



Mars 2017

Makroekonomiska framtidspredikningar för euroområdet av ECB:s experter¹

Den ekonomiska återhämtningen i euroområdet väntas stärkas ytterligare och i något snabbare takt än vad som tidigare antagits. Den förväntade globala återhämtningen och motståndskraftig inhemsk efterfrågan, med stöd av den mycket ackommoderande penningpolitiken, de framsteg i skuldneddragning som gjorts i olika sektorer samt en fortsatt förbättring av arbetsmarknadsläget, beräknas stödja återhämtningen under bedömningsperioden.

Den senaste tidens oljeprisuppgång väntas leda till en genomsnittlig HIKP-inflation på 1,7 procent i år. Dock verkar det som om det underliggande inflationstrycket ökar endast gradvis under bedömningsperioden.

1 Realekonomin

Kortfristiga indikatorer tyder på fortsatt stabil tillväxt under den närmaste tiden. Real BNP steg med 0,4 procent under det fjärde kvartalet 2016.

Återhämtningen håller på att bli mer brett baserad, både i olika sektorer och länder i euroområdet. Villkoren på arbetsmarknaden har fortsatt att förbättras under de senaste månaderna och arbetslösheten har minskat mer än förväntat. Indikatorer på ekonomisk-politisk osäkerhet har ökat medan indikatorer på finansiell och ekonomisk osäkerhet fortsätter att vara låga. Vidare fortsätter förtroendet att förbättras, vilket tyder på motståndskraftig tillväxt under första halvåret 2017.

Under bedömningsperioden väntas BNP växa med 1,8 procent 2017, 1,7 procent 2018 och med 1,6 procent 2019. Inhemsk efterfrågan har varit stöttepelaren för återhämtningen sedan mitten av 2013, inbegripet stabil inhemsk konsumtion och ett positivt bidrag från investeringar. Ett antal gynnsamma faktorer väntas fortsätta att ge stöd åt inhemsk efterfrågan under bedömningsperioden med stöd av ECB:s mycket ackommoderande penningpolitik. Export från euroområdet

¹ Dessa makroekonomiska framtidspredikningar av ECB:s experter utgör underlag för ECB-rådets bedömning av den ekonomiska utvecklingen och riskerna för prisstabiliteten. De framtidspredikningar som görs av ECB:s experter eller Eurosystemets experter är inte godkända av ECB-rådet och återspeglar inte heller nödvändigtvis ECB-rådets åsikter om utsikterna för euroområdet. 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, för t.ex. oljepriser och växelkurser, var den 14 februari 2017 (se ruta 2). Stoppdatum för andra uppgifter till denna rapport var den 20 februari 2017, med undantag för kvartalsvisa nationalräkenskaper för Tyskland som offentliggjordes den 23 februari. Dessa har tagits med. De aktuella makroekonomiska framtidspredikningarna omfattar perioden 2016-2019. Bedömningar för en så lång period omgärdas dock av stor osäkerhet, vilket inte får glömmas bort när man tolkar dem. Se artikeln "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections" i ECB:s månadsrapport från maj 2013.

väntas stärkas under bedömningsperioden och få stöd av den förväntade globala återhämtningen i världshandeln och den tidigare försvagningen av eurons växelkurs.

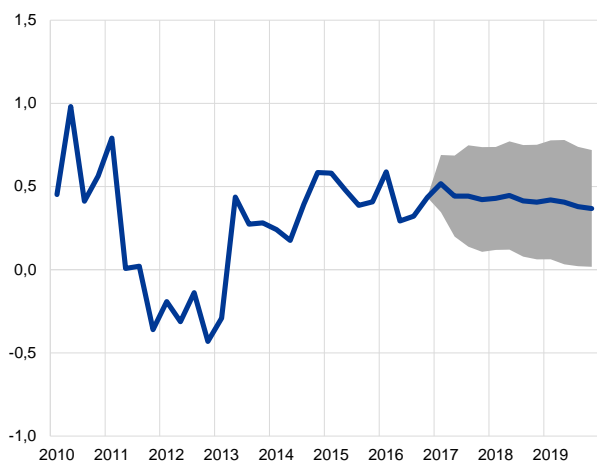
Diagram 1

Makroekonomiska bedömningar¹⁾

(kvartalsuppgifter)

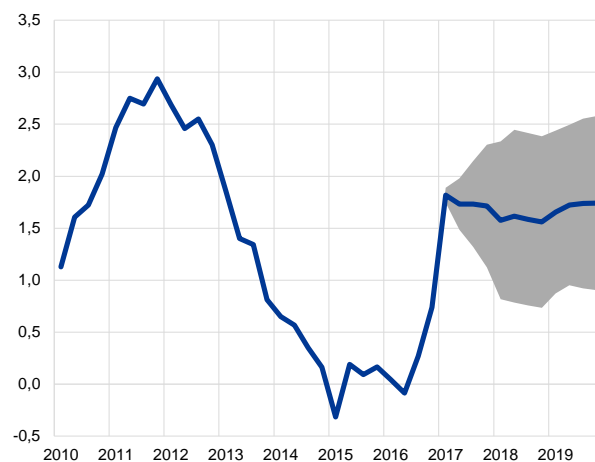
Real BNP i euroområdet²⁾

(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.

