



December 2016 Makroekonomiska framtdsbedömningar för euroområdet av Eurosystemets experter¹

Den ekonomiska återhämtningen i euroområdet väntas i stort sett fortsätta i linje med framtdsbedömningarna i september 2016. Den förväntade globala återhämtningen och motståndskraftig inhemsk efterfrågan beräknas, med stöd av den mycket ackommoderande penningpolitiken, de framsteg i skuldneddragning som gjorts i olika sektorer samt en fortsatt förbättring av arbetsmarknadsläget, stödja återhämtningen under bedömningsperioden. Real BNP på årsbasis väntas växa med 1,7 procent 2016 och 2017 och med 1,6 procent 2018 och 2019.

HIKP-inflationen förväntas stiga kraftigt från 0,2 procent 2016 till 1,3 procent 2017, 1,5 procent 2018 och 1,7 procent 2019 med draghjälp framför allt av vändningen i oljepriser. När överkapaciteten på arbetsmarknaden gradvis avtar torde löneökningar och ökande enhetsarbetskraftskostnader också stärka HIKP-inflationen under bedömningsperioden.

1 Realekonomi

Real BNP ökade med 0,3 procent under tredje kvartalet 2016 med stöd av inhemsk efterfrågan. Uppgifter för tredje kvartalet tyder på att privat konsumtion och bruttoinvesteringar bidrog positivt till aktiviteten medan exporten ökade mindre än importen vilket gav ett negativt bidrag från nettohandeln. Villkoren på arbetsmarknaden har fortsatt att förbättras under de senaste månaderna, sysselsättningstillväxten har överraskat på uppåtsidan och arbetslösheten har minskat mer än förväntat. Framtidstron fortsatte att förbättras i olika sektorer och länder, vilket tyder på en nära förestående motståndskraftig tillväxt.

Under bedömningsperioden väntas real BNP växa med 1,7 procent 2016 och 2017 och med 1,6 procent 2018 och 2019. Motståndskraftig inhemsk efterfrågan förväntas förbli stöttelearen för real BNP-tillväxt, med stöd av ECB:s mycket

¹ Eurosystemets makroekonomiska framtdsbedömningar utgör underlag för ECB-rådets bedömning av den ekonomiska utvecklingen och riskerna för prisstabiliteten. Information om de förfaranden och den teknik som använts ges i *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, ECB, juli 2016, som finns på ECB:s webbplats. Stoppdatum för de tekniska antagandena, exempelvis oljepriser och växelkurser, var den 17 november 2016 (se ruta 2). Stoppdatum för andra uppgifter till bedömningarna var den 24 november 2016. De aktuella makroekonomiska framtdsbedömningarna omfattar perioden 2016-2019. Bedömningar för en så lång period omgärdas dock av stor osäkerhet, vilket inte får glömmas när man tolkar dem. Se artikeln "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections" i ECB:s månadsrapport från maj 2013.

ackommoderande penningpolitik. Exporten beräknas gradvis ta fart med anledning av en förväntad successiv global återhämtning och resultera i ett gradvis förbättrat bidrag från nettohandeln under bedömningsperioden.

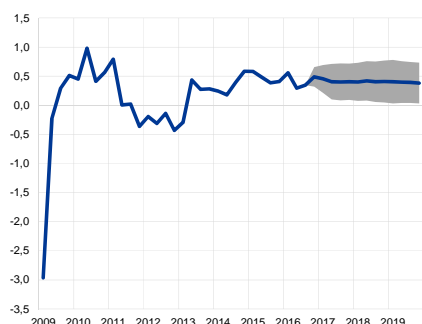
Diagram 1

Makroekonomiska indikatorer¹⁾

(kvartalsuppgifter)

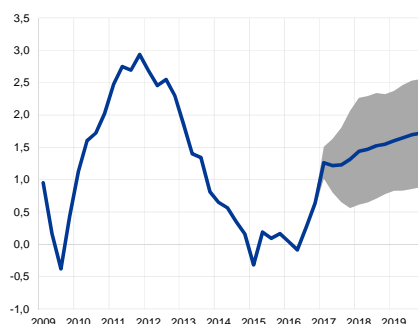
Real BNP i euroområdet²⁾

(procentuella förändringar på kvartalsbasis)



HIKP i euroområdet

(procentuella förändringar på årsbasis)



1) Intervallen beräknas utifrån skillnaden mellan faktiska utfall och bedömningar från tidigare år. Bredden på intervallen är två gånger genomsnittet av det absoluta värdet på dessa skillnader. Metoden som används för att beräkna intervallen, med justering för exceptionella händelser, beskrivs i *New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, ECB, december 2009, publicerad på ECB:s webbplats.

2) Kalenderjusterade data.

Privat konsumtion väntas i stort sett behålla sin tillväxttakt under bedömningsperioden. Konsumenternas förtroende har åter förbättrats under de senaste månaderna mot bakgrund av förbättrade allmänna ekonomiska förväntningar och gynnsammare enskilda ekonomiska förväntningar.

