



EUROPEISKA CENTRALBANKEN

EUROSYSTEMET

MAKROEKONOMISKA FRAMTIDSBEDÖMNINGAR FÖR EUROOMRÅDET AV ECB:S EXPERTER SEPTEMBER 2015¹

1. UTSIKTERNA FÖR EUROOMRÅDET – ÖVERSIKT OCH VIKTIGASTE PUNKTER

Återhämtningen i aktiviteten i euroområdet väntas fortsätta, om än i något svagare takt än tidigare väntat, vilket återspeglas i vissa nedrevideringar av tillväxtutsikterna. Gynnsamma inhemska krafter kommer att stödja återhämtningen medan utvecklingen i omvärlden ser mindre gynnsam ut. Inflationen väntas förbli mycket låg 2015 och bedöms stiga under bedömningsperioden för att nå 1,7 procent 2017. Ökningen i inflationstakten mätt på årsbasis tros för närvarande bli något långsammare än vad som antogs i juni. Följaktligen innebär bedömningen för HIKP-inflationen även nedrevideringar, främst på grund av lägre oljepriser.

Bedömningarna baseras på antaganden om oljepriser och växelkurser med stoppdatum den 12 augusti 2015. Oljeprisutvecklingen och eurons växelkurs sedan detta datum pekar mot nedåtrisker för de makroekonomiska framtidsbedömningarna för real BNP-tillväxt och HIKP-inflation.

Den ekonomiska återhämtningen väntas fortsätta, om än i en något svagare takt än tidigare väntat. Den inhemska utvecklingen torde gradvis stärkas, med stöd av ECB:s penningpolitik och även extraordinära penningpolitiska åtgärder. Globalt sett har utsikterna försämrats, vilket återspeglar en ofördelaktig utveckling i vissa tillväxtekonomier. Överlag torde dock den globala tillväxten stärkas under bedömningsperioden, huvudsakligen p.g.a. av den gynnsamma utvecklingen i de utvecklade ekonomierna.

Externa faktorerers bidrag till aktiviteten i euroområdet väntas bli svagare än vad som antogs i framtidsbedömningarna i juni 2015. Medan den väntade tillväxten i de utvecklade ekonomierna ser ut att vara i stort sett oförändrad jämfört med framtidsbedömningarna från juni 2015 har utsikterna för de större tillväxtekonomiernas aktivitet och import reviderats ned kraftigt. Följaktligen väntas utländsk efterfrågan på export från euroområdet öka i en mycket långsammare takt än vad som antogs i framtidsbedömningarna i juni 2015. Eurons svagare växelkurs bedöms dock fortfarande ha en gynnsam effekt på euroområdets exporttillväxt.

De gynnsamma effekterna av ECB:s extraordinära penningpolitiska åtgärder fortsätter att få genomslag i ekonomin. Bankernas utlåningsräntor fortsatte att sjunka under årets andra kvartal och antas ligga kvar på historiskt låga nivåer under bedömningsperioden. Den aggregerade efterfrågan och, i synnerhet, de fasta bruttoinvesteringarna och exporten bedöms påverkas positivt av den ackommoderande penningpolitiska inriktningen.

Ekonomins anpassningsprocess efter krisen fortsätter och ger stöd åt tillväxten. Efter många år av finanspolitisk konsolidering fram till 2013 väntas den finanspolitiska inriktningen, mätt som förändringen i det konjunkturresade primärsaldot exklusive statligt stöd till finanssektorn, bli något expansiv under bedömningsperioden. Villkoren för kreditgivning har förbättrats ytterligare, vilket visas i rapporter om

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 de tekniska antagandena, t.ex. oljepriser och växelkurser, var den 12 augusti 2015 (se Ruta 2). Stoppdatum för andra uppgifter till denna rapport var den 21 augusti 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.

nettolättnader av både kreditstandarder och lånevillkor i den senaste enkäten om bankernas utlåning i euroområdet. Icke finansiella företags skuldsättningsgrad (mätt som skulder/tillgångar) fortsatte att minska i början av 2015 och har återgått till nivåerna före krisen. Hushållen har minskat sin skuldsättning ytterligare och hushållens nettoförmögenhet har fortsatt att stärkas under de senaste kvartalerna. Samtidigt ser huspriserna ut att ha bottnat och de har i genomsnitt åter börjat stiga i de flesta länderna i euroområdet. Arbetsmarknaden har vänt vilket ger alltmer stöd för den privata konsumtionen.

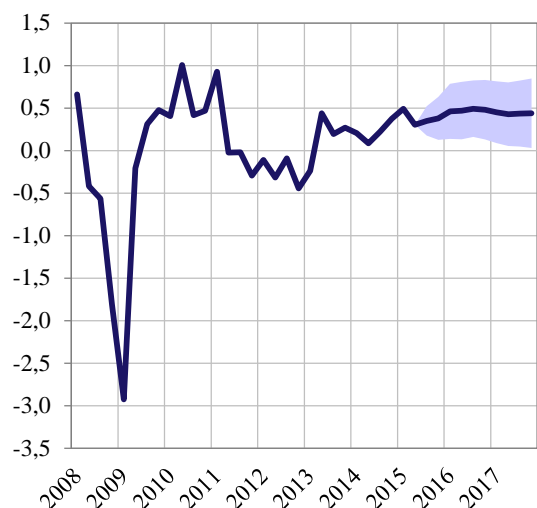
Ett flertal faktorer fortsätter emellertid att tynga tillväxtutsikterna. I vissa länder är skuldsättningen fortfarande hög i både den offentliga och den privata sektorn. Strukturell arbetslöshet är också fortsatt hög, framför allt i vissa krisdrabbade euroländer. Oro för att den långsiktiga tillväxtförmågan och de begränsade framstegen för genomförandet av strukturreformer fortsätter att hålla tillbaka investeringar. Den senaste tidens händelseutveckling i Grekland medför en kraftig nedrevidering av utsikterna för landet.