Ruta 1

Hur relevant är ekonomisk-politisk osäkerhet för den ekonomiska utvecklingen i euroområdet

Måttet på ekonomisk-politisk osäkerhet (EPU) har ökat kraftigt under de senaste

månaderna.² Denna ökning beror troligen på resultatet av folkomröstningen i Storbritannien att lämna EU och resultatet av det amerikanska valet. Denna indikator kan i dagsläget även återspegla osäkerhet kring kommande val i ett flertal länder i euroområdet. I denna ruta diskuteras EPU-indikatorn, sett ur ett bredare sammanhang av osäkerhetsmått. Slutsatsen är att betydelsen för de ekonomiska utsikterna i dagsläget sannolikt torde vara relativt begränsad.

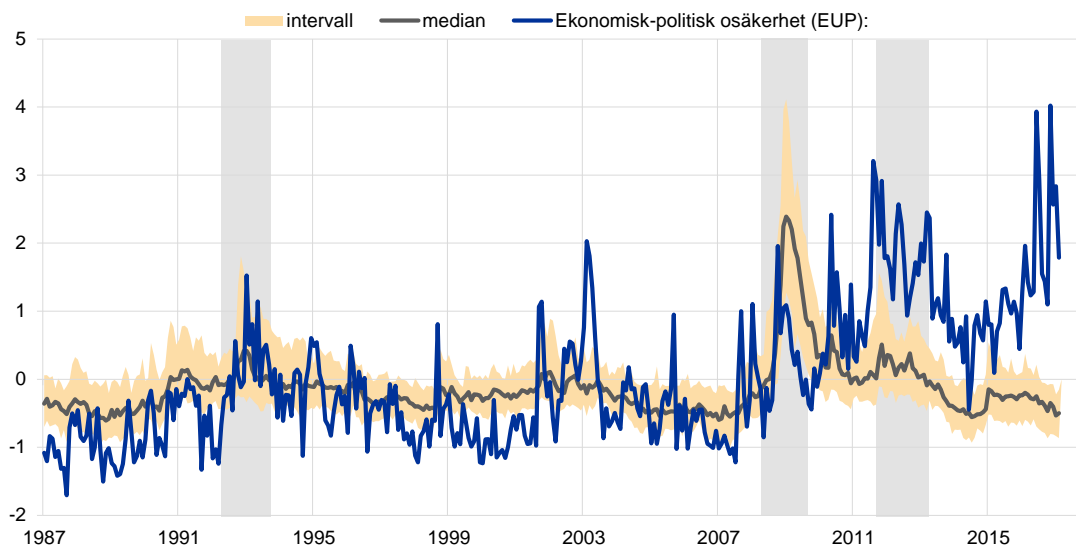
I princip kan förhöjd ekonomisk-politisk osäkerhet ha en negativ inverkan på aktiviteten i och med att den kan få företag att senarelägga eller upphäva investeringsbeslut fram till dess att osäkerheten minskat. På samma kan osäkerhet ha en negativ inverkan på hushållens beslut om större inköp. Dessutom kan högre osäkerhet leda till att hushållen ökar sitt säkerhetssparande. Och slutligen kan osäkerhet få en negativ inverkan på aktiviteten genom högre

² EPU-indikatorn räknar förekomsten i ledande dagstidningar av orden "osäker" eller "osäkerhet" och "ekonomisk" eller "ekonomi" samt ett antal policyrelaterade ord, t.ex. "underskott" eller "reglering". För mer information se Baker, S., Bloom, N. och Davis, S., "Measuring economic policy uncertainty", *NBER Working Paper Series*, Nr 21633, oktober 2015.

kostnader för finansiering i form av högre riskpremier samt minska bankernas incitament att bevilja lån till hushåll och företag.³

Valda mått på osäkerhet i euroområdet

(standardavvikelse från medelvärde)



Källor: Baker/Bloom/Davis, Consensus Economics, Eurostat; Europeiska kommissionen, ECB och ECB:s beräkningar.
OBS: grå områden visar recession i euroområdet, identifierade av CEPR. Intervall visar den 25:e till den 75:e percentilen för runt 130 osäkerhetsindikatorer (och omfattar finansiell, prognosticerande, ekonomisk och politisk osäkerhet) beräknade för euroområdet.

