



EUROPEISKA CENTRALBANKEN

EUROSYSTEMET

# MAKROEKONOMISKA FRAMTIDSBEDÖMNINGAR FÖR EUROOMRÅDET AV EUROSYSTEMETS EXPERTER, DECEMBER 2015<sup>1</sup>

## 1. UTSIKTERNA FÖR EUROOMRÅDET – ÖVERSIKT OCH VIKTIGASTE PUNKTER

*Den ekonomiska återhämtningen i euroområdet väntas fortsätta. Real BNP beräknas öka med 1,5 procent 2015, 1,7 procent 2016 och 1,9 procent 2017. De allmänna utsikterna är i stort sett oförändrade jämfört med den förra framtidsbedömningen men utsikterna för inhemsk efterfrågan är starkare medan de är svagare för utländsk efterfrågan. Inflationen väntas under bedömningsperioden stiga till 1,6 procent 2017. Inflationsutsikterna har reviderats ner något, främst beroende på lägre oljepriser.*

**Ekonomisk medvind beräknas ge fortsatt stöd åt den inhemska efterfrågedrivna återhämtningen under 2016 och 2017.** ECB:s ackommoderande penningpolitiska inriktning fortsätter att få genomslag i ekonomin, vilket visas genom vissa ytterligare lättnader i villkoren för kreditgivning, den senaste vändningen i kreditvolymerna och försvagningen av eurons effektiva växelkurs. De låga oljepriserna torde stödja både konsumtion och investeringar. Dessutom kommer inhemsk efterfrågan att gynnas av vissa finanspolitiska lättnader, även beroende på flyktingströmmarna som förväntas leda till mer offentlig konsumtion och transfereringar till hushåll. I och med att behoven av skuldnedväxling i den privata sektorn förväntas minska gradvis under bedömningsperioden förväntas inhemsk efterfrågan stärkas under de kommande åren via investeringsacceleratoren. Dessutom bör fortsatta förbättringar på arbetsmarknaden stödja konsumtionen. Den globala återhämtningen förväntas däremot endast ge ett mer dämpat stöd åt den ekonomiska aktiviteten i euroområdet, vilket till stor del återspeglar svag tillväxt i tillväxtekonomierna.

**HIKP-inflationen väntas öka till 1,0 procent 2016 och 1,6 procent 2017.** Utvecklingen i HIKP:s energi-inflation väntas spela en stor roll för hur HIKP-inflationen kommer att se ut under bedömningsperioden. Starka uppåtriktade baseffekter i slutet av året och även under andra halvåret 2016, tillsammans med förväntade oljeprisuppgångar (i linje med terminspriserna) fram till 2017 väntas leda till att HIKP:s energi-inflation ökar kraftigt från nuvarande låga takt. Dessutom väntas HIKP-inflationen, exklusive energi och livsmedel, stärkas gradvis under bedömningsperioden. Ökningar i såväl löner som vinstmarginaler väntas driva upp underliggande inflation när den ekonomiska återhämtningen tar fart. Vidare bör den kraftiga nedgången i eurons växelkurs fortsätta att påverka HIKP-inflationen.

---

<sup>1</sup> Eurosystemets makroekonomiska framtidsbedömningar utgör underlag för ECB-rådets bedömning av den ekonomiska utvecklingen och riskerna för prisstabiliteten. Information om de förfaranden och tekniker 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 november 2015 (se ruta 3). Stoppdatum för andra uppgifter till denna rapport var den 19 november 2015.

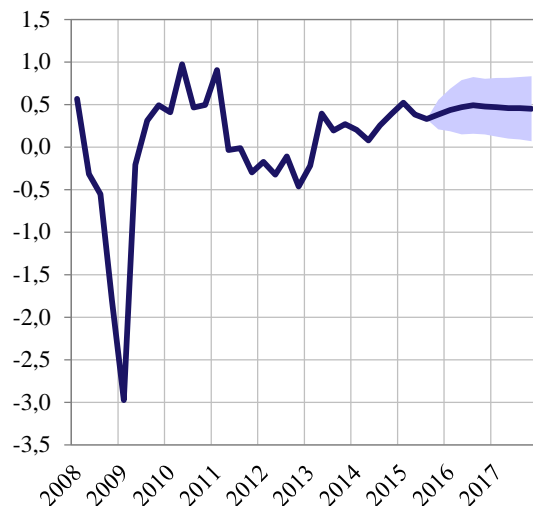
Den aktuella framtidsbedömningen omfattar 2015-2017. Bedömningar för en så lång period omgärdas dock av stor osäkerhet och det får man inte glömma när man tolkar dessa. Se artikeln "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections", ECB:s månadsrapport från maj 2013.

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

(kvartalsuppgifter)

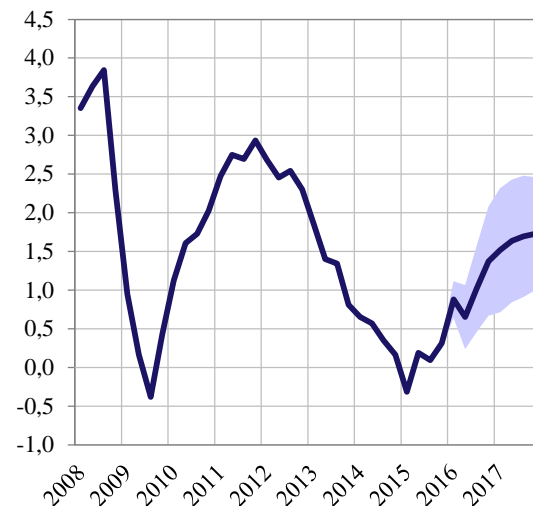
### Real BNP, euroområdet<sup>2)</sup>

(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.

