



EUROPEISKA CENTRALBANKEN

EUROSYSTEMET

MAKROEKONOMISKA FRAMTIDSBEDÖMNINGAR FÖR EUROOMRÅDET AV ECB:S EXPERTER¹ MARS 2015

1. UTSIKTERNA FÖR EUROOMRÅDET – ÖVERSIKT OCH VIKTIGASTE PUNKTER

Under andra halvåret 2014 visade den ekonomiska återhämtningen en gradvis förbättring. Framöver torde en rad faktorer stärka aktiviteten i euroområdet. Den kraftiga nedgången i oljepriser kommer att leda till en omfattande ökning i real disponibel inkomst och hushållen förväntas ge ut en stor del av denna. Vidare kommer aktiviteten i euroområdet under bedömningsperioden alltmer att stärkas av den gradvisa ökningen i extern efterfrågan och effekterna av eurons svagare växelkurs.

ECB-rådets senaste penningpolitiska åtgärder väntas också aktivt stödja aktiviteten på kort och medellång sikt. Inhemsk efterfrågan och framför allt fasta bruttoinvesteringar väntas dra nytta av den ackommoderande penningpolitiska inriktningen och särskilt av ECB:s utökade program för köp av tillgångar (APP). Den senaste tidens extraordinära penningpolitiska åtgärder väntas stödja inhemsk efterfrågan som resultat av effekterna på räntor, eurons växelkurs och aktiekurser och även genom andra viktiga finansiella kanaler (se ruta 1).

Andra inhemska faktorer väntas stödja aktiviteten under bedömningsperioden. Inhemsk efterfrågan bör gynnas av lättnader i villkoren för kreditgivning, vilket antytts i resultaten från den senaste enkäten om bankers utlåning som visar på en nettolättnad av lånevillkoren. Den dämpning av företagsinvesteringar som beror på företagssektorns behov av att minska skulderna har också minskat. Finanspolitiken förväntas också vara fortsatt neutral under bedömningsperioden.

De negativa effekterna av en rad andra faktorer kommer emellertid endast att minska gradvis. I motsats till företagssektorn har privata hushåll och den offentliga sektorn ännu inte nått någon betydande vändpunkt i sin skuldsättningsgrad. Även om utvecklingen på arbetsmarknaden generellt har förbättrats kommer den även framöver att överskuggas av höga arbetslöshetstal, framför allt i vissa krisdrabbade länder. Därutöver finns det oro för att den långsiktiga tillväxtförmågan och omfattande lediga resurser i ett antal länder fortsätter att dämpa investeringarna.

Överlag beräknas den reala BNP-tillväxten öka från 0,9 % 2014 till 1,5 % 2015 och till 1,9 % 2016 och 2,1 % 2017. Däremot beräknas den potentiella tillväxttakten fortsätta vara relativt måttlig eftersom bidraget från arbete och kapital förblir dämpat på grund av hög strukturell arbetslöshet och följderna av en lång period med svaga investeringar. Det innebär att det beräknade negativa produktionsgapet sluts under bedömningsperioden.

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. Stoppdatum för uppgifter till denna rapport var den 20 februari 2015.

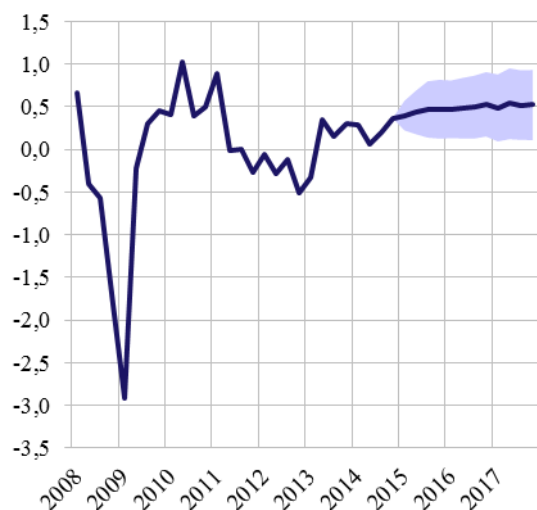
Den aktuella framtidsbedömningen omfattar 2015-2017. Bedömningar för en så lång period omgärdas dock av stor osäkerhet och det får man inte glömma när man tolkar dessa prognoser. Se artikeln "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections", ECB:s månadsrapport från maj 2013.

