering av rysk import jämfört med de antaganden som gjorts i tidigare framtidsbedömningar. I och med att efterfrågan från Ryssland utgör ca 4,5 procent av utländsk efterfrågan på produkter från euroområdet innebär denna lägre importbana en marginell minskning på ca 0,1 procent av utländsk efterfrågan fram till slutet av 2016, jämfört med vad som antagits i tidigare framtidsbedömningar.

För det andra har Ryssland lagt embargo på import av vissa livsmedelsprodukter från länder som infört sanktioner mot ryska personer och företag, inklusive på import av livsmedel från euroområdet. Detta embargo påverkar ca 2 procent av Rysslands totala import av varor och tjänster och innebär en bromsning av landets importtillväxt under bedömningsperioden. Vad gäller effekterna av dessa importrestriktioner utgår man ifrån att ungefär en tredjedel av den import som belagts med embargo omedelbart kan ersättas av andra utländska leverantörer. Den återstående delen antas bero på en mindre nedgång i rysk import i slutet av 2014 och början av 2015. Detta innebär en minskning på mindre än 0,1 procentenhet i euroområdets utländska efterfrågan i slutet av 2015, jämfört med vad som antagits i tidigare framtidsbedömningar.

Även om de negativa effekterna på euroområdets utländska efterfrågan ser ut att bli liten kan de bli kännbara för enskilda euroländer beroende på deras handelsförbindelser med Ryssland. De senaste tidens spänningar förefaller också ha lett till lägre näringslivsförtroende i euroområdet.

Vissa kvalifikationer bör beaktas vad gäller dessa beräkningar. De negativa effekterna av det ryska embargot för euroområdets export kan bli större än vad som indikeras i nedrevideringen av utländsk efterfrågan i och med att embargoåtgärder inriktas specifikt på euroområdet och vissa OECD-länder och att detta inte beaktas genom handelsandelarna som är fasta. Det är följaktligen sannolikt att euroområdets export kan bli lägre än vad som förutses ovan. Å andra sidan är det möjligt att länder i euroområdet kan lyckas hitta alternativa exportmarknader och på så vis dämpa effekterna av embargot.

Och slutligen, i enlighet med vad som diskuterades i månadsrapporten från juni 2014 (se ruta "Euroområdets exponering mot krisen i Ukraina") skulle en ytterligare intensifiering av spänningarna i regionen kunna leda till ytterligare sanktioner mot Ryssland och vedergällningsåtgärder från Ryssland mot EU. I ett sådant fall är det troligt att euroområdets ekonomi och inflation skulle påverkas ännu mer.

## PROGNOSER AV ANDRA INSTITUT

Ett antal prognoser för euroområdet offentliggörs vid olika institutioner, 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-experterna 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 för de olika prognoserna (se tabellen nedan).

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

(årliga procentuella förändringar)

	Datum för offentliggörande	BNP-ökning			HIKP-inflation		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Framtidsbedömningar av ECB:s experter	September 2014	0.9 [0,7-1,1]	1.6 [0,6-2,6]	1.9 [0,6-3,2]	0.6 [0,5-0,7]	1.1 [0,5-1,7]	1.4 [0,7-2,1]
Europeiska kommissionen	Maj 2014	1.2	1.7	-	0.8	1.2	-
OECD	Maj 2014	1.2	1.7	-	0.7	1.1	-
Euro Zone Barometer	Augusti 2014	1.0	1.5	1.7	0.6	1.1	1.5
Consensus Economics Forecasts	Augusti 2014	1.0	1.5	1.6	0.6	1.1	1.5
Survey of Professional Forecasters	Augusti 2014	1.0	1.5	1.7	0.7	1.2	1.5
IMF	Juli 2014	1.1	1.5	1.5	0.9	1.2	1.3

Källor: Europeiska kommissionens prognos, våren 2014, IMF World Economic Outlook, uppdatering, juli 2014, (GDP), IMF World Economic Outlook, april 2014, OECD Economic Outlook, maj 2014; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; samt ECB's Survey of Professional Forecasters.

Anm.: Både framtidsbedömningarna av ECB-experterna 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.

Enligt de prognoser som finns tillgängliga från andra institutioner väntas euroområdets BNP-tillväxt 2014 bli något högre än den i ECB:s framtidsbedömningar. Prognoserna för real BNP-tillväxt för 2015 och 2016 är lika eller något lägre än ECB:s framtidsbedömningar. Prognoserna från de flesta andra institutioner pekar på en genomsnittlig HIKP-inflation för 2014 och 2015 nära eller något över den i ECB:s framtidsbedömningar. HIKP-inflationen 2016 väntas i genomsnitt ligga mellan 1,3 procent och 1,5 procent enligt andra tillgängliga prognoser, jämfört med 1,4 procent i ECB:s framtidsbedömningar. I dagsläget ligger alla prognoser för 2015 och 2016 inom intervallen i ECB:s framtidsbedömningar, som visas i tabellen.

© Europeiska centralbanken, 2014

Adress: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Tyskland

Postadress: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Tyskland

Tfn: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

Website: <http://www.ecb.europa.eu>

Alla rättigheter förbehålls.

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