## 2. REALEKONOMIN

**Återhämtningen i aktiviteten i euroområdet väntas fortsätta, och stöds alltmer av inhemsk efterfrågan under bedömningsperioden.** Real BNP ökade med 0,3 procent under tredje kvartalet 2015. Företagens och konsumenternas förtroende har legat kvar på en hög nivå under de senaste månaderna, vilket pekar mot stadig tillväxt under den närmaste tiden. Därutöver väntas ett antal gynnsamma faktorer under bedömningsperioden stödja real BNP-tillväxt. Här kan särskilt nämnas den ackommoderande penningpolitiska inriktningen, vissa finanspolitiska lättnader, låga oljepriser och gradvis förbättrade utsikter för global efterfrågan tillsammans med ökande exportmarknadsandelar till följd av eurons jämförelsevis svaga effektiva växelkurs.

**Privat konsumtion väntas förbli den viktigaste drivkraften bakom återhämtningen.** Nominell disponibel inkomst bör öka under bedömningsperioden med stöd av stigande löneinkomster mot bakgrund av en stabil sysselsättningstillväxt och ökande tillväxt i nominell ersättning per anställd samt även öknings i andra personliga inkomster. Dessutom ökar hushållens inkomster 2016 genom högre transfereringar och lägre direkta skatter. Tillväxten i reala disponibla inkomster väntas förbli stabil under 2016 för att sedan tappa fart 2017 p.g.a högre konsumentpriser. Låga finansieringskostnader och hushållens högre nettoförmögenhet, vilka båda förstärks av programmet för köp av tillgångar (APP), bör ge stöd åt den privata konsumtionen även om det låga ränteläget också dämpar den disponibla inkomsten genom lägre ränteintäkter. Sammantaget beräknas den privata konsumtionen i genomsnitt öka med 1,7 procent mellan 2015 och 2017, efter en ökning på 0,8 procent 2014.

**Sparkvoten väntas vara i stort sett stabil under den närmaste tiden för att sjunka något 2017.** Sparkvoten väntas öka något 2015, beroende på den tröga omställningen av konsumtion som sker som en konsekvens av den positiva effekt lägre oljepriser har haft på real disponibel inkomst. Sparkvoten väntas vara i stort sett stabil 2016 för att därefter sjunka något under 2017. I vissa länder väntas hög arbetslöshet och höga skuldnivåer fortsätta att utöva ett visst uppåtriktat tryck på sparandet medan de mycket låga

räntenivåerna kan leda till att behovet att spara mer ökar i några länder. Över tid torde dock nedåttryck av olika slag dominera bilden. För det första borde hushållens konsumtion gradvis komma ifatt de ökade disponibla inkomsterna som uppstått genom oljeprisfallet. För det andra bör den gradvis minskande arbetslösheten resultera i lägre försiktighetssparande, vilket ger hushållen möjligheter att göra större inköp som tidigare skjutits upp. Å andra sidan tenderar mycket låga räntor att avskräcka från sparandet via en intertemporal substitutionseffekt.

**Bostadsinvesteringarna i euroområdet väntas ta fart, om än från en mycket låg nivå.** Reviderade siffror tyder på att bostadsinvesteringar ökat något under första halvåret 2015. Framöver torde bostadsinvesteringarna åter ta fart under bedömningsperioden, med stöd av en stadig tillväxt i reala disponibla inkomster, mycket låga bolåneräntor och lättnader i finansieringsvillkoren, förstärkta av APP-programmet. Detta borde resultera i en starkare tillväxt i lån till hushåll och ge stöd åt bostadsinvesteringar. Höga nivåer på hushållens skulder och ogynnsamma demografiska effekter i vissa länder kommer dock sannolikt att förhindra en kraftigare ökning av bostadsinvesteringar.

**Företagens investeringar torde gradvis ta fart, med förbättrade finansieringsvillkor och konjunkturåterhämtningen som drivkraft.** Bland de förutsättningar som kan ge incitament till investeringar återfinnes bl.a. en ackommoderande penningpolitisk inriktning, accelereringseffekter i samband med förväntad bättre inhemsk och utländsk efterfrågan, behov av att modernisera kapitalstocken efter flera år med dämpade investeringar, finanspolitiska åtgärder i vissa länder och förbättrade vinstmarginaler i samband med en redan kontantstinn icke-finansiell företagssektor. Dessutom torde trycket från företagets reducerade skuldsättning utgöra en mindre begränsning för företagets investeringar under bedömningsperioden än tidigare. I de flesta länder har emellertid belåningsgraden minskat väsentligt från topparna under finanskrisen och befinner sig nu på historiskt låga nivåer. En återhämtning av företagets investeringar kommer dock fortfarande att hållas tillbaka av återstående finansiella flaskhalsar och av höga skuldnivåer i vissa länder samt förväntningar om att den potentiella produktionen blir svagare än tidigare.