På medellång sikt är tillväxtutsikterna för nominell disponibel inkomst fortsatt positiva. Bidraget från bruttolöner väntas öka under bedömningsperioden i och med att svagare sysselsättningstillväxt mer än uppvägs av en kraftigare ökning i ersättning per anställd. Andra personliga inkomster väntas stärkas, och i stort sett motsvara vinstprofilen, medan bidraget från nettotransfereringar väntas bli lätt negativt. Samtidigt väntas tillväxten i reala disponibla inkomster tappa fart under 2017 beroende på den stigande konsumentprisinflationen och därefter hålla i sig.

Förbättrade villkor för bankutlåningen, förstärkta genom ECB:s penningpolitiska åtgärder, bör ge stöd åt privat konsumtionstillväxt. Låga räntor har påverkat både ränteintäkterna och räntekostnaderna för hushållen men de medför att resurser omfördelas från nettosparare till nettolåntagare. I och med att de sistnämnda vanligtvis har en högre marginell benägenhet att konsumera torde denna omfördelning ytterligare stödja den totala privatkonsumtionen. Dessutom bör även konsumtionen få stöd av de framsteg som gjorts i skuldeddragning och beräknade ökning av hushållens nettoförmögenheter. Sammantaget beräknas den genomsnittliga privata konsumtionstillväxten på årsbasis avta något från 1,7 procent 2016 till 1,5 procent både 2017 och 2018 och till 1,4 procent 2019.

Sparkvoten väntas minska fram till mitten av 2017 och därefter vara i stort sett oförändrad. Sparkvoten beräknas ha ökat sedan mitten av 2015, troligen främst på grund av att hushållen sparat en del av de tidigare överskotten från oljeprisminskningar. Denna effekt bedöms bli tillfällig och när den försvinner antas sparkvoten minska under loppet av 2017. Därefter beräknas sparkvoten förbli oförändrad under resten av bedömningsperioden. Minskande arbetslöshet, förbättrade kreditvillkor och låga räntor skulle verka i en riktning som minskar sparkvoten i vissa länder medan kvarvarande behov av skuldeddragning och procyklisk konsumtionsutjämning skulle öka den.

Ruta 1

Tekniska antaganden om räntor, växelkurser och råvarupriser

Jämfört med framtidsbedömningarna från september är förändringarna i de tekniska antagandena högre räntor, högre oljepriser i USD samt en liten appreciering av eurons effektiva växelkurs. De tekniska antagandena om räntor och råvarupriser baseras på marknadsförväntningar med stoppdatum den 17 november 2016. De korta räntorna avser tremånaders Euribor, med marknadsförväntningar härledda från terminsräntor. Beräkningsmetoden ger en genomsnittsnivå för de korta räntorna på -0,3 procent för 2016 och 2017, -0,2 procent för 2018 och 0,0 procent för 2019. Marknadens förväntade avkastning på de nominella tioåriga statsobligationerna i euroområdet tyder på en genomsnittlig nivå på 0,8 procent 2016, 1,2 procent 2017, 1,5 procent 2018 och 1,7 procent 2019.² I linje med räntorna på terminsmarknaden och det gradvisa genomslaget av ändringar i marknadsräntorna på utlåningsräntor väntas bankernas utlåningsräntor på lån till euroområdets icke-finansiella privata sektor stiga måttligt 2017 och öka ytterligare något 2018 och 2019. För råvarupriser antas, baserat på terminsmarknaderna under den tvåveckorsperiod som slutade på stoppdatumet den 17 november, priserna på Brentråolja sjunka från 52,4 USD per fat 2015 till 43,1 USD 2016, för att därefter stiga till 49,3 USD 2017 och till 52,6 USD 2018 och till 54,6 USD 2019, vilket i genomsnitt är runt 2 USD högre för 2017-2018 än vad som antogs i framtidsbedömningarna från september. Priserna, i US-dollar, på råvaror utom energi väntas sjunka något under 2016 och öka 2017 och därefter.³ De bilaterala växelkurserna förväntas vara oförändrade under bedömningsperioden på de genomsnittliga nivåer som rådde under tvåveckorsperioden fram till stoppdatumet den 17 november. Detta innebär en växelkurs på 1,11 USD per euro under 2016 och 1,09 USD per euro under 2017 fram till 2019, jämfört med 1,11 USD i framtidsbedömningarna från september. Eurons effektiva växelkurs (mot 38 handelsparter) är 0,2 procent högre 2016 och 0,4 procent 2017 och 2018 än vad som antogs i bedömningen i september.

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

³ Antaganden om råvarupriserna på olja och livsmedel baseras på terminspriser t.o.m. slutet av bedömningsperioden. Priserna på andra råvaror än energi antas följa terminspriserna till och med fjärde kvartalet 2017 och därefter utvecklas i linje med den globala ekonomiska aktiviteten.