Diagram 1 Makroekonomiska bedömningar¹⁾

(kvartalsuppgifter)

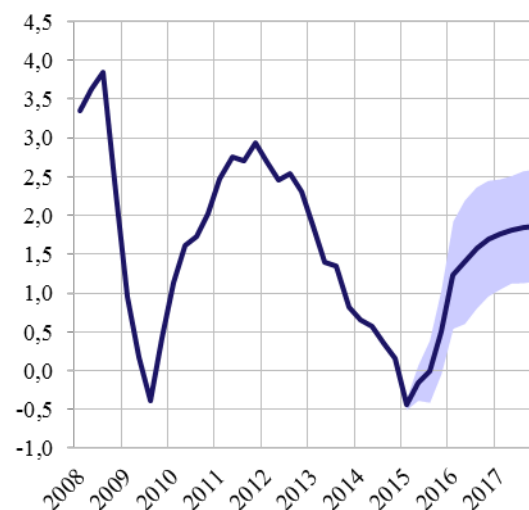
Real BNP, euroområdet²⁾

(procentuella förändringar kvartalsvis)



HIKP-inflation, 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 de absoluta värdena 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) Kalenderjusterade data.

HIKP-inflationen har varit negativ de senaste månaderna, främst till följd av de sänkta oljepriserna. Eurons lägre växelkurs gav bara en liten moteffekt till det starka fallet i dollarpriserna på olja. Inflationen i andra HIKP-komponenter har också sjunkit något de senaste månaderna.

HIKP-inflationen väntas i genomsnitt vara noll under 2015 men stiga till 1,5 procent 2016 och till 1,8 procent 2017. Den låga HIKP-inflationen 2015 återspeglar ett stort negativt bidrag från energiinflationen. Nedåttrycket från energipriser på den samlade inflationen väntas lätta mot slutet av 2015 när tidigare energiprisminskningar gradvis försvinner ur inflationen mätt på årsbasis och för att oljepriserna väntas öka under bedömningsperioden i linje med den uppåtriktade kurvan för oljeterminspriser. Följaktligen förutses energipriserna ge ett positivt bidrag till den samlade inflationen under 2016 och 2017.

Även om en stor del av volatiliteten i inflationstakten mellan 2015 och 2016 troligen kan förklaras med energiprisvändningen väntas HIKP-inflationen exklusive energi också öka vartefter konjunkturen återhämtar sig. Detta beror på den väntade kraftiga minskningen av det negativa produktionsgapet som i sin tur återspeglas i starkare tillväxt i både vinstmarginaler och ersättning per anställd. Högre priser på andra råvaror än energi, indirekta effekter av stigande oljepriser och eftersläpande effekter av eurons svagare effektiva växelkurs väntas också komma att påverka HIKP-inflationen exklusive energi.

Ruta 1

INFÖRLIVANDE AV DE NYLIGEN GENOMFÖRDA EXTRAORDINÄRA PENNINGPOLITISKA ÅTGÄRDerna I FRAMTIDSBEDÖMNINGARNA

Sedan stoppdatum för framtidsbedömningarna i december 2014 har det funnits två nya trender avseende ECB:s extraordinära åtgärder. Den första av dessa var tilldelningen den 11 december

2014 på 130 miljarder euro i den andra långfristiga refinansieringstransaktionen, med en ackumulerad nyttjandeandel (take-up) på runt 212 miljarder euro för de två första anbuderna i vilka banker hade rätt till en inledande lånetilldelning. Ytterligare sex långfristiga refinansieringstransaktioner är planerade. Den andra trenden var ECB-rådets beslut den 22 januari 2015 att lansera det utökade programmet för köp av tillgångar (APP), vilket innefattar programmet för köp av värdepapper med bakomliggande tillgångar och programmet för köp av säkerställda obligationer. Tillsammans kommer köpen per månad att uppgå till 60 miljarder EUR. **Avsikten är att dessa transaktioner ska genomföras åtminstone fram till slutet av september 2016 och i varje fall tills en varaktig effekt på inflationstakten uppnåts, vilken överensstämmer med målet att inflationen ska ligga under, men nära, 2 procent på medellång sikt.**

Dessa två trender har lett till en omprövning av det tillvägagångssätt som generellt använts i tidigare framtidsbedömningar i syfte att beakta de extraordinära penningpolitiska åtgärdernas effekter på de makroekonomiska utsikterna. Tidigare inkluderades de makroekonomiska effekterna av extraordinära penningpolitiska åtgärder endast i den utsträckning de redan hade påverkat de marknadsbaserade tekniska antagandena (bakgrundsinformation finns i ruta 3), enligt den analys som gjordes med hjälp av de standardmodeller som användes för framtidsbedömningar vid stoppdatumet. Detta tillvägagångssätt innebär en risk för att man ignorerar transmissionskanaler som inte helt beaktas i standardmodellen. Detta ansågs dock lämpligt beroende på osäkerheten om volymen av den centralbankslikviditet som genereras av penningpolitiska åtgärder. Mot bakgrund av den senaste tidens politiska utveckling finns det i dagsläget mer information om vilken volym som dessa åtgärder leder till. Detta möjliggör en mer exakt bedömning av åtgärdernas effekter på de makroekonomiska utsikterna.