Den senaste tidens ökning av den ekonomisk-politiska osäkerheten till trots förefaller den ekonomiska utvecklingen i euroområdet ha blivit mer robust. Den ekonomiska återhämtningen i euroområdet är nu bredare baserad än tidigare återhämtningar⁴ och den beror huvudsakligen på inhemsk efterfrågan, vilket gör den mindre känslig för utländska chocker. Dessutom är samtliga institutionella sektorer nu bättre rustade än de var före krisen i och med att hävstångseffekter har reducerats till mindre sårbara nivåer. Förtroende hos hushåll och företag ligger kvar på mycket höga nivåer och finansmarknaderna ser inte ut att ha vägt in högre "tail risk", det vill säga risker som har mycket låg sannolikhet att realiseras, men som skulle ge upphov till allvarliga förluster om så skulle ske.

I nuläget finns ett stort gap mellan förhöjd ekonomisk-politisk osäkerhet och tämligen dämpade nivåer av andra ekonomiska och finansiella osäkerhetsindikatorer. Diagrammet visar medianvärdet av runt 130 osäkerhetsmått för euroområdet, den 25:e till den 75:e percentilen för dessa mått samt EPU-måttet.⁵ Medianvärdet av alla mått har den fördelen framför enskilda mått på osäkerhet att det bättre täcker olika dimensioner av osäkerhet medan intervallet mellan den 25:e och den 75:e percentilen står för osäkerheten kring dessa mått och utesluter extremvärden. Medianvärdet och den 25:e till den 75:e percentilen av osäkerhetsmått för euroområdet visar på låg

³ För en diskussion om olika transmissionskanaler för osäkerhet, se Bloom, N., "Fluctuations in uncertainty", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 28, nr 2, 2014, s. 153-176.

⁴ Se ruta 1 "Economic growth in the euro area is broadening", *Economic Bulletin*, Utgåva 1, ECB, 2017.

⁵ För en översikt, se artikeln "The impact of uncertainty on activity in the euro area", *Economic Bulletin*, utgåva 8, ECB, 2016. Se även Haddow, A., Hare, C., Hooley, J. och Shakir, T., "Macroeconomic uncertainty: what is it, how can we measure it and why does it matter?", *Kvartalsrapport*, andra kvartalet, Bank of England, 2013.

osäkerhet. Däremot visar sig EPU-måttet för närvarande vara ett extremvärde, t.o.m. mer än det varit under de senaste sex åren.

EPU-indikatorn behöver inte nödvändigtvis visa sig vara en tillförlitlig signal på ökad osäkerhet i nuläget. För det första gör EPU-indikatorn ingen åtskillnad mellan osäkerhet om inhemsk politik och osäkerhet om extern politik. I den mån företag och konsumenterna gör åtskillnad mellan inhemska och utländska källor till osäkerhet och mest fokuserar på inhemska källor, kan detta följaktligen förklara EPU-indikatorns relativt lösa koppling till andra mått på osäkerhet och dess begränsade empiriska relevans för att förutspå trender i euroområdet ekonomi. För det andra är EPU-indikatorn baserad på endast två dagstidningar per land och detta smala urval är möjligen inte representativt för allmänhetens uppfattningar. För det tredje är EPU-indikatorn en mycket mer volatil indikator på osäkerhet än andra mått och visar ofta toppar när andra indikatorer förblir återhållsamma eller när den ekonomiska aktiviteten inte förefaller påverkas. Allt detta tyder på att denna indikator bör användas med stor försiktighet vid ekonomiska framtidsbedömningar.⁶

Privat konsumtion väntas vara stabil över bedömningsperioden.

Konsumenternas förtroende har legat kvar på höga nivåer under de senaste månaderna mot bakgrund av förbättrade allmänna ekonomiska förväntningar och gynnsammare enskilda finansiella förväntningar. Även med beaktande av det förbättrade läget på arbetsmarknaden väntas privat konsumtion fortsätta att öka under den närmaste tiden.

Tillväxtutsikterna för nominell disponibel inkomst är fortsatt robusta. Bidraget från bruttolöner till nominell disponibel inkomstillväxt väntas öka under bedömningsperioden.