Diagram 1 Makroekonomiska bedömningar¹⁾

(kvartalsuppgifter)

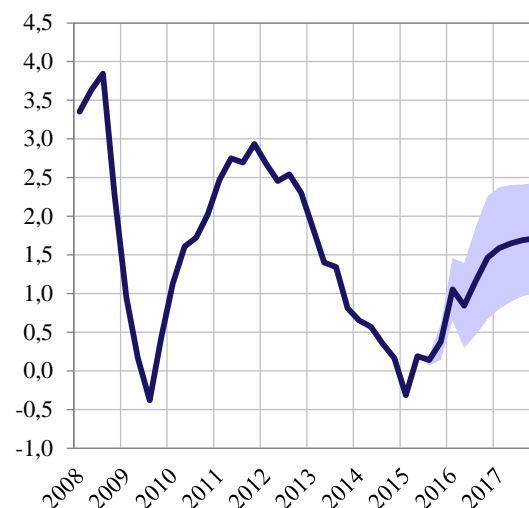
Real BNP, euroområdet²⁾

(procentuella förändringar på kvartalsbasis)



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 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) Kalenderjusterade data.

HIKP-inflationen har i stort sett stabiliserats på låga positiva nivåer under de senaste månaderna.

Inflationen låg runt 0,2 procent under månaderna fram till augusti 2015, efter en bottennivå på -0,6 procent i januari 2015. Den totala inflationen var i stort sett oförändrad under de senaste månaderna men döljer avvikande trender för vissa av dess delkomponenter. Den lägre inflationstakten för energi- och livsmedel återspeglar nedgångar i olje- och livsmedelspriser, vilket vad gäller oljepriser delvis uppvägdes av att raffinering marginalen på bensin kraftigt sköt i höjden. Däremot har HIKP-inflationen, exklusive energi och livsmedel, stigit något under de senaste månaderna, beroende på inflationen i icke energirelaterade industrivaror, medan tjänsteprisinflationen var relativt stabil.

HIKP-inflationen beräknas vara låg på kort sikt och stiga gradvis mot slutet av 2015. Den beräknas ligga på i genomsnitt 0,1 procent 2015, öka till 1,1 procent 2016 och till 1,7 procent 2017. Uppåtriktade baseffekter, tillsammans med högre oljepriser i euro, väntas leda till en lättning i det nedåtriktade bidraget från HIKP:s energikomponent från fjärde kvartalet 2015 och framåt. Positiva bidrag från energikomponenten till den totala HIKP-inflationen beräknas dock uppstå först från och med det fjärde kvartalet 2016. HIKP-inflationen exklusive energi väntas stärkas gradvis under bedömningsperioden,

vilket speglar starkare tillväxt för löner och vinstmarginaler. Minskad överkapacitet och stramare arbetsmarknader, med en arbetslöshet som sjunker till 10,1 procent 2017, väntas driva upp den underliggande inflationen under de kommande åren. Vidare väntas ökat pristryck genom långvariga valutakurseffekter på konsumentpriser och uppåtteffekter av förväntat högre priser på energi och andra råvaror bidra till att den underliggande inflationen stiger.

2. REALEKONOMIN

Återhämtningen i euroområdet väntas fortsätta, om än i långsammare takt än vad som tidigare antagits. Efter en stark stimulans från lägre oljepriser årsskiftet 2014/15 kom återhämtningen under det andra kvartalet 2015 inte upp i riktigt samma takt som under början av året. Real BNP-tillväxt saktade av till 0,3 procent under det andra kvartalet och förväntas växa i ungefär samma takt under andra halvåret 2015. Medan de svaga utsikterna för handeln dämpar tillväxttakten i euroområdet torde den senaste tidens depreciering av eurons effektiva växelkurs och de låga räntorna understödja företagsinvesteringarna medan en gynnsam utveckling på arbetsmarknaden och låga energipriser väntas stödja konsumtionen. Med tanke på de svagare utsikterna för tillväxtekonomierna och en lägre utländsk efterfrågan kommer konjunkturuppgången att bli svagare än tidigare förväntat och det negativa produktionsgapet kommer att bli något mer ihållande. Sett till årliga genomsnitt beräknas real BNP-tillväxt öka väsentligt från 0,9 procent 2014 till 1,4 procent 2015, 1,7 procent 2016 och 1,8 procent 2017.

Privat konsumtion väntas förbli den viktigaste drivkraften bakom återhämtningen. Utsikterna för den närmaste tidens tillväxt i reala disponibla inkomster är fortsatt gynnsamma i och med att den ytterligare nedgången i energipriser påverkar realinkomsterna. Därutöver väntas löneinkomsterna öka mot bakgrund av stadigt stigande sysselsättning och allt snabbare nominell löneutveckling per anställd. Andra personliga inkomster väntas också öka när ekonomin återhämtar sig. Låga finansieringskostnader och förbättrade finansieringsvillkor, förstärkta av ECB:s extraordinära åtgärder, bör främja privat konsumtion och i viss utsträckning även leda till högre nettoförmögenhet för hushållen till följd av både ökning av priser på finansiella tillgångar 2015 och ytterligare förväntade förbättringar av bostadsmarknaden under perioden 2016-2017. Sammantaget beräknas den privata konsumtionen i genomsnitt öka till 1,7 % under bedömningsperioden (efter en ökning på 1,0 procent 2014).