Det tidigare tillvägagångssättet har således kompletterats genom att man i de aktuella bedömningarna inkluderat ytterligare effekter av dessa åtgärder via finansiella transmissionskanaler. Dessa utgörs t.ex. av en kanal för ombalansering av portföljer, vissa exceptionella kanaler och real-finansiella återkopplingseffekter. Sådana kanaler beaktas normalt inte i standardmodellen som används i framtidsbedömningarna. Effekten av ytterligare finansiella transmissionskanaler på de makroekonomiska utsikterna har kalibrerats på basis av ekonometriska verktyg som explicit formar sådana kanaler. Följaktligen innehåller framtidsbedömningarna från mars 2015 en mer omfattande bedömning av de extraordinära penningpolitiska åtgärdernas effekt på de makroekonomiska utsikterna.

2. REALEKONOMIN

Tillväxten i privat konsumtion väntas förbli den viktigaste drivkraften bakom återhämtningen. Den privata konsumtionen tog fart under loppet av 2014. Den gynnades av ökade reala disponibla inkomster tack vare högre löner och andra icke-arbetsrelaterade inkomster samt av sjunkande energipriser. Dessa faktorer lär fortsätta att driva ökningen i real disponibel inkomst under den närmaste tiden. Därutöver väntas lönerna öka mot bakgrund av stigande sysselsättning och stigande löneutveckling. Andra personliga inkomster väntas också öka när ekonomin tar fart. Den privata konsumtionen torde också stärkas av att hushållens nettoförmögenhet ökar. Denna utveckling återspeglar både högre priser på finansiella tillgångar 2015 och en starkare bostadsmarknad under perioden 2016-2017. Den privata konsumtionen förstärks även av lägre finansieringskostnader och lättnader i finansieringsvillkor, som ytterligare stärktes genom det utökade programmet för köp av tillgångar och en starkare lånedynamik för hushållen. Sammantaget väntas den privata konsumtionen i genomsnitt öka till 1,7 procent under bedömningsperioden.

Sparkvoten väntas uppvisa ett puckelformat mönster. En inledande ökning i sparkvoten väntas för 2015, följt av en minskning. Detta återspeglar överlag att en stor del av vinsterna från lägre oljepriser inledningsvis sparas. Bortsett från denna temporära faktor innebär motverkande effekter en i stort sett oförändrad nivå i den genomsnittliga sparkvoten. Å ena sidan har den låga avkastningen en tendens att avskräcka från sparande. Skulle konsumenternas förtroende öka och arbetslösheten samtidigt sjunka skulle detta leda till svagare försiktighetssparande. Hushållen skulle också mer och mer kunna göra större inköp som tidigare uppskjutits, vilket skulle minska sparkvoten. Å andra sidan skulle trycket att minska

skuldsättningen mot bakgrund av att hushållens skuldkvoter knappast ändrats, som del av nominella disponibla inkomster, kunna innebära att ett visst uppåttryck på sparandet bibehålls.

Utsikterna för bostadsinvesteringar kommer troligen att förbättras gradvis. En måttlig återhämtning väntas fr.o.m. 2015, beroende på mycket låga bolån i de flesta länder, lättnader i finansieringsvillkor, vilka ytterligare stärktes genom det utökade programmet för köp av tillgångar, starkare lån till hushåll och ökande disponibla inkomster. Allteftersom korrigeringsarna på bostadsmarknaderna i flera länder minskar borde bostadsinvesteringarna ta fart. En gradvis återhämtning i bostadsinvesteringar bedöms ske i de flesta länder även om takten kan dämpas i vissa där hushållens skulder är höga. En ogynnsam demografisk utveckling väntas dock mot slutet av bedömningsperioden verka dämpande på bostadsmarknaden i vissa länder.

Företagsinvesteringar förbättras. Företagsinvesteringarna fortsatte att stärkas måttligt under 2014. Denna utveckling dämpades av omfattande lediga resurser och kvardröjande begränsad kreditgivning i vissa länder. När de negativa effekterna av dessa faktorer avtar kommer en starkt inhemsk och utländsk efterfrågan, behovet av att modernisera kapitalstocken efter flera år av dämpade investeringar, den ackommoderande penningpolitiska inriktningen som ytterligare förstärks av de extraordinära åtgärder som ECB nyligen vidtagit samt en förstärkning av vinstpåslag att leda till ökade investeringar. Trycket på företagssektorn att reducera skulder minskade också i euroområdet under 2014 och torde utgöra en mindre begränsning för företagets investeringar än tidigare under bedömningsperioden. Inte desto mindre är företagets skuldnivåer fortfarande höga i vissa länder, vilket hindrar ännu starkare företagsinvesteringar.