Förbättrade villkor för bankutlåning, förstärkta genom ECB:s penningpolitiska åtgärder, torde ge stöd åt privat konsumtionstillväxt. Även om låga räntor har påverkat både hushållens ränteintäkter och räntebetalningar tenderar de att omfördela resurser från nettosparare till nettolåntagare. I och med att de sistnämnda vanligtvis har en högre marginell benägenhet att konsumera torde denna omfördelning ytterligare stödja aggregerad privatkonsumtion. Dessutom lär konsumtionen få stöd av de framsteg som gjorts i skuldneddragning och de beräknade ökningarna i hushållens nettoförmögenheter.

Högre oljepriser har dock negativ inverkan på reala disponibla inkomster även om konsumtionsutjämnning delvis väntas uppväga effekten på konsumtion.

Sparkvoten ökade mellan mitten av 2015 och mitten av 2016 på grund av att hushållen sparat en del av de tidigare överskotten från oljeprisminskningar. Denna tillfälliga effekt beräknas ha börjat att avvecklas fr.o.m. andra halvåret 2016 och avvecklingen beräknas fortsätta under loppet av 2017 och förstärkas av den senaste tidens oljeprisuppgångar. Sparkvoten bedöms därefter plana ut under återstoden av bedömningsperioden i och med att nedåttryck från sjunkande arbetslöshet,

⁶ Se även Forbes, K., "Uncertainty about uncertainty", tal vid J.P. Morgan Cazenove "Best of British" konferens, London, 23 november 2016. Denna studie kommer fram till liknande slutsatser för Storbritannien.

förbättrade kreditvillkor och låga räntor uppvägs av uppåttryck från kvarvarande behov av skuldneddragning och procyklisk konsumtionsutjämning.

Ruta 2

Tekniska antaganden om räntor, växelkurser och råvarupriser

Jämfört med framtidsbedömningarna från december 2016 omfattar förändringarna i de tekniska antagandena något högre räntor, högre oljepriser i USD samt en liten depreciering av eurons effektiva växelkurs. De tekniska antagandena om räntor och råvarupriser baseras på marknadsförväntningar med stoppdatum den 14 februari 2017. De korta räntorna avser tremånaders Euribor, med marknadsförväntningar härledda från terminsräntor. Beräkningsmetoden ger en genomsnittsnivå för dessa korta räntor på -0,3 procent 2017, -0,2 procent 2018 och 0,0 procent 2019. Marknadens förväntningar på de nominella tioåriga statsobligationsräntorna i euroområdet tyder på en genomsnittlig nivå på 1,3 procent 2017, 1,6 procent 2018 och 1,9 procent 2019.⁷ Jämfört med framtidsbedömningarna från december 2016 är marknadsförväntningarna för de korta räntorna oförändrade medan de har reviderats upp med 10-20 punkter för de långa räntorna. 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 vara i stort sett oförändrade 2017 och öka något 2018 och 2019.

När det gäller råvarupriser antas, baserat på terminsmarknaderna under den tvåveckorsperiod som slutade på stoppdatumet den 14 februari, att genomsnittet för priserna på Brentråolja kommer att öka från 44,0 USD per fat 2016, till 56,4 USD 2017, och till 56,5 USD 2018 för att sedan sjunka till 55,9 USD 2019. Jämfört med framtidsbedömningarna från december 2016 tyder denna utveckling på att oljepriserna i USD kommer att vara 14,3 procent högre 2017, 7,3 procent högre 2018 och 2,5 procent högre 2019. Mätt i USD väntas priserna på andra råvaror än energi öka kraftigt 2017 och därefter mera måttligt.⁸

Under bedömningsperioden väntas de bilaterala växelkurserna vara oförändrade på de genomsnittliga nivåer som rådde under tvåveckorsperioden fram till stoppdatumet den 14 november. Detta implicerar en genomsnittlig växelkurs på 1,07 USD per euro under perioden 2017 till 2019, jämfört med 1,09 USD i framtidsbedömningarna från december 2016. Eurons effektiva växelkurs (mot 38 handelsparter) är 1,3 procent lägre under perioden 2017 till 2019 än vad som antagits i framtidsbedömningarna från december 2016.

⁷ Antagandet om nominella tioåriga statsobligationsräntor 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 ("par yield"), 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.

⁸ 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 första kvartalet 2018 och därefter utvecklas i linje med den globala ekonomiska aktiviteten.