Tekniska antaganden

	december 2016				september 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Tremånaders EURIBOR (i procent per år)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,4	-0,4
Ränta på tioåriga statsobligationer (i procent per år)	0,8	1,2	1,5	1,7	0,7	0,6	0,8
Oljepris (i USD/fat)	43,1	49,3	52,6	54,6	42,8	47,4	50,6
Priser på icke energirelaterade råvaror, i USD (årlig procentuell förändring)	-4,0	6,6	3,8	4,5	-3,0	5,3	4,2
USD/EUR växelkurs	1,11	1,09	1,09	1,09	1,11	1,11	1,11
Eurons nominella effektiva växelkurs (EER38) (årlig procentuell förändring)	3,8	0,1	0,0	0,0	3,6	-0,1	0,0

Bostadsinvesteringarna i euroområdet väntas fortsätta öka. Den beräknade ökningen i tillväxttakten i nominell disponibel inkomst, mycket låga räntor på bostadslån samt begränsade övriga investeringsmöjligheter väntas ge stöd åt en varaktig återhämtning i bostadsinvesteringar. Fler bevis på de gynnsamma utsikterna för bostadsinvesteringar är ett ökat antal bygglov och ökad efterfrågan på bostadslån inom ramen för förbättrade banklånevillkor, i synnerhet genom lägre marginaler på genomsnittliga lån. Dessutom förefaller anpassningsprocesserna på bostadsmarknaderna ha nått sin ände i många länder och bostadspriserna har börjat öka. De dämpande effekter som hög arbetslöshet och hushålls höga skuldsättningsnivåer i vissa länder har på bostadsinvesteringar förväntas avta endast gradvis. Redan höga nivåer av bostadsinvesteringar gentemot disponibel inkomst och ogynnsam demografisk utveckling dämpar ökningen av bostadsinvesteringar i andra länder.

Företagsinvesteringar väntas uppvisa en stadig tillväxt. Ett antal faktorer väntas främja utvecklingen av företagsinvesteringar. Här kan nämnas att: företagsförtroendet fortsätter att förbättras mot bakgrund av gynnsamma produktionsförväntningar, orderböckerna stiger och en vändning i säljpriserförväntningar kan ses, kapacitetsutnyttjandet är redan på sin högsta nivå sedan mitten av 2008, villkoren för finansiering och utlåning fortsätter att ge kraftigt stöd med hjälp av ECB:s extraordinära penningpolitiska åtgärder, inhemsk efterfrågan väntas vara fortsatt robust och utländsk efterfrågan väntas öka. Vidare har behov av kapitalstocksmodernisering uppstått efter flera år av eftersatta investeringar och vinstmarginalerna väntas stärkas inom ramen för en redan kontantstinn icke-finansiell företagssektor. Den starka återhämtning i aktiekurser som observerats under de senaste åren och den måttliga tillväxten i skuldfinansiering har fått skuldsättningsgraden (skulder i förhållande till totala tillgångar) i den icke-finansiella företagssektorn att hamna på nästan historiskt låga nivåer. Återhämtningen i företagsinvesteringar kommer emellertid att hållas tillbaka av stelheter i produktmarknader och en förmodan om att den potentiella produktionen blir svagare än tidigare.

Exporten till länder utanför euroområdet beräknas öka under bedömningsperioden, i stort sett i linje med utländsk efterfrågan. Den utländska

efterfrågan förväntas ta fart från slutet av 2016 och framåt, då efterfrågan på importvaror ökar i både utvecklade ekonomier och tillväxtekonomier (inklusive Ryssland och Brasilien). Däremot förväntas den dämpade importökningen i Storbritannien förhindra en starkare ökning av efterfrågan på export från euroområdet. Allmänt kommer den förväntade tillväxttakten i utländsk efterfrågan att förbli väl under nivån från före krisen.⁴ Exporten till länder utanför euroområdet förväntas ta fart från det fjärde kvartalet av 2016 och framåt, och i stort sett följa samma takt som utländsk efterfrågan. Importen från länder utanför euroområdet förväntas växa en aning snabbare än exporten och i linje med den historiska elasticiteten i förhållande till total efterfrågan. Bidraget från handelsnettot till den reala BNP-tillväxten förväntas bli mer gynnsamt under bedömningsperioden. Överskottet i bytesbalansen väntas förbli konstant på cirka 3,1 procent av BNP.

Ruta 2

Omvärlden

Den globala aktiviteten väntas stärkas över bedömningsperioden. De uppgifter som offentliggjorts sedan de senaste framtidsbedömningarna tycks bekräfta denna bedömning för det andra halvåret, vilket antyder en relativt stabil tillväxt i utvecklade ekonomier och en svag förbättring i tillväxtekonomier. Framöver väntas den globala ekonomiska aktiviteten fortsätta att stärkas men ligga kvar under nivåerna från före krisen. För både utvecklade ekonomier och tillväxtekonomier förblir utsikterna blandade. En fortsatt brett ackommoderande politik och förbättrade arbetsmarknader väntas stärka den ekonomiska aktiviteten i USA medan expansionstakten i Japan väntas vara fortsatt dämpad och hög osäkerhet fortsätter att tynga den medelfristiga ekonomiska utvecklingen i Storbritannien. Vidare lär den gradvisa avmattningen i den kinesiska ekonomin komma att tynga tillväxten i andra tillväxtekonomier medan den gradvisa lättningen i de djupa recessioner som rått i vissa stora råvaruexporterande ekonomier fortsätter att vara en källa till stöd för den globala ekonomin framöver.