Sparkvoten väntas uppvisa ett puckelformat mönster under de kommande kvartalerna, vilket återspeglar viss utjämning i konsumtionen mot bakgrund av den senaste tidens svaga oljeprisutveckling. Efter en liten ökning av sparkvoten under 2015, då en del av det oförutsedda överskottet till följd av lägre oljepriser sparats, väntas sparkvoten åter minska något under 2016 när de här effekterna avtar. Bortsett från denna tillfälliga effekt väntas sparkvoten vara oförändrad under resten av bedömningsperioden, vilket återspeglar kompenstationseffekter. Å andra sidan tenderar mycket låga räntor att minska sparandet via en intertemporal substitutionseffekt. I vissa länder skulle dessutom en ytterligare förstärkning av konsumentförtroendet, i kombination med en gradvis minskande arbetslöshet, kunna leda till mindre försiktighetssparande. Hushållen skulle kanske också i högre grad göra större inköp som tidigare skjutits upp, vilket skulle minska sparkvoten. Å andra sidan väntas hög arbetslöshet och höga skuldnivåer hålla ett visst uppåtriktat tryck på sparandet. Dessutom kan de mycket låga räntorna leda till att behovet av att spara mer till pensionen ökar i vissa länder.

Bostadsinvesteringarna i euroområdet väntas ta fart, om än från låg nivå. Efter en svår recession under åtta år och en ackumulerad nedgång på mer än 25 procent, väntas bostadsinvesteringarna stabiliseras under 2015. Bostadsinvesteringarna torde dock åter ta fart över tiden, med stöd av en stadig tillväxt i reala disponibla inkomster, mycket låga bolåneräntor och lättnader i finansieringsvillkoren, förstärkta av ECB:s extraordinära åtgärder. Detta borde utmynna i en starkare tillväxt för hushållens lån. Höga nivåer på hushållens skulder i vissa länder och ogynnsamma demografiska effekter i andra länder kommer sannolikt att förhindra en kraftigare ökning av bostadsinvesteringarna.

Företagens investeringar torde ta fart gradvis, med ECB:s extraordinära åtgärder och konjunkturåterhämtningen som drivkraft. Det finns förutsättningar för en gradvis återhämtning. Kapitalanvändningen väntas få stöd av efterfrågetrender, behovet av att modernisera kapitalstocken efter flera år med dämpade investeringar, den mycket ackommoderande penningpolitiska inriktningen och

förbättrade vinstmarginaler. Dessutom torde trycket från företagens reducerade skuldsättning utgöra en mindre begränsning för företagens investeringar under bedömningsperioden än tidigare. Företagens investeringar kommer dock fortfarande att hållas tillbaka av återstående finansiella flaskhalsar och höga skuldnivåer i vissa länder samt förväntningarna om att den potentiella produktionen blir svagare än tidigare.

Utländsk efterfrågan på export från euroområdet torde stärkas under bedömningsperioden men i en långsammare takt än tidigare beräknat beroende på en avsevärt svagare importökning i tillväxtekonomierna. Den utländska efterfrågan på export från euroområdet väntas tappa fart kraftigt jämfört med före krisen. Detta återspeglar både lägre global aktivitet och lägre elasticitet i världshandeln, där den sistnämnda faktorn till stor del beror på en nedrevidering av den förväntade importdelen av tillväxten i tillväxtekonomier (se ruta 1).

Euroområdets utrikeshandel torde dock uppleva en måttlig återhämtning under bedömningsperioden och även dra nytta av den senaste deprecieringen av eurons växelkurs. Exportmarknadsandelarna utanför euroområdet väntas öka. Tillväxten i import från länder utanför euroområdet förväntas gradvis öka under bedömningsperioden till följd av en starkare total efterfrågan i euroområdet. Den aktuella bytesbalansen väntas öka från 2,1 procent av BNP 2014 till 3,0 procent 2015 genom handelsvillkorens utveckling för att därefter minska till 2,7 procent 2017.

Produktionsgapet beräknas krympa, mest mot bakgrund av svag potentiell produktionstillväxt. Potentiell produktionstillväxt beräknas bli omkring 1 procent under bedömningsperioden och således ligga klart under nivåerna före krisen. Med en real BNP-tillväxt som ligger över sin potential väntas det negativa produktionsgapet gradvis minska under bedömningsperioden.

RUTA 1

OMVÄRLDEN

Den globala tillväxten är fortsatt gradvis och ojämn. Den var måttlig under årets första kvartal och senaste indikatorer och uppgifter pekar mot dämpad global aktivitet även under den närmaste tiden. Framöver väntas den globala tillväxten stärkas. Låga oljepriser, fortsatt ackommoderande finansieringsvillkor på global nivå, avtagande finanspolitisk konsolidering, förbättrade arbetsmarknadsvillkor och ökat förtroende ser ut att bidra till att tillväxten tar fart i de utvecklade ekonomierna. Däremot har utsikterna försämrats avsevärt i tillväxtekonomierna då vissa av de nedåtrisker som identifierats i tidigare framtidsbedömningar nu har realiserats. Strukturella hinder och makroekonomisk obalanser håller tillbaka tillväxten i vissa tillväxtekonomier medan andra påverkas negativt av lägre råvarupriser, politisk osäkerhet och stramare externa finansieringsvillkor. Efter en svag inledning i början av året beräknas den globala BNP-tillväxten (exkl. euroområdet) ta fart från 3,2 procent 2015 till 4 procent 2017.