Tekniska antaganden

	Mars 2017				December 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Tremånaders EURIBOR (i procent per år)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Ränta på tioåriga statsobligationer (i procent per år)	0,8	1,3	1,6	1,9	0,8	1,2	1,5	1,7
Oljepris (i USD/fat)	44,0	56,4	56,5	55,9	43,1	49,3	52,6	54,6
Priser på icke energirelaterade råvaror, i USD (årlig procentuell förändring)	-3,9	13,2	3,5	4,6	-4,0	6,6	3,8	4,5
USD/EUR växelkurs	1,11	1,07	1,07	1,07	1,11	1,09	1,09	1,09
Eurons nominella effektiva växelkurs (EER38) (årlig procentuell förändring)	3,7	-1,0	0,0	0,0	3,8	0,1	0,0	0,0

Återhämtningen i bostadsinvesteringar i euroområdet väntas fortsätta

Bostadsinvesteringar återhämtade sig markant 2016 med stöd av stark tillväxt i disponibel inkomst och gynnsamma finansieringsförhållanden. Framöver väntas den beräknade ökningen i tillväxttakten i nominell disponibel inkomst, mycket låga räntor på bostadslån samt begränsade övriga investeringsmöjligheter ge stöd åt en varaktig återhämtning i bostadsinvesteringar. Fler bevis på de gynnsamma utsikterna för bostadsinvesteringar är ett ökat antal bygglov och en ökad efterfrågan på bolån inom ramen för förbättrade banklånevillkor. Dessutom förefaller anpassningsprocesserna på bostadsmarknaderna ha nått sin ände i vissa euroländer och bostadspriserna har börjat öka i flera länder. Dock väntas hög arbetslöshet och fortsatta behov av att minska skuldsättningen i vissa länder fortsätta att hålla tillbaka bostadsinvesteringar. Redan höga nivåer av bostadsinvesteringar i förhållande till disponibel inkomst och en ogynnsam demografisk utveckling beräknas dämpa ökningen av bostadsinvesteringar i andra länder.

Företagsinvesteringar väntas återhämta sig. Ett antal faktorer väntas främja utvecklingen av företagsinvesteringar. Här kan nämnas att: företagsförtroendet har fortsatt att förbättras mot bakgrund av gynnsamma produktionsförväntningar, orderböckerna stiger och en vändning i säljpriserförväntningar kan ses, kapacitetsutnyttjandet överstiger sina genomsnittliga nivåer från före krisen, villkoren för finansiering och utlåning fortsätter att ge kraftigt stöd, inhemsk efterfrågan väntas vara fortsatt robust och utländsk efterfrågan väntas öka, det finns behov av att modernisera kapitalstocken efter flera år av dämpade 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 dessutom fått den genomsnittliga skuldsättningsgraden i den icke-finansiella företagssektorn att nå historiskt låga nivåer. Återhämtningen i företagsinvesteringar kommer emellertid fortfarande att hållas tillbaka av stelheter i produktmarknader, en förmodan om att den potentiella produktionen blir svagare än tidigare samt av fortsatta behov av att minska skuldsättningen i vissa euroländer. Dessutom tynger låg lönsamhet i banker och en omfattande stock av nödlidande lån fortfarande förmedlingskapaciteten för en del banker i vissa banksektorer.

Ruta 3

Omvärlden

Tillväxten för den globala aktiviteten väntas fortsätta att förbättras. Färsk statistikuppgifter bekräftar förbättringen i den globala aktiviteten under det andra halvåret 2016 och pekar på en fortsatt tillväxt under den närmaste tiden. Utsikterna förblir dock blandade både för utvecklade ekonomier och tillväxtekonomier. Bland de utvecklade ekonomierna väntas gynnsamma finansiella förhållanden, förbättringar på arbetsmarknaderna och finansiell stimulans ge stöd åt aktiviteten i Förenta staterna medan högre osäkerhet väntas tynga den medelfristiga ekonomiska utvecklingen i Storbritannien och expansionstakten i Japan väntas förbli dämpad. I de framväxande marknadsekonomierna utgör stabila tillväxtutsikter i vissa av de större ekonomierna, tillsammans med den gradvisa lättningen i de djupa recessioner som rått i några stora råvaruexporterande ekonomier det främsta stödet för den globala tillväxten medan den gradvisa avmattningen i den kinesiska ekonomin fortsätter att vara en tillväxtbroms. Oljeprisökningarna väntas få en begränsad sammanlagd effekt på den globala aktiviteten. Även om den ger ett visst stöd till aktiviteten för oljeproducenter står dessa ekonomier inför en period där stora justeringar måste göras (inbegripet konsolidering av de offentliga finanserna) beroende på att oljepriserna fallit kraftigt sedan 2014. Samtidigt väntas konsumenterna i råvaruimporterande länder absorbera en del av denna chock genom lägre sparkvoter. Den globala aktiviteten (exkl. euroområdet) beräknas öka från 3,1 procent 2016 till 3,5 procent 2017 och till 3,8 procent 2018 och 2019, något uppreviderat jämfört med den tidigare bedömningsperioden.