**Den finanspolitiska inriktningen, mätt genom förändringen av det konjunkturresade primärsaldot exklusive statligt stöd till finanssektorn, väntas ge ett svagt positivt bidrag till efterfrågan under bedömningsperioden.** Efter något åtstramande diskretionära finanspolitiska åtgärder 2015 väntas lättnader i budgetpolitiken under 2016 medan de finanspolitiska åtgärderna förmodas bli neutrala 2017.<sup>2</sup> Offentliga reala investeringar väntas ta fart något under 2016 och ytterligare något under 2017 medan offentlig konsumtion antas växa i en relativt kraftig takt. Tillströmningen av flyktingar väntas leda till lättnader i den finanspolitiska inriktningen i euroområdet (se ruta 2).

**Utländsk efterfrågan på export från euroområdet förväntas dämpas av svag tillväxt i tillväxtekonomier samt av en svag handelsintensitet i global tillväxt men beräknas återhämta sig gradvis under bedömningsperioden (se ruta 1).** Medan utländsk efterfrågan torde stärkas gradvis under bedömningsperioden om än i en långsam takt beroende på svag importtillväxt i tillväxtekonomierna. Den beräknas bli mycket lägre än före krisen, vilket återspeglar både lägre global aktivitet och lägre elasticitet i världshandeln, särskilt i tillväxtekonomierna.

**Tillväxttakten för export till länder utanför euroområdet torde öka under bedömningsperioden.** Tillväxttakten för export till länder utanför euroområdet beräknas fortsätta att öka snabbare än utländsk efterfrågan under bedömningsperioden. Exporten drar nytta av den eftersläpande effekten av den svagare effektiva växelkursen för euron genom en stärkt konkurrenskraft. Tillväxten för import från länder utanför euroområdet väntas bli relativt begränsad under bedömningsperioden, vilket återspeglar en sammansättning av total efterfrågan dominerad av utgiftskomponenter med låg importandel såsom offentlig och privat konsumtion. Bytesbalansen väntas öka från 2,4 procent av BNP 2014 till 3,0 procent 2015 för att därefter minska till 2,9 procent 2016 och 2,7 procent 2017.

---

<sup>2</sup> De finanspolitiska antagandena speglar den information som ingår i budgetlagar för 2016 såväl som annan relevant information som var tillgänglig den 19 november 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.

**Det negativa produktionsgapet beräknas krympa mot bakgrund av en måttlig 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 minska avsevärt mot slutet av bedömningsperioden.

## RUTA 1

### OMVÄRLDEN

**Världsekonomin fortsätter sin gradvisa återhämtning men takten på den ekonomiska expansionen förblir måttlig.** Globala indikatorer och tillgängliga uppgifter per land tyder på en måttlig världsmarknadstillväxt för tredje kvartalet 2015. Framöver bör den globala aktiviteten ligga kvar på en gradvis, om än ojämn, återhämtningsbana som drivs av motståndskraftiga tillväxtutsikter i de flesta utvecklade ekonomier medan utsikterna i tillväxtekonomierna fortsätter att vara dämpade sett ur ett historiskt perspektiv. Låga oljepriser, goda kreditvillkor, förbättrade arbetsmarknader och förbättrat förtroende samt avtagande motvind från skuldnedväxling i den privata sektorn och konsolidering av offentliga finanser bör komma att stödja utvecklingen i de utvecklade ekonomierna. Däremot är utsikterna för tillväxtekonomierna på medellång sikt mer blandade. Medan starkare efterfrågan i utvecklade ekonomier borde ge stöd åt ekonomisk återhämtning fortsätter emellertid strukturella hinder och makroekonomiska obalanser i flera större tillväxtekonomier att hålla tillbaka tillväxtutsikterna i dessa länder. Samtidigt håller några av dessa länder på att anpassa sig till lägre råvarupriser och stramare externa finansieringsvillkor inför en normalisering av den amerikanska penningpolitiken. Därutöver har ett antal av dem även en situation där den politiska osäkerheten är hög. Världshandeln (euroområdet borträknat) väntas öka gradvis från 3,1 procent 2015 till 3,6 procent 2016 och till nära 3,9 procent 2017. Detta innebär en nedrevidering med cirka 0,1 procentenhet för 2015 och 0,2 procentenheter för 2016 jämfört med de framtidsbedömningar som publicerades i september.

**Världshandeln var extremt svag under första halvåret 2015 men väntas stärkas gradvis.** Statistik över världshandeln för första halvåret 2015 har reviderats ned kraftigt och visar nu en mer markant nedgång. De kraftiga importminskningarna i Ryssland och Brasilien under perioden kan delvis förklaras genom minskad inhemsk efterfrågan och växelkursdepreciering, medan utvecklingen i andra ekonomier (inkl. Storbritannien, Japan och Kina) mest förefaller återspegla felrapportering i handelsdata (noise in trade data). Nyare handelsindikatorer tyder på viss stabilisering under det tredje kvartalet 2015 men överlag tycks dämpad aktivitet råda på kort sikt. På längre sikt väntas världshandeln stärkas gradvis, i linje med förbättrad global aktivitet, men tycks helt klart misslyckas med att återgå till den dynamik som rådde före finanskrisen. Sammantaget beräknas, i förhållande till global BNP, utsikterna för global import och utländsk efterfrågan i euroområdet bli ganska svag under bedömningsperioden. Den utländska efterfrågan på export från euroområdet beräknas öka från -0,1 procent 2015 till 2,7 procent 2016 och 3,8 procent 2017. Jämfört med de framtidsbedömningar som publicerades i september utgör detta en nedrevidering på 1,6 procentenheter 2015, 0,7 procentenheter 2016 och 0,3 procentenheter 2017.