Den globala handeln bromsades markant under första halvåret 2015 men väntas stärkas gradvis under bedömningsperioden. Kraftigt sjunkande import i vissa stora tillväxtekonomier har dämpat den globala importen även om handeln till utvecklade ekonomier varit mer motståndskraftig. Den globala handeln har under de senaste fyra åren om och om igen fortsatt att överraska på nedåtsidan och de dämpade utsikterna för tillväxtekonomierna väntas dröja sig kvar. Detta har gjort att världshandeln inte längre väntas stiga kraftigt. Enkäter och modeller för kortfristiga prognoser pekar mot en mycket måttlig återhämtning för resten av året. Därefter beräknas världsimporten växa i linje med global BNP. Den utländska efterfrågan på export från euroområdet beräknas accelerera från 1,5 procent 2015 till 4,1 procent 2017.

Jämfört med framtidsbedömningarna i juni har den globala aktiviteten reviderats ned för hela bedömningsperioden beroende på de svagare utsikterna för tillväxtekonomierna. Utländsk efterfrågan på export från euroområdet har också reviderats ned kraftigt, vilket återspeglar uppfattningen att svag aktivitet i tillväxtekonomierna kommer att tynga importen mer än vad som tidigare antagits.

Omvärlden

(årliga procentuella förändringar)

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

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.

Förbättringarna på euroområdets arbetsmarknad väntas fortsätta under bedömningsperioden.

Sysselsättningen ökade med 1,9 miljoner under första halvåret 2015, från bottennoteringen i mitten av 2013. Den ligger dock 3,9 miljoner under den högsta nivån före krisen. Antalet sysselsatta förväntas fortsätta att återhämta sig betydligt under bedömningsperioden, framför allt till följd av den ekonomiska återhämtningen, och i vissa länder med stöd av skatteincitament, återhållsam löneutveckling och tidigare arbetsmarknadsreformer. Antalet arbetade timmar per anställd person torde öka något under bedömningsperioden men ändå ligga kvar en bra bit under nivåerna före krisen. Arbetskraftens storlek väntas öka endast måttligt. I vissa länder är det avskräckningseffekten från en fortsatt hög arbetslöshet och i andra länder är det negativa demografiska faktorer som bromsar. Arbetslösheten, som minskat från 11,1 procent under andra kvartalet 2015, väntas sjunka till 10,1 procent 2017.

RUTA 2

TEKNISKA ANTAGANDEN OM RÄNTOR, VÄXELKURSER OCH RÅVARUPRISER

Jämfört med framtidsbedömningarna i juni utgörs förändringarna i de tekniska antagandena av avsevärt lägre USD-denominerade oljepriser och priser på andra råvaror än energi samt något lägre räntor i euroområdet.

De tekniska antagandena om räntor och råvarupriser baseras på marknadsförväntningar med stoppdatum den 12 augusti 2015. De korta räntorna avser tremånaders Euribor, med marknadsförväntningar härledda från terminsräntor. Beräkningsmetoden ger en genomsnittsnivå för de korta räntorna på 0,0 % för 2015 och 2016 och 0,1% för 2017. Marknadens förväntningar om avkastningen på de nominella tioåriga statsobligationerna i euroområdet tyder på en genomsnittlig nivå på 1,3 % 2015, 1,6% 2016 och 1,8% 2017.¹ 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 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 12 augusti, att det årliga genomsnittet för priserna på Brentråolja kommer att sjunka från 98,9 USD per fat 2014 till 55,3 USD 2015, för att därefter stiga till 56,1 USD 2016 och 60,9 USD 2017. Priserna på andra råvaror än energi i USD väntas sjunka avsevärt 2015 och 2016 och öka något 2017.² De bilaterala växelkurserna förväntas vara oförändrade under bedömningsperioden på de genomsnittliga nivåer som rådde under tvåveckorsperioden fram till stoppdatumet den 12 augusti. Detta ger en växelkurs USD/EUR på 1,10 under bedömningsperioden.

Tekniska antaganden

	September 2015				Juni 2015			Revideringar sedan juni 2015 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Tre-månaders EURIBOR (i procent per år)	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,1
Ränta på tio-åriga statsobligationer (i procent per år)	2,0	1,3	1,6	1,8	1,3	1,7	1,9	0,0	-0,1	-0,1
Oljepris (i USD/fat)	98,9	55,3	56,1	60,9	63,8	71,0	73,1	-13,3	-21,0	-16,7
Priser på icke energirelaterade råvaror, i USD (årlig procentuell förändring)	-8,6	-19,7	-4,6	4,4	-13,6	2,9	4,9	-6,1	-7,5	-0,5
USD/EUR växelkurs	1,33	1,11	1,10	1,10	1,12	1,12	1,12	-0,9	-1,9	-1,9
Eurons nominella effektiva växelkurs (EER20) (årlig procentuell förändring)	0,6	-9,8	-0,2	0,0	-9,5	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0

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 statsobligationer 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 det tredje kvartalet 2016 och därefter utvecklas i linje med den globala ekonomiska aktiviteten.

Tillväxtutsikterna har reviderats ned jämfört med den tidigare framtidsbedömningen. Denna nedrevidering återspeglar huvudsakligen en mindre gynnsam utveckling av extern efterfrågan, framför allt beroende på svagare tillväxt i tillväxtekonomier, vilket har lett till svagare export och, under 2016 och 2017, till lägre investeringstillväxt. Den senaste tidens kris i Grekland är en annan faktor som lett till kraftiga nedrevideringar i tillväxtutsikterna för det landet under bedömningsperioden.