Omvärlden

(årliga procentuella förändringar)

	mars 2017				december 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Global real BNP-tillväxt (exkl. euroområdet)	3,1	3,5	3,8	3,8	3,0	3,5	3,7	3,8
Världshandeln (exkl. euroområdet) ¹⁾	1,2	3,4	3,7	3,8	0,9	2,8	3,7	3,8
Utländsk efterfrågan på export från euroområdet ²⁾	1,6	2,8	3,4	3,5	1,5	2,4	3,4	3,6

1) Beräknat som ett viktat genomsnitt av importen.

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

Den globala handeln förbättrades under andra halvåret 2016 och väntas bibehålla sin tillväxttakt under bedömningsperioden. På medellång sikt väntas världshandeln expandera i linje med återhämtningen i den globala aktiviteten. Jämfört med framtidsbedömningarna från december 2016 har utländsk efterfrågan på varor från euroområdet reviderats upp med 0,4 procentenheter för 2017 och är därefter i stort sett oförändrad.

Exporten till länder utanför euroområdet väntas få stöd av återhämtningen i den globala efterfrågan och av eurons något svagare växelkurs. Utländsk efterfrågan väntas bibehålla nuvarande takt under bedömningsperioden då efterfrågan på importvaror ökar i både utvecklade ekonomier och tillväxtekonomier (inklusive Ryssland och Brasilien). Däremot förväntas den svaga importökningen i Storbritannien dämpa kraften i utländsk efterfrågan i euroområdet. Allmänt kommer den förväntade tillväxttakten i utländsk efterfrågan att förbli väl under nivån från före krisen. Exporten till länder utanför euroområdet beräknas fortsätta att öka snabbare än utländsk efterfrågan mot bakgrund av eurons svagare växelkurs. Importen från

länder utanför euroområdet väntas växa snabbare än exporten i linje med den historiska elasticiteten i förhållande till total efterfrågan. Överskottet i bytesbalansen väntas förbli i stort sett stabilt på mellan 3,1 procent och 3,3 procent av BNP under bedömningsperioden.

Det negativa produktionsgapet förväntas krympa stadigt under bedömningsperioden, vilket återspeglar en endast måttlig potentiell tillväxt.

Den potentiella produktionstillväxten beräknas bli strax över 1 procent under bedömningsperioden och därefter ligga klart över den beräknade faktiska reala BNP-tillväxten på 1,7 procent. Den dämpade kraften i potentiell produktion återspeglar först och främst ett ganska blygsamt kapitalbidrag efter en utdragen period av historiskt låga investeringar. Bidraget från arbete väntas öka, vilket återspeglar att antalet personer i arbetsför ålder ökar genom tillströmning av flyktingar och det ökande arbetskraftsdeltagandet beroende på tidigare strukturreformer. Bidraget från arbete kommer inte desto mindre att ligga något under genomsnittet från före krisen på grund av befolkningens åldrande. Bidraget från total faktorproduktivitet väntas dock bara ligga något under sin nivå från före krisen.

Läget på euroområdets arbetsmarknad torde fortsätta att förbättras under bedömningsperioden. Sysselsättningen beräknas fortsätta att öka under bedömningsperioden, även om den tappar lite fart. På kort sikt återspeglar detta främst en avmattning av vissa tillfälliga stödjande faktorer vilket påverkar sysselsättningstillväxten. Över resten av bedömningsperioden väntas bristen på kvalificerad arbetskraft bli en allt större begränsning i vissa länder, vilket dämpar sysselsättningstillväxten och leder till en ökning i antalet arbetade timmar per sysselsatt. Denna utveckling av sysselsättningen innebär en starkare arbetsproduktivitet utveckling från 0,4 procent 2016 till 0,9 procent 2019, vilket återspeglar ett mer traditionellt procykliskt mönster med ökande användning av både kapital och arbetskraft. Arbetslösheten väntas minska, om än långsammare än den senaste tiden, då takten för sysselsättningsökningen avtar mer än arbetskraftsökningen.

Jämfört med framtidsbedömningarna från december 2016 har utsikterna för real BNP-tillväxt reviderats upp något för 2017 och 2018. Under den närmaste framtiden torde de högre oljeprisernas negativa effekter på den ekonomiska aktiviteten mer än uppvägas av en något starkare utländsk efterfrågan, eurons svagare växelkurs och ett bättre ekonomiskt stämningsläge.