Världshandeln väntas också ha återfått en viss dynamik under andra halvåret i år efter ett svagt första halvår. Global import (exkl. euroområdet) reviderades upp något under första halvåret 2016 och tillgängliga indikatorer pekar mot positiva signaler för utvecklingen på kort sikt. På medellång sikt väntas världshandeln stärkas och dra nytta av den globala återhämtningen. Den utländska efterfrågan på export från euroområdet beräknas öka från 1,5 procent 2016 till 2,4 procent 2017, 3,4 procent 2018 och 3,6 procent 2019.

⁴ Se IRC Trade Task Force, "Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?", *Occasional Paper Series*, nr 178, ECB, september 2016.

Omvärlden

(årliga procentuella förändringar)

	december 2016				september 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Global real BNP-tillväxt (exkl. euroområdet)	3,0	3,5	3,7	3,8	3,0	3,5	3,7
Världshandeln (exkl. euroområdet) ¹⁾	0,9	2,8	3,7	3,8	0,9	2,8	3,7
Efterfrågan på euroområdets varor ²⁾	1,5	2,4	3,4	3,6	1,6	2,6	3,5

1) Beräknat som ett viktat genomsnitt av importen.

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

Jämfört med framtidsbedömningarna från september 2016 är utsikterna för den globala återhämtningen och den utländska efterfrågan i stort sett oförändrade.

Det negativa produktionsgapet förväntas vara borta i slutet av bedömningsperioden, vilket återspeglar en endast måttlig potentiell tillväxt.

Den potentiella produktionstillväxten beräknas förbli dämpad under bedömningsperioden men ligga klart under nivåerna från före krisen på cirka 1,7 procent. Den måttliga kraften i potentiell produktion återspeglar först och främst ett ganska blygsamt kapitalbidrag efter en utdragen period av mycket dämpad investering. Bidraget från arbete väntas öka något, vilket återspeglar det ökande antalet personer i arbetsför ålder och det ökande arbetskraftsdeltagandet till följd av strukturreformer. Bidraget från arbete kommer trots det att ligga kvar på en något lägre nivå än genomsnittet från före krisen på grund av befolkningens åldrande. Då den faktiska tillväxten förväntas bli betydligt högre än den måttliga utvecklingsbanan för produktionstillväxten, beräknas produktionsgapet krympa stadigt för att sedan stängas helt i slutet av bedömningsperioden.

Läget på euroområdets arbetsmarknad torde fortsätta att förbättras under bedömningsperioden. Sysselsättningen väntas fortsätta öka under bedömningsperioden, fast något långsammare än de senaste kvartalen. På kort sikt återspeglar detta främst en normalisering eftersom vissa tillfälliga stödjande faktorer avtar medan det över resten av bedömningsperioden främst återspeglar att bristen på kvalificerad arbetskraft antas få större verkan i delar av euroområdet. Denna utveckling av sysselsättningen innebär en starkare arbetsproduktivitetsutveckling från 0,3 procent 2016 till 0,9 procent 2019, i linje med traditionellt procykliskt mönster med ökande användning av både kapital och arbetskraft, en ökning i antalet arbetade timmar per person och vissa fördelar i total faktorproduktivitet. Arbetslöshetstalet väntas minska, om än långsammare än den senaste tiden, då takten för sysselsättningsökningen avtar mer än arbetskraftsökningen.

Jämfört med bedömningen från september 2016 har den reala BNP-tillväxten reviderats upp något på kort sikt och är i stort sett oförändrad därefter. De förbättrade utsikterna för den närmaste tiden speglar en gynnsammare utveckling i kortsiktiga indikatorer och den senaste tidens positiva överraskningar relaterade till arbets- och bostadsmarknaderna.

HIKP-inflationen beräknas öka avsevärt från 0,2 procent under 2016 till 1,3 procent 2017 för att sedan öka ytterligare till 1,5 procent 2018 och 1,7 procent 2019. Energipriserna förväntas stå för runt fyra femtedelar av ökningen i HIKP-inflation mellan 2016 och 2017. Den starkt dämpande effekt som tidigare oljeprisminskningar har haft på den totala inflationen under 2015 och 2016 är avtagande och förväntas att avsevärt påverka inflationen uppåt under 2017, i synnerhet under årets början. Den utplanande kurvan för oljeterminspriser antyder sedan en smärre nedgång i inflationen för denna HIKP-komponent under resten av 2017 och en i stort sett plan utveckling därefter.