3. PRISER OCH KOSTNADER

HIKP-inflationen beräknas i genomsnitt bli 0,1 procent under 2015 och öka till 1,1 procent 2016 och till 1,7 procent 2017. HIKP-inflationen beräknas vara fortsatt låg under de kommande månaderna men öka vid årsskiftet beroende på en rad stora uppåtriktade baseffekter i energikomponenten och beroende på att oljepriserna beräknas stiga. Detta lär kraftigt öka bidraget från HIKP:s energipriser och även leda till ett visst gradvis pristryck uppåt i HIKP exklusive energi. Sammantaget återspeglar den väntade ökningen i HIKP-inflationen under bedömningsperioden stigande inhemska priser mot bakgrund av att de lediga resurserna på arbetsmarknaden och ekonomin minskar. Den påverkas dessutom av den gradvisa minskningen av produktionsgapet samt av ett starkare externt pristryck p.g.a. fördröjda effekter av eurons depreciering på konsumentpriser. Därutöver räknar man med ökning i priserna på energi och andra råvaror än energi.

Uppåtriktade baseffekter i energipriser och tidigare depreciering av eurons växelkurs bedöms komma att bidra till en ökning av inflationstakten på årsbasis från och med slutet av 2015. En omsvängning från nedåtriktade till uppåtriktade externa pristrender utgör en viktig faktor bakom den väntade uppgången i HIKP-inflation. De nuvarande låga inflationsnivåerna beror till stor del på tidigare prisfall på energipriser och icke energirelaterade råvarupriser och kvardröjande effekter av eurons tidigare appreciering. Den senaste tidens kraftiga prisfall på olja kommer att utöva ytterligare press nedåt på inflationen, framför allt på kort sikt. Därefter kommer de förmodade prisökningarna på energi och andra

råvaror att bidra till stigande konsumentpriser under bedömningsperioden vilket även den tidigare deprecieringen av euron kommer att göra.

Det inhemska pristrycket antas stiga under bedömningsperioden när villkoren på arbetsmarknaden förbättras och överkapacitet avtar. I och med att ekonomin fortsätter att återhämta sig och efterfrågan stärks, väntas den minskande arbetslösheten och företagens ökande prissättningskraft återspeglas i en starkare löneutveckling och högre vinstmarginaler.

Ett antal faktorer väntas begränsa lönetillväxten under den pågående ekonomiska återhämtningen. Dessa faktorer utgörs av låg inflation, kvarvarande överkapacitet på arbetsmarknaden under de kommande två åren och en sannolikt dämpande effekt på lönetillväxten under den pågående återhämtningen till följd av de strukturreformer på arbetsmarknaden som infördes under krisen i syfte att öka flexibiliteten på arbetsmarknaden. Dessutom väntas de pågående anpassningsprocesserna för kostnadskonkurrenskraft i vissa euroländer komma att få en dämpande effekt på löneutvecklingen i euroområdet.

Den måttliga löneökningen och en cyklisk uppgång i produktiviteten kommer att påverka enhetsarbetskostnadens utveckling under bedömningsperioden. Enhetsarbetskostnaderna väntas ligga kvar på ungefär samma nivå 2017 (1,1 procent) som under 2014 (1,2 procent). Den väntade cykliska produktivitetsökningen, som uppstår tidigare än den för löner, innebär en temporär nedgång i ökningstakten för enhetsarbetskostnader under 2015 och 2016.

Den förväntade ekonomiska återhämtningen möjliggör en förstärkning av vinstmarginalerna fram till 2017. Efter att ha varit svaga under ett antal år väntas nu vinstmarginalerna åter stiga under bedömningsperioden. Ökad prissättningskraft för företag i och med större efterfrågan och oväntat överskott tack vare tidigare kraftiga oljeprisfall bedöms komma att stärka vinstmarginalerna under bedömningsperioden. Däremot väntas ökad konkurrens på grund av strukturella varumarknadsreformer under och efter krisen få en dämpande effekt på vinstmarginalerna.

Jämfört med framtidsbedömningarna från juni har HIKP-prognosen reviderats ned, framför allt beroende på lägre oljepriser. Totalt har inflationen reviderats ned för 2015 och 2016, främst på grund av svagare utveckling i energiinflationen i och med nedåtteffekterna av de beräknat lägre priserna i USD-dollar, vilka endast delvis uppvägs av den något svagare växelkursen för USD/EUR. För 2017 återspeglar nedrevideringen i HIKP-inflation den något svagare BNP-utvecklingen och vissa fördröjda indirekta effekter av låga oljepriser på den underliggande inflationen.

4. UTSIKTER FÖR DE OFFENTLIGA FINANSERNA

Det finanspolitiska läget, mätt som förändringen av det konjunkturrensade primärsaldot, väntas ge ett litet positivt bidrag till efterfrågan under bedömningsperioden. Medan diskretionära finanspolitiska åtgärder väntas vara i stort sett neutrala kommer ett litet bidrag i form av stimulansinriktad politik från icke-diskretionära faktorer, nämligen en liten minskning i andelen av de huvudsakliga makroekonomiska skattebaserna i BNP under 2015 (BNP-sammansättningseffekt) och en viss minskning i andra intäkter än skatt under 2016.²

De offentliga underskotten och underskottskvoterna beräknas sjunka. Minskningen i den offentliga sektorns underskott som andel av BNP beror helt på den förbättrade konjunkturen i euroområdet och minskade ränteutgifter. Däremot beräknas det strukturella primära budgetsaldot att försämrats något under bedömningsperioden. Den offentliga skuldkvoten som andel av BNP väntas börja avta fr.o.m. 2015.