2 Priser och kostnader

Efter den senaste tidens kraftiga oljeprisökningar har utsikterna för HIKP-inflationen för den närmast tiden reviderats kraftigt uppåt och inflationen väntas nu i genomsnitt ligga på 1,7 procent mellan 2017 och 2019. Det föreligger dock olika mönster i energiinflation och icke-energiinflation. Mellan 2016 och 2017 väntas energipriserna stärka HIKP-inflationen med 1,2 procentenheter. Uppåtriktade baseffekter står, tillsammans med kraftiga prisökningar på olja, för en kraftig vändning från starkt negativ till rejält positiv energiprisinflation.

Oljeterminsprisernas i stort sett utplanade kurva under bedömningsperioden tyder dock på att energipris-komponenten kommer att ge ett mindre positivt bidrag till den totala inflationen 2018 och 2019.

I motsats till energiinflation är uppgången i HIKP-inflationen, exklusive livsmedel och energi, mycket mer gradvis under bedömningsperioden. HIKP-inflationen, exklusive livsmedel och energi, väntas i genomsnitt ligga på mellan 1,1 procent 2017 och till 1,5 procent 2018 och 1,8 procent 2019. En huvudsaklig faktor bakom denna gradvisa uppgång är beräknade ökningarna i enhetsarbetskostnader till följd av att återhämtningsprocessen framskrider och konsolideras. Minskande överkapacitet på arbetsmarknaden och gradvis avtagande krisrelaterade faktorer som hållit tillbaka löneutvecklingen under de senaste åren väntas leda till att tillväxttakten för ersättningen per anställd vänder uppåt. Och följaktligen torde enhetsarbetskostnaderna öka p.g.a. att återhämtningsprocessen i produktivitet beräknas bli måttlig. Dessutom väntas uppgången i oljepriser även indirekt bygga på detta uppåtriktade kostnadstryck genom högre produktionskostnader och återverkningar på nominell lön. Vinstmarginalerna väntas öka stadigt. De har varit något dämpade av stigande arbetskraftskostnader och den senaste tidens förluster i handelsindex.

Stigande priser på olja och icke-energi-relaterade råvaror är huvudfaktorerna bakom vändningen i externt pristryck. Efter fyra år av sjunkande importpriser, särskilt till följd av tidigare kraftiga prisfall på råvaror, väntas den årliga tillväxttakten på importpriser bli positiv 2017. Stigande priser på olja och icke-energi-relaterade råvaror är nyckelelement i denna vändning. Med tiden väntas gradvis stigande globalt inflationstryck också bidra till denna utveckling. Minskande global överkapacitet ses som skäl till varför globala produktionskostnader långsamt ökar utöver effekterna av råvarupriser. Globala pristryck väntas inte desto mindre förbli måttliga med tanke på att det finns en avsevärd global reservkapacitet och en hög grad av konkurrens med lågkostnadsländer.

Förbättrade arbetsmarknadsvillkor förväntas i ökande grad återspeglas i stigande arbetskraftskostnader under bedömningsperioden. Ökningen i ersättningen per anställd väntas öka till 1,3 procent 2016 och till 2,4 procent 2019. En huvudsaklig faktor bakom denna kraftiga uppgång är den förväntade förbättringen i arbetsmarknadsvillkor, med ökande brist på arbetskraft i vissa delar av euroområdet. Vidare minskar den kraftiga uppgången i inflation, som implicerade en kraftigt minskande reallönetillväxt, riskerna för negativa andrahandseffekter under den närmaste tiden. I vissa länder kan högre inflation med tiden också få positiva effekter på den nominella löneutvecklingen där avtalsrörelsen innefattar ett avsevärt bakåtblickande inslag. För 2017 begränsas de potentiella uppåtriktade effekterna av högre inflation på förhandlade löner av det faktum att avtalslönerna för 2017 redan är fastlagda i flera länder. Det bör också noteras att graden av löneindexering till inflation under den senaste tiden har begränsats kraftigt i vissa länder. I många euroländer baseras de återstående löneindexeringsmekanismerna på inflation exkl. energipriser, vilken ännu inte stigit i nämnvärd grad. Utöver inflationseffekterna torde i vissa länder behovet av återhållsam löneutveckling för att återfå priskonkurrensförmåga eller uppdämda lönerestriktioner gradvis avta under

bedömningsperioden och på så vis ge stöd åt löneutvecklingen. Dämpande effekter från arbetsmarknadsreformer som införts i vissa euroländer under krisen kan också komma att bli mindre uttalade i takt med att den cykliska återhämtningen fortskrider och breddas. På liknande vis torde de dämpande effekterna på lönetillväxten från sammansättningseffekter minska i och med att den ekonomiska återhämtningen fortskrider och sysselsättningsökningen breder ut sig och blir mindre fokuserad på låg produktivitet och, följaktligen, låglönesektorer än tidigare år.