HIKP-inflation exklusive energi och livsmedel förväntas gradvis öka under bedömningsperioden i ljuset av ökande inhemskt kostnadstryck. Kontinuerliga förbättringar i arbetsmarknadsläget, vilket kännetecknas av fortsatt sysselsättningsökning, förutses leda till en minskande överkapacitet på arbetsmarknaden. Detta väntas bidra till en påtaglig ökning av så väl löner som enhetsarbetskraftskostnader fram till slutet av 2019. Vinstmarginaler väntas också öka ytterligare i linje med ett minskande produktionsgap, om än i en i stort sett oförändrad eller långsammare takt än på senare tid. De dämpande effekter som tidigare oljeprisfall har haft och effekterna av förväntade framtida oljeprisökningar torde dessutom bidra till ökningen i HICP-inflation exklusive energi och livsmedel via indirekta effekter. Å andra sidan bidrar de avtagande positiva effekterna från den tidigare försvagningen av euron tillsammans med den senare förstärkningen av euron till att dämpa utsikterna för HIKP-inflationen exklusive energi och livsmedel. Generellt förväntas HIKP-inflationen exklusive livsmedel och energi uppgå till i genomsnitt 0,9 procent 2016 för att sedan öka gradvis under bedömningsperioden till 1,7 procent 2019. Det förväntas utgöra den huvudsakliga drivkraften för att stärka HIKP-inflationen från mitten av 2017 och framåt.

Den förväntade vändningen av importpriser är en avgörande faktor för den förutsedda ökningen av inflation på kort sikt. Efter en ovanligt lång period av successivt allt lägre importpriser förväntas den årliga tillväxttakten för importpriser vända till positivt under 2017. En nyckelfaktor för den förmodade vändningen är den väntade ökningen av priserna på råvaror och, i synnerhet, olja. Starkt uppåtriktade baseffekter spelar också en viktig roll i vändningen av importdeflatorns årliga tillväxttakt från 2016 till 2017. Det gradvis ökande globala icke-råvarurelaterade inflationstrycket som stöds av minskad global reservkapacitet torde bidra till extern prispress i euroområdet. Trots en förväntad kommande ökning bedöms det globala pristrycket förbli måttligt, och dämpas av den fortfarande avsevärda globala reservkapaciteten både i utvecklade ekonomier och tillväxtekonomier samt av den därav följande höga graden av konkurrens med lågkostnadsländer.

Löneutvecklingen förutses öka märkbart under bedömningsperioden när överkapaciteten på arbetsmarknaden minskar och andra faktorer med inverkan på löneutvecklingen gradvis avtar. Ökningen i ersättningen per anställd beräknas öka från 1,2 procent under 2016 till 2,4 procent 2019. Avgörande faktorer bakom denna tydliga uppgång är de förutsedda förbättringarna i arbetsmarknadsläget såväl

som den förmodade inflationsökningen, vilket torde inverka på löneutvecklingen givet att avtalsrörelsen innefattar ett avsevärt bakåtblickande inslag i vissa euroländer. Dessutom torde behovet av återhållsam löneutveckling för att återfå priskonkurrensförmåga i vissa länder eller uppdämda lönerestriktioner gradvis avta under bedömningsperioden. Den dämpande effekten från strukturella arbetsmarknadsreformer som införts i vissa euroländer under krisen kan komma att påverka löneutvecklingen mindre i takt med att den cykliska återhämtningen fortskrider och breddas. Sammansättnings effekter borde också avta i takt med att sysselsättningsökningen breder ut sig och blir mindre fokuserad på låg produktivitet och, följaktligen, låglönesektorer än tidigare år.

Lönsamhetsmarginaler förväntas öka under bedömningsperioden, till följd av en fortsatt ekonomisk återhämtning, om än i mycket långsammare takt än under 2015. Lönsamhetsmarginaler ökade under 2015 med anledning av den kraftiga oljeprisminskningen, vilket inte helt tycks ha fått genomslag i konsumentpriserna, samt även genom enhetsarbetskraftskostnadernas svaga utveckling. I takt med att effekterna av oljepriset avtar och enhetsarbetskraftskostnaderna tar fart under 2016 förväntas en försvagning av de förbättrade lönsamhetsmarginalerna. Vinstmarginalernas i stort sett oförändrade och måttliga ökningstakt under resten av bedömningsperioden överensstämmer med den förmodade cykliska återhämtningen och med viss dämpande effekt av ökande enhetsarbetskraftskostnader.

Jämfört med bedömningarna i september 2016 är utsikterna för HIKP-inflationen i stort sett oförändrade. Även om den underliggande inflationsbanan är något svagare än i föregående framtidsbedömning vägs detta väl upp 2017 genom ökad energiprisinflation.