Utländsk efterfrågan i euroområdet beräknas öka måttligt när den globala aktiviteten återhämtar sig (se ruta 2) och stödja en starkare export från euroområdet. Utländsk efterfrågan torde stärkas under bedömningsperioden men i varierande omfattning i olika länder. Vissa länder har drabbats hårdare än andra av sin exponering mot Ryssland och OSS-området. Samtidigt väntas exportmarknadsandelarna öka något tack vare förbättrad konkurrenskraft. Importen från länder utanför euroområdet ökar gradvis p.g.a ökande efterfrågan totalt i euroområdet. Sammantaget beräknas nettoexporten ge ett positivt, om än måttligt, bidrag till BNP-tillväxten. Med tanke på viss försämring i handelsbalansen kommer överskottet i bytesbalansen sannolikt att minska något, till 2,4 % av BNP 2017.

Ruta 2

OMVÄRLDEN

Världsekonomin fortsätter att återhämta sig gradvis. Den globala BNP-tillväxten (exklusive euroområdet) beräknas öka under bedömningsperioden, från 3,6 procent 2014 till 3,8 procent 2015 och till något över 4 procent perioden 2016-2017. Globala indikatorer och tillgängliga uppgifter per land antyder att tillväxten kommer att avta i slutet av 2014 även om aktiviteten väntas fortsätta vara relativt stark.

Framöver förväntas den globala aktiviteten fortsätta sin gradvisa återhämtning. De globala utsikterna formas av ett antal gynnsamma faktorer, inbegripet i) de avsevärt lägre oljepriserna, vilka främst anses bero på utbudet och borde få övergripande positiva effekter på den globala aktiviteten och ii) en hållbar återhämtning som redan påbörjats och gedigna utsikter för USA. Det förekommer dock även negativa faktorer, såsom i) de negativa återverkningarna på den ryska ekonomin till följd av ekonomiska sanktioner i kombination med fallande oljepriser, ii) de häftiga rörelserna på växelkursmarknaderna, delvis på grund av allt större skillnader i penningpolitiken, och iii) den nedslående tillväxten i vissa tillväxtekonomier, vilket leder till nedrevideringar av deras potentiella tillväxt.

De faktorer som formar de globala utsikterna återspeglas i den globala återhämtningen som kännetecknas av en ojämn utveckling, både i avancerade ekonomier och tillväxtekonomier. Avancerade ekonomier kommer att fortsätta gynnas av lättande motvind, inbegripet avtagande skuldsättning, ett allt måttligare finansunderskott och förbättringar på arbetsmarknaden, medan oåtgärdade strukturella utmaningar och åtstramningen av finansiella villkor fortfarande kommer att tynga utvecklingen i tillväxtekonomier.

Världshandeln blev starkare under andra halvåret 2014 efter ett svagt första halvår. Den förväntas hämta sig ytterligare, om än mycket måttligt, under bedömningsperioden och dess elasticitet i förhållande till aktiviteten väntas fortsätta vara lägre än tiden före krisen. Världshandelns tillväxt (euroområdet borträknat) väntas öka från 2,9 procent 2014 till 5,4 procent 2017.

Till följd av motverkande influenser har varken global aktivitet eller den utländska efterfrågan i euroområdet reviderats i någon större utsträckning för 2015 och 2016 jämfört med de framtidsbedömningar som offentliggjordes i december 2014.

Omvärlden

(årliga procentuella förändringar)

	Mars 2015				December 2014			Revideringar sedan december 2014		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Global real BNP-tillväxt (exkl. euroområdet)	3,6	3,8	4,2	4,1	3,6	4,0	4,2	0,0	-0,2	-0,1
Världshandeln (exkl. euroområdet) ¹⁾	2,9	3,9	5,1	5,4	2,7	3,9	5,2	0,2	0,0	-0,1
Efterfrågan på euroområdets varor ²⁾	2,8	3,2	4,7	5,1	2,3	3,4	4,9	0,5	-0,1	-0,2

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.

Läget på euroområdets arbetsmarknad väntas förbättras under bedömningsperioden. Sysselsättningen fortsatte att stärkas under 2014. Ökningen var snabbare än vad den historiska sysselsättningselasticiteten för den samlade aktiviteten hade antytt och återspeglar troligen den stödeffekt som en tidigare återhållsam löneutveckling och den senaste tidens arbetsmarknadsreformer har inneburit. Antalet sysselsatta beräknas fortsätta att öka. Återhämtningen i sysselsättningen väntas bli särskilt stark i de länder där arbetsmarknadsreformer har genomförts. Antalet arbetade timmar per person väntas öka något och återspeglar normala konjunkturmönster i vissa länder och brist på viss arbetskraft i andra.