### Omvärlden

(årliga procentuella förändringar)

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

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.**

Antalet sysselsatta förväntas fortsätta att öka under andra halvåret 2015. Denna ökning beräknas fortsätta under 2016 och 2017, huvudsakligen driven av den ekonomiska återhämtningen, finanspolitiska incitament i vissa länder, återhållsam löneutveckling, tidigare arbetsmarknadsreformer och den gradvisa integrationen av flyktingar på arbetsmarknaden. Antalet arbetade timmar per anställd person ser ut att öka något under bedömningsperioden men ligga kvar väl under nivåerna från tiden före krisen. Denna utveckling av sysselsättningen antyder en starkare arbetsproduktivitetsutveckling, från 0,3 procent 2014 till 0,9 procent 2017, i linje med det traditionella procykliska mönstret. Arbetskraften väntas öka kraftigare än tidigare förväntat, med 0,5 procent både 2016 och 2017, efter en årlig ökningstakt på 0,2 procent 2014 och 2015. Detta återspeglar den fortsatta tillströmningen av flyktingar (se ruta 2) och avtagande avskräckningseffekter. Arbetslösheten förväntas minska till 10,1 procent 2017, fortfarande klart över nivåerna från tiden före krisen (7,5 procent 2007).

**Jämfört med framtidsbedömningarna publicerade i september är utsikterna för real BNP-tillväxt i stort sett oförändrade.** En liten upprevidering 2015 återspeglar främst det starkare utfallet för andra kvartalet 2015. De i stort sett oreviderade utsikterna för 2016 och 2017 återspeglar två motverkande faktorer: å ena sidan utsikter för mer motståndskraftig privat- och offentlig konsumtion beroende på bl.a. finanspolitiska åtgärder i samband med flyktingtillströmningen och å andra sidan svagare utsikter för exporten beroende på lägre efterfrågan.

## **RUTA 2**

### **FLYKTINGTILLSTRÖMNINGENS INVERKAN PÅ EUROOMRÅDETS EKONOMI**

**Euroområdet upplever för närvarande en tillströmning av flyktingar av ej tidigare skådad omfattning.** Enligt FN:s flyktingkommissariat hade runt 850 000 flyktingar tagit sig över Medelhavet fram till slutet av november 2015, vilket innebär nivåer som vida överstiger de som observerades under Balkankrisen i början av 1990-talet. I den här framtidsbedömningen har man utgått från att ytterligare 2,4 miljoner flyktingar (mindre än 1 procent av euroområdets befolkning) sannolikt kommer att ha anlänt till euroområdet fram till 2017, jämfört med framtidsbedömningarna som publicerades i juni 2015.

**Bedömningen av hur flyktingtillströmning inverkar på realekonomin och de offentliga finanserna är förknippade med en mycket hög grad av osäkerhet.** Antalet flyktingar och vilken kompetensnivå de besitter är fortfarande oklart. Antalet anhöriginvandrare som senare tillkommer kan i princip inte förutses. Hur de kommer att fördelas mellan länderna i euroområdet är heller inte klart. Därutöver görs för närvarande ändringar i nationell asylpolitik, som har makroekonomisk och finanspolitisk inverkan.

**De makroekonomiska effekterna på utbudssidan skulle ytterst bero på arbetsmarknadsdeltagandet och på hur snabbt ett inträde på arbetsmarknaden sker.** I allmänhet tar det lång tid innan flyktingar kan etablera sig på arbetsmarknaden i det mottagande landet. Först måste de få asyl och i vissa fall arbetstillstånd, tillägna sig språkkunskaper samt få sina yrkeserfarenheter erkända. Beroende på rättsliga och praktiska hinder tar det i euroområdet i genomsnitt minst sex månader innan flyktingar får tillträde till arbetsmarknaden. Det finns dock stora skillnader mellan länder och i praktiken kan det ta flera år för flyktingar innan de kan hitta ett fast arbete. För euroområdets grundscenario antas att nyanlända flyktingar i regel är unga och att de konkurrerar med inhemska arbetare på den lägre kompetens- och löneskalan. Vidare har antas att endast cirka en fjärdedel av alla flyktingar kommer att ha kommit in på arbetsmarknaden i slutet av bedömningsperioden.