3 Utsikter för de offentliga finanserna

Den finanspolitiska inriktningen väntas vara expansiv 2016 och i stort sett neutral mellan 2017 och 2019. Den finanspolitiska inriktningen mäts som förändringen av det konjunkturjusterade primärsaldot exklusive statligt stöd till finanssektorn. 2016 drivs den expansiva finanspolitiken främst av diskretionära finanspolitiska åtgärder medan icke-diskretionära faktorer spelar en mindre roll och mestadels har att göra med en mindre nedgång i andra intäkter än skatter.

Under bedömningsperioden väntas den offentliga sektorns budgetunderskott och skuldkvoter följa en nedåtgående utveckling. Under 2016 mer än uppvägs försämringen i det konjunkturjusterade primärsaldot av lägre räntebetalningar och förbättringen i konjunkturkomponenten. Från 2017 till 2019 medför fortsatt sjunkande räntebetalningar och förbättringen av konjunkturkomponenten en fortsatt minskning av budgetunderskottet medan den konjunkturjusterade budgetbalansen förblir oförändrad. Den gradvisa minskningen av den offentliga sektorns skuld under bedömningsperioden stöds främst av den gynnsamma tillväxt-ränteskillnaden i ljuset av den beräknade ekonomiska återhämtningen och antagandet om låga räntor. Det

primära överskottet har också en gynnsam effekt på den beräknade skuldtutvecklingen.

Jämfört med framtidsbedömningarna från september förblir de finanspolitiska utsikterna i stort sett oförändrade vad gäller underskottskvoten medan skuldkvoten har reviderats upp för 2017-2018. Att skuldkvoten i förhållande till BNP har reviderats upp för 2017-2018 speglar i huvudsak ett mindre bidrag till skuldreduceringen från tillväxt-ränteskillnaden som härrör från en nedrevidering av euroområdet nominella BNP.

Tabell 1
Makroekonomiska bedömningar för euroområdet¹⁾

(årliga procentuella förändringar)

	december 2016				september 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Real BNP ¹⁾	1,7	1,7	1,6	1,6	1,7	1,6	1,6
	[1,6 - 1,8] ²⁾	[1,1 - 2,3] ²⁾	[0,6 - 2,6] ²⁾	[0,4 - 2,8] ²⁾	[1,5 - 1,9] ²⁾	[0,7 - 2,5] ²⁾	[0,4 - 2,8] ²⁾
Privatkonsumtion	1,7	1,5	1,5	1,4	1,7	1,6	1,5
Offentlig konsumtion	2,0	1,3	1,1	1,1	1,7	0,9	1,0
Fasta bruttoinvesteringar	3,0	3,1	3,1	2,7	3,1	3,3	3,3
Export ³⁾	2,7	3,7	3,9	4,0	2,6	3,7	4,1
Import ³⁾	3,3	4,1	4,3	4,1	3,3	4,4	4,7
Sysselsättning	1,4	1,1	0,8	0,8	1,3	0,8	0,7
Arbetslöshet (i procent av arbetskraften)	10,0	9,5	9,1	8,7	10,1	9,9	9,6
HIKP	0,2	1,3	1,5	1,7	0,2	1,2	1,6
	[0,2 - 0,2] ²⁾	[0,8 - 1,8] ²⁾	[0,7 - 2,3] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾	[0,1 - 0,3] ²⁾	[0,6 - 1,8] ²⁾	[0,8 - 2,4] ²⁾
HIKP exklusive energi	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,2	1,5
HIKP exklusive energi och livsmedel	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,3	1,5
HIKP exklusive energi, livsmedel och förändringar i indirekta skatter ⁴⁾	0,8	1,1	1,4	1,7	0,9	1,2	1,5
Enhetsarbetskraftskostnader	0,8	1,0	1,3	1,5	0,8	1,0	1,3
Ersättning per anställd	1,2	1,7	2,1	2,4	1,2	1,8	2,2
Arbetsproduktivitet	0,3	0,6	0,8	0,9	0,4	0,7	0,9
Budgetsaldo, offentlig sektor (procent av BNP)	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2	-1,9	-1,7	-1,5
Strukturellt budgetsaldo (i procent av BNP) ⁵⁾	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4	-1,9	-1,8	-1,6
Den offentliga sektorns bruttoskuld (i procent av BNP)	89,4	88,5	87,3	85,7	89,5	88,4	87,0
Bytesbalans (i procent av BNP)	3,2	3,1	3,0	3,1	3,5	3,4	3,3

1) Kalenderjusterade data.

2) Intervallen beräknas utifrån skillnaden mellan faktiska utfall och bedömningar från tidigare år. Bredden på intervallen är två gånger genomsnittet av det absoluta värdet på dessa skillnader. Metoden som används för att beräkna intervallen, med korrektion för exceptionella händelser, beskrivs i *New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, ECB, december 2009, publicerad på ECB:s webbplats.

3) Handel inom euroområdet ingår.

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

5) Beräknat som den offentliga sektorns budgetsaldo, rensat för kortvariga effekter i konjunkturcykeln och tillfälliga statliga åtgärder (för ECBS metoder, se *Working Paper Series*, nr 77, ECB, september 2001 och *Working Paper Series*, nr 579, ECB, januari 2007). Prognosen för det strukturella saldoto 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".