Arbetslösheten väntas sjunka ytterligare. Antalet arbetslösa väntas minska med omkring 2,7 miljoner under bedömningsperioden till en lägsta nivå sedan halvårsskiftet 2009. Denna minskning återspeglar nedåtteffekten av stigande sysselsättning (en ökning på 4,2 miljoner), vilket i viss utsträckning kompenseras av effekterna av en snabb tillväxt av arbetskraften. Arbetslösheten förväntas sjunka till 9,9 % 2017, från 11,6 % 2014.

Betydande upprevideringar av tillväxtutsikterna har gjorts sedan framtidsbedömningarna i december 2014. Förutom en mer positiv överhängeffekt beroende på högre BNP-tillväxt än väntat under sista kvartalet 2014, speglar uppåtrevideringen till stor del de gynnsamma effekterna av lägre oljepriser, eurons svagare effektiva växelkurs och effekterna av de extraordinära penningpolitiska åtgärder som ECB nyligen vidtog.

Ruta 3

TEKNISKA ANTAGANDEN OM RÄNTOR, VÄXELKURSER OCH RÅVARUPRISER

Förändringarna i de tekniska antagandena, jämfört med framtidsbedömningarna som publicerades i december 2014, är bl.a. avsevärt lägre oljepriser och icke energirelaterade råvarupriser (båda i USD), en depreciering av eurons effektiva växelkurs och lägre långa räntor i euroområdet.

De tekniska antagandena om räntor och råvarupriser baseras på marknadsförväntningar med stoppdatum den 11 februari 2015. De korta räntorna avser tremånaders Euribor, med marknadsförväntningar härledda från terminsräntor. Beräkningsmetoden ger en genomsnittsnivå för de korta räntorna på 0,1 procent 2015 och 2016 och 0,2 procent 2017. Marknadsförväntningarna för avkastningen på nominella tioåriga statsobligationer i euroområdet tyder på en genomsnittlig nivå på

1,2 procent för 2015, 1,4 procent för 2016 och 1,6 procent för 2017.¹ I linje med räntorna på terminsmarknaden och det gradvisa genomslaget av ändringar i marknadsräntorna på utlåningsräntor väntas bankernas utlåningsräntor på lån till euroområdet icke-finansiella privata sektor sjunka något under 2015 och därefter stiga måttligt under 2016 och 2017. När det gäller råvarupriser antas, baserat på terminsmarknaderna under den tvåveckorsperiod som slutade på stoppdatumet den 11 februari, att det årliga genomsnittet för priserna på Brentråolja kommer att sjunka från 99,3 USD per fat 2014 till 58,5 USD 2015, för att därefter stiga till 66,8 USD 2016 och 70,7 USD 2017. Priserna på andra råvaror än energi i USD väntas minska avsevärt 2015 och öka 2016 och 2017.² De bilaterala växelkurserna förväntas vara oförändrade under bedömningsperioden på de genomsnittliga nivåer som rådde under tvåveckorsperioden fram till stoppdatumet den 11 februari. Detta implicerar en växelkurs på 1,14 USD per euro under 2015 och 1,13 USD per euro under 2016 och 2017.

Tekniska antaganden

	Mars 2015				December 2014			Revideringar sedan december 2014 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Tre-månaders EURIBOR (i procent per år)	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
Ränta på tio-åriga statsobligationer (i procent per år)	2,0	1,2	1,4	1,6	2,0	1,8	2,1	0,0	-0,6	-0,7
Oljepris (i USD/fat)	99,3	58,5	66,8	70,7	101,2	85,6	88,5	-1,9	-31,6	-24,5
Priser på icke energirelaterade råvaror, i USD (årlig procentuell förändring)	-6,4	-11,0	2,6	4,8	-6,3	-4,8	3,8	-0,1	-6,2	-1,2
USD/EUR växelkurs	1,33	1,14	1,13	1,13	1,33	1,25	1,25	-0,1	-8,8	-9,0
Eurons nominella effektiva växelkurs (EER20) (årlig procentuell förändring)	0,6	-7,9	-0,2	0,0	0,5	-2,8	0,0	0,0	-5,1	-0,2

1) Revideringar beräknas utifrån ej avrundade siffror och anges i procent för nivåer, differenser för tillväxttakt och procentenheter för räntenivåer och avkastningen på statsobligationer.

- 1 Antagandet om avkastningen på nominella tioåriga statsobligationerna 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.
- 2 Antaganden om priserna på olja och livsmedelsråvaror baseras på terminspriser till och med slutet av bedömningsperioden. Priserna på andra råvaror än energi antas följa terminspriserna till och med första kvartalet 2016 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 priser på internationella livsmedelsråvaror.