**Flyktingtillströmningens makroekonomiska inverkan på kort till medellång sikt påverkar både utbuds- och efterfrågekanalerna.** Inledningsvis skulle en positiv efterfrågechock genom högre privat och offentlig konsumtion driva upp priser och produktion, med stöd av relativt lågt sparande och en hög konsumtionsbenägenhet hos flyktingarna. Omfattningen av denna chock kan även bero på hur mycket pengar flyktingarna skickar tillbaka till sina hemländer. Samtidigt kan ekonomin i vissa länder påverkas negativt av att framtidstron hos konsumenter och företag försvagas. Detta skulle kunna återspegla en oro om att flyktingar kommer att integreras på bekostnad av den inhemska befolkningens möjligheter på

arbetsmarknaden, såvida inte flyktingarna fyller redan lediga platser. Därutöver kan turistnäringen i södra Europa, dit många flyktingar anländer, påverkas negativt. När flyktingar träder in på arbetsmarknaden kan ersättningen per anställd och produktiviteten minska beroende på det ökade antalet lågutbildade och lågavlönade arbetare. På kort sikt kan dock inflationen faktiskt öka jämfört med ett grundscenario som inte inkluderar inverkan av det ökade flyktingantalet på grund av högre inhemsk efterfrågan, lägre produktivitet och ökande priser på hyresmarknaden för bostäder. Därefter torde ett stigande utbud av arbetskraft och sysselsättning stimulera till högre tillväxt via starkare privat konsumtion och bostadsinvesteringar. På längre sikt kan dessutom den potentiella produktionstillväxten gynnas.

**Inverkan på sysselsättning, produktion och priser skiljer sig mellan olika länder och kommer sammantaget troligen att bli måttlig i euroområdets grundscenario. Budgeteffekterna kommer dock att bli betydande.** Budgeteffekterna i samband med flyktingtillströmningen väntas komma att återspegla de offentliga utgifterna för mat och husrum, kontantöverföringar till flyktingar och, i mindre utsträckning, högre offentlig konsumtion för bl.a. kostnader för utbildning, hälsa och integration mer generellt. Budgeteffekterna på kort sikt återspeglar det faktum att, trots vissa indikationer om ökat behov av bostäder, finns inga tecken på några större offentliga investeringar. Flyktingtillströmningen väntas bidra till en mindre återhållsam finanspolitisk inriktning än vad som antagits i tidigare framtidsbedömningar. Budgeteffekterna på de offentliga finanserna väntas vara under hela bedömningsperioden i de länder som är mest berörda. Med undantag för ett fåtal länder där de extra (begränsade) kostnader som uppkommer genom flyktingmottagandet väntas täckas genom omprioriteringar av utgifter eller genom att utnyttja reserver, väntas sådana kostnader komma att öka underskotten i de offentliga finanserna, detta inte minst genom att stabilitets- och tillväxtpakten möjliggör en viss flexibilitet i detta avseende. På längre sikt kan den finanspolitiska effekten bli mer gynnsam, och ytterst bero på när och i vilken utsträckning flyktingarna kommer in på arbetsmarknaden.

## RUTA 3

### TEKNISKA ANTAGANDEN OM RÄNTOR, VÄXELKURSER OCH RÅVARUPRISER

**Förändringarna i de tekniska antagandena, jämfört med framtidsbedömningarna som publicerades i september, är bl.a. lägre oljepriser och icke energirelaterade råvarupriser (båda i USD), en liten appreciering av eurons effektiva växelkurs och lägre räntor i euroområdet.**

**De tekniska antagandena om räntor och råvarupriser baseras på marknadsförväntningar med stoppdatum den 12 november 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, -0,2 % för 2016 och -0,1% för 2017. Marknadens förväntningar om avkastningen på de nominella tioåriga statsobligationerna i euroområdet tyder på en genomsnittlig nivå på 1,2% 2015, 1,4% 2016 och 1,7% 2017.<sup>1</sup> I linje med räntorna på terminsmarknaden och det gradvisa genomslaget av ändringar i marknadens utlåningsräntor väntas bankernas utlåningsräntor på lån till euroområdets icke-finansiella privata sektor vara i stort sett stabila under 2016 och därefter stiga måttligt under 2017. När det gäller råvarupriser antas, baserat på terminsmarknaderna under den tvåveckorsperiod som slutade på stoppdatumet den 12 november, att det årliga genomsnittet för priserna på Brentråolja kommer att stiga från den då rådande nivån på 45 USD per fat till 52,2 USD 2016 och 57,5 USD 2017. Priserna på andra råvaror än energi i USD väntas fortsätta uppåt.<sup>2</sup> De bilaterala växelkurserna förväntas vara oförändrade under bedömningsperioden på de genomsnittliga nivåer som rådde under tvåveckorsperioden fram till stoppdatumet den 12 november. Detta ger en växelkurs USD/EUR på 1,09 under bedömningsperioden.

## Tekniska antaganden

	December 2015				September 2015			Revideringar sedan September 2015 <sup>1)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Tre-månaders EURIBOR (i procent per år)	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,2
Ränta på tio-åriga statsobligationer (i procent per år)	2,0	1,2	1,4	1,7	1,3	1,6	1,8	-0,1	-0,2	-0,1
Oljepris (i USD/fat)	98,9	53,8	52,2	57,5	55,3	56,1	60,9	-2,7	-6,9	-5,6
Priser på icke energirelaterade råvaror, i USD (årlig procentuell förändring)	-8,6	-18,7	-5,2	4,1	-19,7	-4,6	4,4	1,0	-0,7	-0,4
USD/EUR växelkurs	1,33	1,11	1,09	1,09	1,11	1,10	1,10	0,3	-1,0	-1,0
Eurons nominella effektiva växelkurs (EER38) (årlig procentuell förändring)	2,4	-7,1	0,1	0,0	-7,8	0,3	0,0	0,7	-0,2	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 hårda råvaror, exkl. energi, antas följa terminspriserna till och med fjärde kvartalet 2016 och därefter utvecklas i linje med den globala ekonomiska aktiviteten.