Ruta 3

Känslighet och scenarioanalyser

Framtidsbedömningar bygger i hög grad på tekniska antaganden om hur vissa nyckelvariabler utvecklas. Med tanke på att vissa av dessa variabler kan få stor effekt på bedömningarna för euroområdet kan de sistnämndas känslighet avseende alternativa utvecklingsbanor för de underliggande antagandena bidra till analysen av riskerna runt dessa bedömningar. I den här rutan diskuteras osäkerheten som omger vissa viktiga underliggande antaganden och känsligheten i bedömningarna vad gäller dessa variabler. Dessutom avhandlar denna ruta konsekvenserna av den nya amerikanska administrationens policy för USA:s utsikter globalt och för euroområdet.

1) En alternativ oljeprisutveckling

Alternativa oljeprismodeller pekar på en risk för att oljepriserna ökar snabbare under bedömningsperioden än vad terminspriserna antyder. Enligt de tekniska antagandena för oljeprisutvecklingen som bedömningens grundscenario bygger på och som baseras på terminsmarknader, förväntas oljeprisernas utvecklingsbana stiga, varvid priset på Brentråolja ökar till 55 US-dollar per fat i slutet av 2019. Denna utvecklingsbana överensstämmer med en måttlig återhämtning i den globala efterfrågan på olja, ett scenario som hänger samman med att den globala ekonomiska återhämtningen tar fart och med en liten minskning i oljeutbudet. En kombination av alternativa modeller som Eurosystemets experter⁵ använt för att förutse oljepriserna under bedömningsperioden ger en brantare oljeprisbana under perioden än de tekniska antagandena. En sådan alternativ utveckling, där oljepriserna 2019 vore 19 procent högre än i grundbedömningen, skulle medföra en marginell dämpning av ökningen i real BNP och samtidigt innebära en snabbare ökning av HIKP-inflationen (en uppgång på 0,1 procentenhet 2017, 0,2 procentenheter 2018 och 0,3 procentenheter 2019).

Efter att dessa framtidsbedömningar slutförts enades OPEC den 30 november 2016 om att minska oljeutbudet, vilket har lett till en brant ökning av oljeterminspriserna på kort sikt följt av en något stigande utvecklingsbana för oljeterminspriserna längre fram i bedömningsperioden. Om denna utvecklingsbana blir verklighet skulle det leda till högre HIKP-inflation under 2017 men ha en mindre inverkan på inflationsutvecklingen under 2018 och 2019 jämfört med den bana som presenteras i grundscenariot.

2) En alternativ växelkursutveckling

I känslighetsanalysen undersöks, som illustration, effekterna av en lägre utvecklingsbana för eurons växelkurs än i grundscenariot. Deprecieringsriskerna för eurons växelkurs härrör främst från en skillnad mellan de penningpolitiska inriktningarna på vardera sidan av Atlanten. Särskilt skulle en lägre ökningstakt av den amerikanska styrräntan än väntat kunna innebära fortsatt ökat nedåtryck på euron. Detta kan i synnerhet spegla ökade inflationsförväntningar i USA med anledning av expansiv penningpolitik och en stram arbetsmarknad. Den alternativa utvecklingsbanan för eurons växelkurs har beräknats från den 25:e percentilen i fördelningen som ges genom den optionsbaserade riskneutrala täthetsfunktionen för växelkursen USD/EUR den 17 november 2016. Denna utveckling implicerar en gradvis depreciering av euron mot US-dollar till

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

en växelkurs på 0,95 USD/EUR under 2019, vilket är 9,7 procent lägre än antagandet i grundscenariot för det året. Det motsvarande antagandet för eurons nominella effektiva växelkurs återspeglar historiska mönster varvid växelkursen USD/EUR återspeglar ändringar i den effektiva växelkursen med en elasticitet på cirka 50 procent. Detta antagande leder till en gradvis nedåtriktad avvikelser i eurons effektiva växelkurs från grundscenariot till en nivå som är 5,2 procent lägre än grundscenariot 2019. I detta scenario pekar det genomsnittliga resultatet från ett flertal av Eurosystemets experters makroekonomiska modeller på en högre real BNP-tillväxt (upp 0,2-0,3 procentenheter per år) och högre HIKP-inflation (upp med 0,2 procent 2017 och 0,4-0,5 procentenheter 2018 och 2019).

3) Scenarier under den nya amerikanska administrationen – konsekvenser för USA, utsikter för världen och euroområdet

De potentiella politiska förändringarna under den nya amerikanska administrationen som ledes av Donald Trump är ännu inte fastslagna. Även om detaljer rörande den nya administrationens kommande politik ännu är okända och därmed inte ingår i basscenariot beskrev Trump under sin kampanj följande politiska nyckelplaner: i) ett stort finanspolitiskt stimulanspaket som möjligen innefattar en kombination av skattelättnader för både privatpersoner och stora företag, såväl som ökade investeringar i infrastruktur och försvar, ii) en striktare invandringspolitik samt iii) ökad handelsprotektionism. Med den stora osäkerhet som råder kring den framtida politiken i åtanke diskuteras effekterna av dessa tre breda politikområden nedan.