3. PRISER OCH KOSTNADER

Råvarupriser och växelkursutveckling kommer troligen att spela en nyckelroll i inflationsprofilen för euroområdet under bedömningsperioden. Den senaste tidens kraftiga prisfall på råolja har haft en kraftigt nedåtriktad effekt på energiinflationen under 2015. Denna utveckling har endast mildrats något av den senaste tidens depreciering av euron. En dämpad utveckling av priserna på andra råvaror än energi innebär ett nedåtryck på konsumentpriserna i euroområdet även via andra importpriser än olja. Från och med 2016 bedöms den externa prisutvecklingen ge ytterligare uppåtryck på inflationen i euroområdet. De stora svängningarna i HIKP-inflationen under 2016 beror till stor del på avtagande nedåtteffekter från tidigare oljeprisnedgångar kombinerat med uppåtteffekter från förmodade oljeprisökningar vilka antas kvarstå under 2017 och återspegla den uppåtriktade kurvan för oljeterminspriser. Dessutom kommer sannolikt stigande priser på andra råvaror än energi, starkare global efterfrågan och eftersläpande effekter av eurons tidigare depreciering att leda till en kraftig ökning i importdeflatorn mellan 2015 och 2016.

Tabell 1 Makroekonomiska bedömningar för euroområdet¹⁾

(årliga procentuella förändringar)

	Mars 2015				December 2014			Revideringar sedan december 2014 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Real BNP ³⁾	0,9	1,5	1,9	2,1	0,8	1,0	1,5	0,1	0,5	0,4
	[1,1 - 1,9] ⁴⁾ [0,8 - 3,0] ⁴⁾ [0,9 - 3,3] ⁴⁾				[0,7 - 0,9] ⁴⁾ [0,4 - 1,6] ⁴⁾ [0,4 - 2,6] ⁴⁾					
Privat konsumtion	1,0	1,8	1,6	1,6	0,8	1,3	1,2	0,2	0,5	0,4
Offentlig konsumtion	0,9	1,0	0,6	0,8	0,9	0,5	0,4	0,0	0,6	0,2
Fasta bruttoinvesteringar	0,9	1,7	4,1	4,6	0,7	1,4	3,2	0,3	0,4	0,9
Export ⁵⁾	3,6	4,1	5,1	5,5	3,2	3,2	4,8	0,4	0,9	0,4
Import ⁵⁾	3,6	4,3	5,5	5,8	3,3	3,7	4,9	0,4	0,6	0,6
Sysselsättning	0,5	0,9	0,9	0,9	0,4	0,6	0,5	0,1	0,3	0,4
Arbetslöshet (i procent av arbetskraften)	11,6	11,1	10,5	9,9	11,6	11,2	10,9	0,0	-0,2	-0,4
HIKP	0,4	0,0	1,5	1,8	0,5	0,7	1,3	0,0	-0,8	0,2
	[-0,3 - 0,3] ⁴⁾ [0,8 - 2,2] ⁴⁾ [1,0 - 2,6] ⁴⁾				[0,5 - 0,5] ⁴⁾ [0,2 - 1,2] ⁴⁾ [0,6 - 2,0] ⁴⁾					
HIKP exklusive energi	0,7	0,8	1,4	1,8	0,8	1,1	1,3	0,0	-0,2	0,1
HIKP exklusive energi och livsmedel	0,8	0,8	1,3	1,7	0,8	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
HIKP exklusive energi, livsmedel och förändringar i indirekta skatter ⁶⁾	0,7	0,8	1,3	1,7	0,7	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
Ehetsarbetskostnader	1,0	1,1	1,0	1,2	1,1	1,1	0,8	-0,1	0,0	0,2
Ersättning per anställd	1,5	1,7	2,0	2,3	1,6	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,2
Arbetskraftens produktivitet	0,4	0,6	1,0	1,1	0,5	0,4	1,0	0,0	0,2	0,0
Budgetsaldo, offentlig sektor (procent av BNP)	-2,6	-2,3	-1,9	-1,5	-2,6	-2,5	-2,2	0,0	0,2	0,3
Strukturellt budgetsaldo (i procent av BNP) ⁷⁾	-1,9	-1,8	-1,7	-1,7	-2,1	-2,1	-2,0	0,2	0,3	0,3
Den offentliga sektorns bruttoskuld (i procent av BNP)	91,7	91,4	89,8	87,9	92,0	91,8	91,1	-0,2	-0,4	-1,3
Bytesbalans (i procent av BNP)	2,5	2,7	2,5	2,4	2,1	2,2	2,4	0,4	0,5	0,1

1) Uppgifterna avser euroområdet inklusive Litauen, förutom HIKP-uppgifter för 2014. Årliga procentuella genomsnittliga förändringar i HIKP 2015 baseras på en sammansättning av euroområdet för 2014 som redan omfattar Litauen.

2) Revideringar beräknas på ej avrundade siffror.

3) Kalenderjusterade data.

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 ingår.

6) 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 för skatteeffekter på HIKP.