### 3. PRISER OCH KOSTNADER

**HIKP-inflationen har stannat nära noll de senaste månaderna.** Den låga totala inflationen återspeglar intensifierat nedåtryck från energipriser relaterat till den senaste oljeprisminskningen. Samtidigt har HIKP-inflationen exklusive energi stigit något de senaste månaderna. Detta återspeglar ökad inflation i priserna på livsmedel och på icke energirelaterade industrivaror. Inflationen i de senare har pressats upp genom den starka deprecieringen av euron. Trots viss volatilitet har dock inflationen i priserna på tjänster i stort sett varit oförändrade de senaste månaderna, som en följd av ett måttligt inhemskt kostnadstryck.

**HIKP-inflationen beräknas i genomsnitt bli 0,1 procent under 2015 för att sedan öka till 1,0 procent 2016 och till 1,6 procent 2017.** HIKP:s energi-inflation förväntas ha en kraftig inverkan på HIKP-inflationsprofilen under bedömningsperioden. Betydande uppåtriktade baseffekter och de förväntade oljeprisökningarna (enligt terminsmarknaderna) väntas medföra en avsevärd ökning i HIKP:s energi-inflation fram till 2017. HICP-inflation exklusive energi förväntas stärkas gradvis i linje med ökat inhemskt kostnadstryck vartefter det negativa produktionsgapet minskar. Det förväntas också uppåteffekter på HIKP-inflationen exklusive energi av den betydande deprecieringen av euron och av de indirekta effekterna av den väntade råvaruprisökningen under bedömningsperioden. Samtidigt förväntas inflationseffekterna av administrativt fastställda priser och ändringar i indirekta skatter förbli begränsade.

**Eurons depreciering, uppåtriktade oljeprisrelaterade baseffekter och de förmodade råvaruprisökningarna väntas vara bland de främsta drivkrafterna till att inflationen ökar under bedömningsperioden.** Efter år av nedåtriktat pristryck utifrån väntas importpriserna stiga och bidra till HIKP-inflationsökningen under bedömningsperioden. Importdeflatorns årliga tillväxt beräknas öka från -2,0 % 2015 till 0,4 % 2016 och till 1,8 % 2017. En viktig faktor bakom dessa ökningarna är eurons kraftigt försvagade växelkurs, vars genomslag i inhemska priser, via importpriserna, normalt sett är långvarigt och förväntas påverka inhemska priser även 2016 och 2017. Dessutom kommer energipriser och icke

energirelaterade råvarupriser att driva upp import- och konsumentprisinflationen under bedömningsperioden.

**Stigande inhemskt pristryck förväntas också bidra till högre HIKP-inflation, särskilt mot slutet av bedömningsperioden.** Den förväntade fortsatta ekonomiska återhämtningen och förstärkningen av efterfrågan borde återspeglas i ytterligare förbättringar av arbetsmarknadsläget och företagens prissättningskraft. I det här klimatet förväntas både löner och vinstmarginaler stärkas och bidra till det inhemska pristrycket.

**Den minskade överkapaciteten på arbetsmarknaden förväntas leda till högre nominell ersättning per anställd.** Löneutvecklingen väntas dock förbli relativt måttlig. Bland de faktorer som håller tillbaka ersättningen per anställd ingår kvarvarande överkapacitet på arbetsmarknaden och det nuvarande klimatet med låg inflation. Pågående anpassningsprocesser med syfte att öka priskonkurrenskraften i vissa länder i euroområdet förväntas också ha en dämpande effekt på löneutvecklingen. Andra faktorer som kan hålla tillbaka löneutvecklingen i den nuvarande återhämtningen är dessutom strukturreformer på arbetsmarknaden som genomförts under krisen och potentiellt även uppdämda lönerestriktioner i samband med bindande nedåtriktade stelheter i nominella löner under krisen. Ökningen i enhetsarbetskostnader väntas ligga kvar kring de nuvarande låga nivåerna tills början av 2017 eftersom den väntade cykliska produktivitetsökningen uppväger den bedömt gradvis stigande löneutvecklingen. Därefter medför en stabilisering i produktivitetsökningen och en ytterligare återhämtning i löneutvecklingen en förstärkt ökning av enhetsarbetskostnaderna under 2017.

**Vinstmarginalerna förväntas stärkas i takt med den ekonomiska återhämtningen.** Ytterligare förbättringar i efterfrågan och minskad ekonomisk överkapacitet förväntas stödja företags prissättningskraft och att den återhämtning i vinstmarginaler som nyligen observerats fortsätter under bedömningsperioden. Övriga överskott i samband med tidigare kraftiga olje- och råvaruprisminskningar och eurons depreciering genom exportörernas strategier att anpassa priserna till konkurrenssituationen på mottagarmarknaden ("pricing-to-market") har bidragit till den senaste tidens vinståterhämtning. Däremot förväntas strukturella varumarknadsreformer som genomförts under och efter krisen ha en dämpande verkan på vinstmarginalerna eftersom dessa väntas ha ökat konkurrensen på vissa marknader. Efter en långvarig svag utveckling de senaste åren väntas vinstmarginalerna sammantaget återhämta sig under bedömningsperioden och öka med cirka 0,5 procent i genomsnitt varje år mellan 2015 och 2017.