Konsekvenserna av ett sådant politiskt paket medför troligen ökad inflation i USA medan dess inverkan på aktiviteten beror på de faktiska åtgärder som vidtas. Finanspolitiska åtgärder kommer att ge en skjuts till real BNP-tillväxt och inflation men denna ökning kan mildras av högre ränta och en appreciering av US-dollar. En striktare invandringspolitik kan leda till en tämligen blygsam minskning i aktivitet ifall nedgången i arbetskraft till stor del uppvägs av ett högre deltagande och ökad sysselsättning i andra delar av den inhemska befolkningen. Protektionistisk handelspolitik genom ökade tullavgifter kan komma att vedergällas och skulle kunna leda till en nedgång i real BNP i USA under bedömningsperioden på grund av lägre export.

De globala effekterna beror på den relativa styrkan i de olika kanalerna. Ifall tillväxtekonomier utsätts för många protektionistiska åtgärder är det troligt att det har en negativ inverkan på deras BNP-tillväxt medan andra regioner inledningsvis kan dra fördel av den amerikanska finanspolitiska stimulansen och substitutionseffekter för handeln.

Vad gäller inverkan på euroområdet är flera kanaler inblandade. För det första skulle finanspolitisk expansion i USA ge en skjuts åt den inhemska efterfrågan, försvaga euron mot US-dollar och leda till en högre efterfrågan på varor och tjänster från euroområdet. För det andra, givet att den inhemska aktiviteten och importen i USA och tillväxtekonomierna kan komma att minska till följd av högre importtullar och andra handelspolitiska åtgärder, kan den direkta effekten av USA:a handelspolitik bli negativ för euroområdet vad gäller efterfrågan. Skulle euroområdet emellertid inte bli föremål för högre importtullar skulle det vara fördelaktigt för priskonkurrenskraften i jämförelse med de länder som drabbas av högre importtullar. Detta skulle kunna utgöra en, för euroområdet fördelaktig, global substitutionseffekt. På det hela taget är effekterna för euroområdet högst oklara vid denna tidpunkt och beror på de specifika politiska åtgärder som den nya administrationen i USA beslutar om.

Ruta 4

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 slutfördes vid olika tidpunkter. Dessutom används olika (delvis ospecificerade) metoder för att beräkna antaganden om skattepolitiska, finansiella och externa variabler, inklusive oljepriser och priser på andra råvaror. Slutligen finns det skillnader mellan metoderna för beräkning av kalenderjusteringar i de olika prognoserna (se tabellen).

Såsom anges i tabellen ligger aktuella prognoser för real BNP-tillväxt och HIKP-inflation från andra institut i regel väl inom intervallerna kring Eurosystemets experters framtidsbedömningar (anges inom parentes i tabellen).

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

(årliga procentuella förändringar)

	Datum för offentliggörande	BNP-tillväxt			HIKP-inflation		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Eurosystemets experters framtidsbedömningar	december 2016	1,7	1,7	1,6	0,2	1,3	1,5
		[1,6-1,8]	[1,1-2,3]	[0,6-2,6]	[0,2-0,2]	[0,8-1,8]	[0,7-2,3]
Europeiska kommissionen	november 2016	1,7	1,5	1,7	0,3	1,4	1,4
OECD	november 2016	1,7	1,6	1,7	0,2	1,2	1,4
Euro Zone Barometer	november 2016	1,6	1,3	1,4	0,3	1,3	1,6
Consensus Economics Forecasts	november 2016	1,6	1,3	1,4	0,2	1,3	1,5
Survey of Professional Forecasters	oktober 2016	1,6	1,4	1,5	0,2	1,2	1,4
IMF	oktober 2016	1,7	1,5	1,6	0,3	1,1	1,3

Källor: Europeiska kommissionens europeiska ekonomiska höstprognos 2016, IMF World Economic Outlook oktober 2016, OECD Economic Outlook, november 2016, Consensus Economics Forecasts, november 2016, MJEconomics for the Euro Zone Barometer, november 2016 och ECB's Survey of Professional Forecasters, oktober 2016.

Anmärkning: Både Eurosystemets och ECB:s experters makroekonomiska framtidsbedömningar och prognoserna från OECD avser tillväxtsiffror på årsbasis som är kalenderjusterade medan Europeiska kommissionen och IMF rapporterar tillväxtsiffror på årsbasis som inte är kalenderjusterade. För andra prognoser anges inte om uppgifterna är kalenderjusterade eller ej.

© Europeiska centralbanken, 2016

Postadress: 60640 Frankfurt am Main, Tyskland
Telefon: +49 69 1344 0
Webbplats: www.ecb.europa.eu

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