² De finanspolitiska antagandena speglar den information som ingår i budgetlagar och tilläggsbudgetar för 2015 och nationella budgetplaner på medellång sikt samt uppdateringar av stabilitetsprogram som var tillgängliga den 21 augusti 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.

Jämfört med framtidsbedömningarna i juni 2015 har de offentliga finanserna försämrats något. Den lilla nedrevideringen av den offentliga sektorns budgetsaldo beror delvis på minskade konsolideringsåtgärder och delvis på en något mindre gynnsam utveckling av vissa makroekonomiska skattebaser. Den tydligare upprevideringen av den offentliga sektorns skuldkvot består av en nedrevidering av nominell BNP-tillväxt.

Tabell 1 Makroekonomiska bedömningar för euroområdet¹⁾

(årliga procentuella förändringar)

	September 2015				Juni 2015			Revideringar sedan juni 2015 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Real BNP ³⁾	0,9	1,4	1,7	1,8	1,5	1,9	2,0	-0,1	-0,2	-0,1
		[1,3 - 1,5] ⁴⁾	[0,8 - 2,6] ⁴⁾	[0,6 - 3,0] ⁴⁾	[1,2 - 1,8] ⁴⁾	[0,8 - 3,0] ⁴⁾	[0,7 - 3,3] ⁴⁾			
Hushållens konsumtion	1,0	1,7	1,7	1,7	1,9	1,6	1,6	-0,1	0,0	0,0
Offentlig konsumtion	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,0	0,1	-0,1
Fasta bruttoinvesteringar	1,3	2,1	3,4	3,9	1,9	3,5	3,9	0,2	-0,1	0,0
Export ⁵⁾	3,8	4,5	4,9	5,2	4,2	5,4	5,6	0,3	-0,5	-0,5
Import ⁵⁾	4,2	4,7	5,4	5,7	4,8	5,8	5,9	-0,1	-0,3	-0,2
Sysselsättning	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	-0,1	-0,2	-0,1
Arbetslöshet (i procent av arbetskraften)	11,6	11,0	10,6	10,1	11,1	10,6	10,0	-0,1	0,1	0,2
HIKP	0,4	0,1	1,1	1,7	0,3	1,5	1,8	-0,2	-0,3	-0,1
		[0,0 - 0,2] ⁴⁾	[0,5 - 1,7] ⁴⁾	[0,9 - 2,5] ⁴⁾	[0,2 - 0,4] ⁴⁾	[0,9 - 2,1] ⁴⁾	[1,0 - 2,6] ⁴⁾			
HIKP exklusive energi	0,7	0,9	1,3	1,6	0,9	1,4	1,7	0,0	-0,1	-0,2
HIKP exklusive energi och livsmedel	0,8	0,9	1,4	1,6	0,8	1,4	1,7	0,1	0,0	-0,2
HIKP exklusive energi, livsmedel och förändringar i indirekta skatter ⁶⁾	0,7	0,9	1,4	1,6	0,8	1,4	1,7	0,1	0,0	-0,2
Enhetsarbetskostnader	1,2	1,0	0,6	1,1	0,8	0,7	1,3	0,2	-0,1	-0,2
Ersättning per anställd	1,5	1,6	1,6	2,1	1,4	1,7	2,3	0,2	-0,1	-0,2
Arbetskraftens produktivitet	0,3	0,7	1,0	1,0	0,6	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Budgetsaldo, offentlig sektor (procent av BNP)	-2,4	-2,1	-2,0	-1,7	-2,1	-1,8	-1,5	-0,1	-0,1	-0,3
Strukturellt budgetsaldo (i procent av BNP) ⁷⁾	-1,8	-1,8	-1,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,4	-0,1	-0,2	-0,3
Den offentliga sektorns bruttoskuld (i procent av BNP)	91,7	91,6	90,7	89,4	91,5	90,2	88,4	0,1	0,5	1,0
Bytesbalans (i procent av BNP)	2,1	3,0	2,9	2,7	2,1	2,0	2,0	0,9	0,9	0,7

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 av 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 intäcks- 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".

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 banor för de underliggande antagandena bidra till analysen av riskerna runt dessa bedömningar. I den här rutan behandlas osäkerheten avseende oljepriser och växelkurser och känsligheten i bedömningarna vad gäller dessa variabler.

1) En alternativ oljeprisutveckling

Alternativa oljeprismodeller visar på något högre oljepriser 2017 än tidigare terminspriser. De tekniska antagandena för oljeprisutvecklingen bakom grundscenariot, baserat på terminsmarknaderna, förutser en oljeprisuppgång under bedömningsperioden (se ruta 2). Alternativa modeller använda av ECB:s experter¹ för att bedöma oljepriserna under bedömningsperioden ger ett högre oljepris under perioden än de tekniska antagandena. Detta vore i linje med starkare global efterfrågan på olja på medellång sikt och ett något lägre oljeutbud på grund av lägre investeringar i oljesektorn och mindre oljeutvinningskapacitet i vissa oljeproducerande länder som reaktion på den senaste tidens fallande oljepriser. Effekterna av denna alternativa utveckling, där oljepriserna 2017 vore 8,1 procent högre än i grundbedömningen, skulle dämpa real BNP-tillväxt något (en sänkning med 0,1 procentenhet 2017) och samtidigt innebära en något snabbare ökning i HIKP-inflationen 2016 och 2017 (en uppgång på 0,1 - 0,2 procentenheter 2016 och 2017).