7) 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 intäkts- 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".

Förbättringar på arbetsmarknaden och minskad överkapacitet innebär ett stigande inhemskt pristryck under bedömningsperioden. Ökad sysselsättning och en viss minskning av arbetslösheten bedöms stödja en gradvis ökning i ersättningen per anställd från 1,5 procent 2014 till 2,3 procent 2017. Höga arbetslöshetsnivåer och återstående anpassningsprocesser för kostnadskonkurrenskraft i vissa euroländer utgör dock hinder för en starkare återhämtning. Samtidigt väntas nedåtrycket på löner genom andrahandseffekterna av det kraftiga oljeprisfallet vara begränsat. Detta förväntas med tanke på lönestelheter och p.g.a. att effekterna via automatisk löneindexering torde bli små då dessa system oftast

gäller löneanpassningar uppåt och eftersom de i flera länder tillfälligt upphävts eller minskat kraftigt i omfattning.

Vinstmarginalerna (beräknat som kvoten mellan BNP-deflatorn till faktorpris och enhetsarbetskostnader) beräknas öka märkbart under bedömningsperioden när konjunkturuppgången tar fart. De väntas bli den viktigaste drivkraften bakom ökningen i det inhemska kostnadstrycket. Efter en väntat liten minskning 2015 lär vinstmarginalerna öka under resten av bedömningsperioden när produktiviteten tar fart rejält och konjunkturen stärks.

Jämfört med de framtidsbedömningar som offentliggjordes i december 2014 har utsikterna för HIKP-inflationen reviderats ned kraftigt för 2015 men reviderats upp något för 2016. Den samlade inflationen har reviderats ned med 0,8 procentenheter för 2015 jämfört med den föregående framtidsbedömningen. Detta speglar främst lägre oljepriser i USD än vad som tidigare antagits, vilket endast i viss mån kompenseras av eurons lägre växelkurs mot US-dollar. Nedrevideringen av HIKP exkl. energi för 2015 uppgår till 0,2 procentenheter och avser tidigare prognosfel, vilket bl.a. återspeglar de lägre oljeprisernas indirekta effekter på priser på varor och tjänster. För 2016 har HIKP-inflationen reviderats upp med 0,2 procentenheter. Denna upprevidering återspeglar de mer gynnsamma tillväxtutsikterna, fördröjda effekter av eurons svagare växelkurs och den brantare kurvan för oljeterminspriser. Den senaste tidens extraordinära penningpolitiska åtgärder, och särskilt ECB:s utökade program för köp av tillgångar (APP), har bidragit till att inflationen har uppreviderats genom olika kanaler.

4. UTSIKTER FÖR DE OFFENTLIGA FINANSERNA

Den finanspolitiska inriktningen, mätt som förändringen av det konjunkturrensade primärsaldot, beräknas vara i stort sett neutral under bedömningsperioden. Detta återspeglar måttlig tillväxt i offentliga utgifter i förhållande till trendmässig BNP-tillväxt, vilken generellt väntas uppvägas av direkta skattesänkningar i flera länder. Den positiva effekten av automatiska stabilisatorer på inhemsk efterfrågan kommer efterhand att minska när konjunkturen tar fart.²

Det offentliga underskottet och underskottskvoten beräknas sjunka gradvis under bedömningsperioden. Minskningen i den offentliga sektorns underskott som andel av BNP gynnas av den förbättrade konjunkturen i euroområdet. Det strukturella budgetsaldot beräknas bli något bättre under bedömningsperioden och detta återspeglar främst lägre ränteutgifter beroende på lägre implicita räntor. Den offentliga skuldkvoten väntas nå en topp 2014 för att sedan sjunka under bedömningsperioden baserat på förbättrad budgetbalans, starkare tillväxt och låga räntor.

Utsikterna för de offentliga finanserna har förbättrats jämfört med framtidsbedömningarna från december 2014. I avsaknad av större nyheter om offentliga finanser avser den lilla upprevideringen av den offentliga sektorns budgetsaldo främst förbättrade makroekonomiska utsikter och räntelättnaderna från en ytterligare minskning i staters upplåningskostnader. Utvecklingen av statsskulden har också förbättrats baserat på gynnsamma revideringar av ränteskillnader och, i mindre utsträckning, primärsaldot.

Ruta 4

KÄNSLIGHETSANALYSER

Prognoser bygger i hög 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

² De finanspolitiska antagandena speglar information som ingår i budgetlagar för 2015 och nationella budgetplaner på medellång sikt som var tillgängliga den 20 februari 2015. De omfattar alla politiska åtgärder som redan har godkänts av nationella parlament eller som specificerats av regeringarna och som sannolikt kommer att gå igenom lagstiftningsprocessen.

sistnämndas känslighet avseende alternativa vägar för de underliggande antagandena bidra till analysen av riskerna runt dessa bedömningar. I den här rutan diskuteras osäkerheten som omger oljepriser och växelkurser och känsligheten i bedömningarna vad gäller dessa variabler.