**Jämfört med den framtidsbedömning som publicerades i september har utsikterna för HIKP-inflationen reviderats ned något.** Svagare externt pristryck, relaterat till lägre oljepriser än förmodat, står för den största delen av nedrevideringen.

#### 4. UTSIKTER FÖR DE OFFENTLIGA FINANSERNA

**En förbättring av den offentliga sektorns budgetsaldo väntas.** Den gradvisa förbättringen i den offentliga sektorns saldo i förhållande till BNP beror delvis på den cykliska förbättringen och delvis på minskade ränteutgifter medan det strukturella primärsaldot förväntas försämrans något 2016 och vara stabilt 2017. Efter att ha ökat fram till 2014 väntas den offentliga skuldkvoten som andel av BNP börja avta från och med 2015.

**Jämfört med framtidsbedömningarna i september 2015 är de offentliga finanserna i stort sett oförändrade.** Den offentliga sektorns budgetsaldo har reviderats upp något för 2015 och reviderats ned något för 2017, som en återspeglning av ändringar i konsolideringen av offentliga finanser. Skuldutvecklingen är gynnsammare under bedömningsperioden tack vare en gynnsammare tillväxt-räntedifferens och en positiv effekt av underskott-skuldpassningen.



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

(årliga procentuella förändringar)

	December 2015				September 2015			Revideringar sedan september 2015 <sup>2)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Real BNP <sup>3)</sup>	0,9	1,5	1,7	1,9	1,4	1,7	1,8	0,1	0,0	0,0
		[1,4 - 1,6] <sup>4)</sup>	[1,1 - 2,3] <sup>4)</sup>	[0,9 - 2,9] <sup>4)</sup>	[1,3 - 1,5] <sup>4)</sup>	[0,8 - 2,6] <sup>4)</sup>	[0,6 - 3,0] <sup>4)</sup>			
Hushållens konsumtion	0,8	1,6	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7	-0,1	0,2	0,0
Offentlig konsumtion	0,8	1,4	1,2	1,0	0,7	0,8	0,7	0,7	0,4	0,3
Fasta bruttoinvesteringar	1,3	2,3	2,8	3,8	2,1	3,4	3,9	0,2	-0,7	-0,1
Export <sup>5)</sup>	4,1	4,8	4,0	4,8	4,5	4,9	5,2	0,4	-0,8	-0,4
Import <sup>5)</sup>	4,5	5,3	4,8	5,3	4,7	5,4	5,7	0,6	-0,7	-0,4
Sysselsättning	0,6	1,0	1,0	1,0	0,7	0,8	0,8	0,2	0,3	0,1
Arbetslöshet (i procent av arbetskraften)	11,6	11,0	10,5	10,1	11,0	10,6	10,1	-0,1	-0,1	0,0
HIKP	0,4	0,1	1,0	1,6	0,1	1,1	1,7	0,0	-0,2	0,0
		[0,1 - 0,1] <sup>4)</sup>	[0,5 - 1,5] <sup>4)</sup>	[0,9 - 2,3] <sup>4)</sup>	[0,0 - 0,2] <sup>4)</sup>	[0,5 - 1,7] <sup>4)</sup>	[0,9 - 2,5] <sup>4)</sup>			
HIKP exklusive energi	0,7	0,9	1,3	1,5	0,9	1,3	1,6	0,0	-0,1	-0,1
HIKP exklusive energi och livsmedel	0,8	0,9	1,3	1,6	0,9	1,4	1,6	-0,1	-0,1	0,0
HIKP exklusive energi, livsmedel och förändringar i indirekta skatter <sup>6)</sup>	0,7	0,8	1,3	1,6	0,9	1,4	1,6	0,0	-0,1	0,0
Enhetsarbetskostnader	1,1	0,9	0,9	1,2	1,0	0,6	1,1	-0,1	0,2	0,1
Ersättning per anställd	1,4	1,4	1,5	2,1	1,6	1,6	2,1	-0,2	0,0	0,0
Arbetskraftens produktivitet	0,3	0,5	0,7	0,9	0,7	1,0	1,0	-0,1	-0,3	-0,1
Budgetsaldo, offentlig sektor (procent av BNP)	-2,6	-2,0	-2,0	-1,8	-2,1	-2,0	-1,7	0,1	0,0	-0,1
Strukturellt budgetsaldo (i procent av BNP) <sup>7)</sup>	-1,8	-1,7	-1,9	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7	0,1	0,0	-0,2
Den offentliga sektorns bruttoskuld (i procent av BNP)	92,1	91,1	90,1	88,9	91,6	90,7	89,4	-0,5	-0,7	-0,5
Bytesbalans (i procent av BNP)	2,4	3,0	2,9	2,7	3,0	2,9	2,7	0,0	0,0	0,0

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 intäkt- och utgiftsposter. Mer information finns i en ruta i ECB:s månadsrapport från mars 2012 ("Cyclical adjustment of the government budget balance") samt i en ruta i ECB:s månadsrapport från september 2014, "The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position".