I motsats till ovannämnda tekniska scenario som innebär högre oljepriser än i basscenariot har oljepriserna därefter sjunkit sedan stoppdatumet för de tekniska antagandena, delvis i samband med den nya finansornen i vissa tillväxtekonomier. När antagandena om oljepriser uppdateras på basis av information tillgänglig fram till den 1 september 2015² är det antagna oljepriset i genomsnitt runt 6 procent lägre under bedömningsperioden än det som ingår i framtidsbedömningen. Detta skulle indikera små uppåtrisker mot tillväxtprognosen och nedåtrisker mot inflationsprognosen.

2) En alternativ växelkursutveckling

Den nya oron på finansmarknaderna implicerar en ny förstärkning av eurons effektiva växelkurs. För att illustrera de risker som hänger samman med framtidsbedömningen innehåller denna känslighetsanalys en alternativ utveckling för euron jämfört med grundscenariot, denna alternativa utveckling innebär en ytterligare appreciering. Den har beräknats från den 75:e percentilen i fördelningen som ges genom den implicita riskneutrala täthetsfunktionen för växelkursen USD/EUR den 12 augusti 2015. Denna utveckling implicerar en gradvis appreciering av euron mot USD till en växelkurs på 1,21 under 2017, vilket är 10,6 procent över antagandet i grundscenariot för det året. 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 %. Detta leder till en gradvis uppåtriktad avvikelse i eurons effektiva växelkurs från grundscenariot till en nivå som är 5,3 procent över grundscenariot 2017. I detta scenario pekar resultaten från ett antal av experternas makroekonomiska modeller på en lägre real BNP-tillväxt (ned med 0,2-0,4 procentenheter) och lägre HIKP-inflation (ned med 0,1-0,5 procentenheter) 2016 och 2017.

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

2 Denna uppdatering baseras på terminsmarknaderna under den tvåveckorsperiod som slutade den 1 september.

EFFEKTERNA AV ÖKAD GLOBAL OSÄKERHET FÖR AKTIVITETEN I EUROOMRÅDET

Som tydligt visats i den senaste tidens spänningar på finansmarknaderna är utsikterna fortfarande sårbara för ett antal osäkerhetsfaktorer. Framför allt kan, som den senaste tidens händelser visat, en ökande oro över tillväxtutsikterna i Kina och i andra tillväxtekonomier mycket snabbt leda till tvära kast i finansmarknadsutvecklingen, med negativ inverkan på utsikterna för euroområdet som följd. I denna ruta illustreras, i ett alternativt scenario, den potentiella effekten av utvalda globala chocker för utvecklingen i euroområdet.

En källa till oro hänger samman med omfattningen av tillväxtavmattningen i Kina. I basscenariot finns redan antagandet om att tillväxten saktar av i Kina men ytterligare obalanser avseende Kinas skulduppbyggnad skulle kunna leda till mer finansiell marknadsoro och en djupare konjunkturnedgång. I ett sådant läge skulle de kinesiska bankernas förmåga och vilja att tillhandahålla krediter till ekonomin störas kraftigt när kvaliteten på deras tillgångar snabbt försämras. En potentiell katalysator för en sådan en starkare än förväntad avmattning i bankutlåning skulle kunna vara om fastighetsmarknaden utvecklades negativt (beroende på bankernas stora exponering mot högt belånade fastighetsföretag). Dessutom kan aktiepriserna i Kina falla ytterligare när inhemska investerare ser över riskpremierna. Sämre kvalitet på tillgångar och högre riskpremier skulle placera ett uppåtryck på avkastningen på statsobligationer eftersom regeringen skulle tvingas ge omfattande stöd till banksektorn. Resultatet skulle bli att investeringar och, i mindre utsträckning, konsumtion skulle växa mycket långsammare än vad som antas i det aktuella grundscenariot. I och med att en långsammare tillväxttakt skulle leda till kraftigt ökad arbetslöshet kan man anta att de kinesiska myndigheterna skulle intervensera kraftigt med monetär och finanspolitisk stimulans och möjligen även med en ytterligare nedskrivning av renminbin i syfte att hindra tillväxten från att falla ytterligare. Sammantaget utgår detta scenario från att tillväxten i Kina blir 1 procentenhet lägre 2016 och 2017 än i grundscenariot.

En andra källa till global osäkerhet är den normaliseringskurs som den amerikanska penningpolitiken kommer att följa. I dagsläget pekar marknadsförväntningarna om den korta amerikanska räntan, som används som ett tekniskt antagande i framtidsbedömningarna, i dagsläget endast mot en mycket gradvis höjning av den korta räntan, till 1,6 procent i slutet av 2017. Skulle den amerikanska räntan däremot följa den medianränta som prognostiserats av Fed:s penningpolitiska kommitté (FOMC) skulle räntan höjas snabbare än vad marknaden prisat in. Trots den förväntade normaliseringen av den amerikanska penningpolitiken är löptidspremierna fortfarande på rekordlåga nivåer. Vid en ökad global osäkerhet, som skulle leda till större osäkerhet beträffande den amerikanska penningpolitiken, finns det en risk för att löptidspremierna skulle justeras upp drastiskt. För att fånga detta scenariot har en ökning i US löptidspremier på 130 punkter antagits, av vilket följer högre amerikanska långräntor. Samtidigt skulle högre amerikanska långräntor spilla över i högre långräntor för andra avancerade ekonomier.