1) En alternativ oljeprisutveckling

Enligt de tekniska antagandena väntas oljepriserna stiga under bedömningsperioden. Den här utvecklingen är i linje med en återhämtning i den globala efterfrågan på olja när världsekonomin tar fart och med ett något lägre oljeutbud på grund av underinvestering och mindre oljekapacitet i vissa oljeproducerande länder.

I ett alternativt scenario skulle dock oljepriserna i stort sett kunna ligga kvar på nuvarande nivåer under hela bedömningsperioden, allt längre från de grundläggande antagandena om oljepriset. En sådan utveckling skulle vara i linje med ett fortsatt stort utbud av olja och en dämpad återhämtning i den globala efterfrågan. Med utgångspunkt i ett antal av ECB:s makroekonomiska modeller har det beräknats att en plan utveckling av oljepriset skulle medföra en HIKP-inflation i euroområdet som är ungefär 0,1–0,2 procentenheter lägre än grundscenariot för 2015 och 0,3–0,6 procentenheter lägre än grundscenariot för 2016. HIKP-inflationen skulle vara cirka 0,2–0,3 procentenheter lägre än grundscenariot 2017. Samtidigt skulle oljeprisets alternativa utveckling stödja real BNP-tillväxt på ungefär 0,1–0,2 procentenheter både 2016 och 2017.

2) En alternativ växelkursutveckling

Enligt grundscenariot är antagandet att eurons effektiva växelkurs är oförändrad fram till bedömningsperiodens slut men ett annat scenario skulle kunna vara en fortsatt depreciering av euron till följd av skillnader i tillväxtutsikterna för euroområdet och USA. Ett sådant scenario skulle ligga i linje med förväntningarna att skillnaden mellan de penningpolitiska inriktningarna i dessa två ekonomier blir större. En alternativ växelkursutveckling för euron, med en ytterligare depreciering, har beräknats från den 25:e percentilen i fördelningen som ges genom den implicita riskneutrala täthetsfunktionen för växelkursen USD/EUR den 12 februari 2015. Denna utveckling implicerar en gradvis depreciering av euron mot USD till en växelkurs på 1,04 under 2017, vilket är 8,8 procent lägre än antagandet i grundscenariot. Det motsvarande antagandet för eurons nominella effektiva växelkurs återspeglar historiska mönster varvid växelkursen USD/EUR återspeglar ändringar i effektiv växelkurs med en elasticitet på runt 52 procent. Detta leder till en gradvis avvikelse i eurons effektiva växelkurs från grundscenariot till en nivå som är 4,8 procent lägre än grundscenariot 2017. I detta scenario pekar resultaten från ett antal av ECB:s experters makroekonomiska modeller på en högre real BNP-tillväxt, med 0,1–0,3 procentenheter, och högre HIKP-inflation, med 0,1–0,4 procentenheter, 2015, 2016 och 2017.

Ruta 5

PROGNOSE AV ANDRA INSTITUT

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

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

(årliga procentuella förändringar)

	Datum för offentliggörande	BNP-ökning			HIKP-inflation		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Framtidsbedömningar av ECB:s experter	Mars 2015	1,5 [1,1-1,9]	1,9 [0,8-3,0]	2,1 [0,9-3,3]	0,0 [-0,3-0,3]	1,5 [0,8-2,2]	1,8 [1,0-2,6]
Europeiska kommissionen	Februari 2015	1,3	1,9	-	-0,1	1,3	-
OECD	November 2014	1,1	1,7	-	0,6	1,0	-
Euro Zone Barometer	Februari 2015	1,3	1,8	1,6	-0,1	1,1	1,5
Consensus Economics Forecasts	Februari 2015	1,2	1,6	-	-0,1	1,1	-
Survey of Professional Forecasters	Februari 2015	1,1	1,5	1,7	0,3	1,1	1,5
IMF	Januari 2015	1,2	1,4	-	0,9	1,2	-

Källor: Europeiska kommissionens ekonomiska prognos, vintern 2015; IMF World Economic Outlook, uppdatering januari 2015 (BNP); IMF World Economic Outlook, oktober 2014; OECD Economic Outlook, november 2014; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; samt ECB's Survey of Professional Forecasters.

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

I de prognoser från andra institutioner som är tillgängliga idag är framtidsbedömningarna för BNP-tillväxten och HIKP-inflationen ungefär samma som eller något lägre än ECB:s framtidsbedömningar.

© Europeiska centralbanken, 2015

Adress: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Tyskland

Postadress: 60640 Frankfurt am Main, Tyskland

Tfn: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

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

Alla rättigheter förbehålls.

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