## RUTA 4

### KÄNSLIGHETSANALYSER

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

## 1) En alternativ oljeprisutveckling

**Alternativa oljeprismodeller visar på något högre oljepriser 2016 och 2017 än tidigare terminspriser.** De tekniska antagandena för oljeprisutvecklingen bakom grundscenariot, baserat på terminsmarknaderna, förutser en oljeprisökning under bedömningsperioden (se ruta 3). Denna utveckling överensstämmer med en viss återhämtning av den globala efterfrågan på olja i samband med att världsekonomin börjar ta fart och en något lägre ökning i oljeutbudet. Alternativa modeller som används av ECB:s experter<sup>1)</sup> för att bedöma oljepriserna under bedömningsperioden ger ett något högre oljepris under perioden än de tekniska antagandena. Detta vore i linje med en ännu starkare global efterfrågan på olja på medellång sikt och/eller en kraftigare dämpning av ökningen av oljeutbudet 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 skulle öka i en något högre takt och 2017 ligga 5,8 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 av HIKP-inflationen 2016 och 2017 (en uppgång på cirka 0,1 procentenhet både 2016 och 2017).

## 2) En alternativ växelkursutveckling

**Eurons effektiva växelkursutveckling innebär både uppåt- och nedåtrisker.** Nedåtriskerna härrör främst från en växande skillnad mellan de penningpolitiska inriktningarna på vardera sidan av Atlanten. Särskilt skulle ytterligare penningpolitisk ackommodering i euroområdet och en högre amerikansk styrränta öka nedåttrycket på euron ytterligare. Uppåtriskerna för eurons växelkurs skulle däremot kunna härröra från ökande oro kring tillväxten i tillväxtekonomier och särskilt i Kina. Den medföljande ökningen i marknadsvolatilitet kan leda till en appreciering av euron genom avvecklingen av stora "carryhandelspositioner".

**För att illustrera de risker som hänger samman med framtidsbedömningen innehåller denna känslighetsanalys två alternativa utvecklingsbanor för eurons växelkurs.** Den första har beräknats från den 25:e percentilen i fördelningen som ges genom den implicita riskneutrala täthetsfunktionen för växelkursen USD/EUR den 12 november 2015. Denna utveckling implicerar en gradvis depreciering av euron mot USD till en växelkurs på 0,99 USD/EUR under 2017, vilket är 8,1% lägre än antagandet i grundscenariot för det året. Den andra banan har beräknats från den 75:e percentilen i samma fördelning och innebär en gradvis appreciering av euron mot USD till en växelkurs på 1,18 USD/EUR 2017, vilket är 8,9 % högre än antagandet i grundscenariot för det året. Motsvarande antaganden för eurons nominella effektiva växelkurs (NEER-38) återspeglar historiska mönster varvid växelkursen USD/EUR motsvarar ändringar i effektiv växelkurs med en elasticitet på cirka 52 %. Vad gäller deprecieringen så ger detta en gradvis nedåtgående skillnad mellan NEER-38 och grundscenariot, till en nivå som ligger 4,3 % under grundscenariot 2017. Vad gäller apprecieringen så innebär den uppåtgående skillnaden att NEER-38 hamnar på en nivå som ligger 4,5 % över grundscenariot 2017.

**I båda dessa scenarier pekar resultaten från ett antal makroekonomiska modeller på relativt kraftiga effekter på BNP-tillväxten och HIKP-inflationen 2016 och 2017.** Resultaten av deprecieringen av euron pekar mot en högre HIKP-inflation (upp med mellan 0,1 och 0,3 procentenheter 2016 och med mellan 0,3 och 0,5 procentenheter 2017) och högre BNP-tillväxt (upp med mellan 0,1 och 0,2 procentenheter 2016 och med mellan 0,2 och 0,3 procentenheter 2017). Resultaten för apprecieringen av euron är liknande men med motsatt tecken.

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

## PROGNOSER AV ANDRA INSTITUT

**Ett antal prognoser för euroområdet offentliggörs av olika institut, både av internationella organisationer och av den privata sektorn.** Dessa prognoser är dock inte helt jämförbara med varandra eller med de makroekonomiska framtidsbedömningarna av Eurosystemets experter eftersom de slutförs 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). De flesta av de aktuella prognoserna från andra institut avviker inte mycket från punktprognosen i Eurosystemets experters framtidsbedömningar i december och de är väl inom intervallerna kring dessa bedömningar (anges inom parentes i tabellen).

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

(årliga procentuella förändringar)

	Datum för offentliggörande	BNP-ökning			HKP-inflation		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Eurosystemets experters framtidsbedömningar	December 2015	1,5 [1,4-1,6]	1,7 [1,1-2,3]	1,9 [0,9-2,9]	0,1 [0,1-0,1]	1,0 [0,5-1,5]	1,6 [0,9-2,3]
Europeiska kommissionen	November 2015	1,6	1,8	1,9	0,1	1,0	1,6
OECD	November 2015	1,5	1,8	1,9	0,1	0,9	1,3
Euro Zone Barometer	November 2015	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
Consensus Economics Forecasts	November 2015	1,5	1,8	1,6	0,1	1,1	1,5
Survey of Professional Forecasters	November 2015	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
IMF	Oktober 2015	1,5	1,6	1,7	0,2	1,0	1,3

Källor: Europeiska kommissionens europeiska ekonomiska höstprognos 2015, IMF World Economic Outlook oktober 2015, OECD Economic Outlook, november 2015, Consensus Economics Forecasts, MJEconomics och "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

Postadress: 60640 Frankfurt am Main, Tyskland

Telefon: +49 69 1344 0

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

Alla rättigheter förbehålls.

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