Tillväxt i tillväxtekonomierna skulle med största sannolikhet påverkas negativt av sådana chocker. Ryssland befinner sig mitt i en djup recession och lägre oljeintäkter väntas leda till kraftiga nedskärningar av de offentliga utgifterna. I Brasilien har utsikterna försämrats drastiskt i ett läge med stigande inflation. En djupare avmattning i Kina skulle kunna innebära avsevärda nedåtrisker för utvecklingen, särskilt för råvaruexportörer. Nya uppgifter pekar mot en förnyad avmattning av kapitalflöden till tillväxtekonomierna, en utveckling som liknar den i mitten av 2013 när Fed hade planer på att trappa ner sina köp av värdepapper ("taper tantrum"). Sådana vändningar av kapitalflöden vis-à-vis tillväxtekonomier visar på ökad global osäkerhet och att investerarna förlorat sin tillförsikt i tillväxtekonomiernas utvecklingsutsikter. Mot bakgrund av detta skulle ytterligare nedgångar i Kinas tillväxtutsikter och/eller en oväntad amerikansk ränteuppgång kunna förstärka kapitalutflödena från tillväxtekonomierna, leda till stramare finansieringsvillkor och sålunda lägre tillväxt i dessa länder. I ett sådant scenario framträder effekten av ökande global osäkerhet i tillväxtekonomierna i form av en chock motsvarande två standardavvikelser vilken tillämpas på den implicita volatiliteten av S&P 500 index optionspriser (VIX) som negativt påverkar inhemsk efterfrågan i dessa ekonomier.

Den ökade globala osäkerheten skulle kunna påverka ekonomin i euroområdet både via handel och genom finansiella kopplingar. Den ökade globala osäkerheten skulle dämpa efterfrågan i USA (via högre amerikanska långräntor) och även i andra större avancerade ekonomier och tillväxtekonomier. Detta skulle påverka den globala tillväxten och tillväxten i euroområdet via handelskanalen på grund av lägre utländsk efterfrågan på export från euroområdet. Det skulle dessutom få negativa följd effekter på långräntorna globalt och i euroområdet, vilket ökar finansieringskostnaderna för företag, hushåll och den offentliga sektorn. Vad gäller eurons effektiva växelkurs kan stigande räntor i USA leda till att dollarn stärks gentemot euron. Samtidigt kan volatilitet i tillväxtekonomierna leda till att eurons växelkurs förstärks i förhållande till valutorna i tillväxtekonomierna.

Högre global osäkerhet, som omfattar de tre ovan beskrivna källorna, beräknas minska tillväxten i euroområdet med mellan 0,1 och 0,2 procentenheter under tillväxten i grundscenariot 2016. Svagare real BNP-tillväxt i euroområdet beror delvis på en minskad utländsk efterfrågan på export från euroområdet till följd av svagare utveckling i USA och andra avancerade ekonomier men även i Kina och andra tillväxtekonomier. Dessutom drar negativa följd effekter (vilket visas i högre långräntor i euroområdet) också ner tillväxtutsikterna i euroområdet.

Även om följderna för euroområdet är begränsade i det scenario som beskrivs här återstår vissa förbehåll. Så har t.ex. inte förtroendekanaler på företags- och hushållsnivå beaktats. Vidare kan andra tillgångspriser, inkl. aktiemarknaden, bli föremål för starka spridningseffekter och korrigeringar nedåt än de som endogent omfattas av modellerna. Vidare är de modeller som används linjära, medan negativa finansiella marknadskorrigeringar kan innehålla icke-linjära samvariationer mellan variabler, som potentiellt kan leda till en stark påverkan. Och slutligen beaktar simuleringar inte fullt ut effekten av växelkurs eller negativa effekter av råvarupriser. Samtidigt kunde de ogynnsamma chockerna mot ekonomin i euroområdet dämpas om det fanns kompenserande policyåtgärder i tillväxtekonomierna eller om åtstramningar av penningpolitiken i USA fördröjdes på grund av negativa spridningseffekter från ökad svaghet i tillväxtekonomierna.

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). Såsom anges i tabellen avviker de flesta av de aktuella prognoserna från andra institut inte mycket från punktprognosen i ECB-expertens framtidsbedömningar i september och de är väl inom intervallerna kring dessa bedömningar (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		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Framtidsbedömningar av ECB:s experter	September 2015	1,4 [1,3-1,5]	1,7 [0,8-2,6]	1,8 [0,6-3,0]	0,1 [0,0-0,2]	1,1 [0,5-1,7]	1,7 [0,9-2,5]
Europeiska kommissionen	Maj 2015	1,5	1,9	-	0,1	1,5	-
Euro Zone Barometer	Augusti 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,2	1,6
Consensus Economics Forecasts	Augusti 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,3	1,5
Survey of Professional Forecasters	Augusti 2015	1,4	1,8	1,8	0,2	1,3	1,6
IMF	Juli 2015	1,5	1,7	-	0,1	1,0	-

Källor: Europeiska kommissionens prognos, våren 2015, IMF World Economic Outlook, uppdatering, juli 2015, (GDP), IMF World Economic Outlook, april 2015, Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; samt ECB's Survey of Professional Forecasters.

Anm.: Eurosystemets och ECB:s experters makroekonomiska framtidsbedömningar 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, 2015

Adress: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Tyskland

Postadress: 60640 Frankfurt am Main, Tyskland

Telefon: +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.