Vinstmarginalerna väntas fortsätta att expandera under bedömningsperioden i en liknande eller något långsammare takt än på senare tid. Vinstmarginalerna väntas dra nytta av den ekonomiska återhämtningen under bedömningsperioden. På kort sikt lär dock den senaste tidens stigande oljepriser dämpa vinstmarginalerna i och med att företagen inte fullt ut kan föra vidare de stigande kostnaderna, i synnerhet inte som vinstmarginalerna tidigare gynnades av sjunkande oljepriser. Dessutom kommer vinstmarginalökningen att dämpas under bedömningsperioden i och med de beräknade ökningarna i enhetsarbetskostnader.

Jämfört med framtidsbedömningarna från december 2016 har utsikterna för HIKP-inflationen reviderats ned kraftigt för 2017 och något för 2018. En kraftig upprevidering av HIKP:s energiinflation för 2017 hänger samman med högre oljepriser än vad som antagits i framtidsbedömningarna från december 2016. En mycket mer utplanad kurva för oljeterminspriser än i framtidsbedömningarna från december 2016 tyder på vissa mindre nedrevideringar av energikomponenten fr.o.m. 2018. Däremot revideras HIKP-inflationen exklusive energi och livsmedel upp något för 2018 och 2019 beroende på andrahandseffekter av högre oljepriser samt av vissa uppåtteffekter av eurons lägre växelkurs. Dessa uppåtteffekter bedöms bli något större än nedåtteffekterna för HIKP:s energiinflation för 2018 och i stort sett uppväga nedrevideringar från energikomponenten för 2019.

3

Utsikter för de offentliga finanserna

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

Under bedömningsperioden väntas både den offentliga sektorns budgetunderskott och skuldkvoterna följa en nedåtgående utveckling. Mellan 2017 och 2019 medför ännu lägre räntebetalningar och förbättringen i konjunkturkomponenten en ytterligare minskning av budgetunderskottet. Det konjunkturjusterade primärsaldot bedöms förbli i stort sett oförändrat. Den gradvisa minskningen av den offentliga sektorns skuld under bedömningsperioden stöds främst av den gynnsamma tillväxt-ränteskillnaden. Det beräknade primära överskottet har också en gynnsam effekt på den beräknade skuldutvecklingen.

Jämfört med de framtidsbedömningar som publicerades i december 2016 är utsikterna för underskottskvoten mer gynnsamma och skuldkvotsutvecklingen har reviderats ned. Under perioden 2017-2019 återspeglar den förbättrade underskottskvoten delvis en positiv överföring från 2016 och delvis lägre förväntade primära utgifter. Att skuldkvoten i förhållande till BNP har reviderats ned speglar ovannämnda förbättrade budgetutsikter och ett större bidrag till skuldreduceringen från tillväxt-ränteskillnaden, främst under 2017, som härrör från bättre utsikter för euroområdet nominella BNP.

Tabell 1

Makroekonomiska bedömningar för euroområdet¹⁾

(årliga procentuella förändringar)

	mars 2017				december 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Real BNP¹⁾	1,7	1,8	1,7	1,6	1,7	1,7	1,6	1,6
		[1,5 - 2,1] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,5 - 2,7] ²⁾	[1,6 - 1,8] ²⁾	[1,1 - 2,3] ²⁾	[0,6 - 2,6] ²⁾	[0,4 - 2,8] ²⁾
Privatkonsumtion	1,9	1,4	1,4	1,4	1,7	1,5	1,5	1,4
Offentlig konsumtion	2,0	1,1	1,0	1,1	2,0	1,3	1,1	1,1
Fasta bruttoinvesteringar	2,5	2,8	3,2	2,8	3,0	3,1	3,1	2,7
Export³⁾	2,9	4,3	4,1	4,0	2,7	3,7	3,9	4,0
Import³⁾	3,5	4,6	4,4	4,2	3,3	4,1	4,3	4,1
Sysselsättning	1,3	1,0	1,0	0,8	1,4	1,1	0,8	0,8
Arbetslöshet (i procent av arbetskraften)	10,0	9,4	8,9	8,4	10,0	9,5	9,1	8,7
HIKP	0,2	1,7	1,6	1,7	0,2	1,3	1,5	1,7
		[1,4 - 2,0] ²⁾	[0,9 - 2,3] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾	[0,2 - 0,2] ²⁾	[0,8 - 1,8] ²⁾	[0,7 - 2,3] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾
HIKP exklusive energi	0,9	1,2	1,6	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
HIKP exklusive energi och livsmedel	0,9	1,1	1,5	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
HIKP exklusive energi, livsmedel och förändringar i indirekta skatter⁴⁾	0,8	1,1	1,5	1,8	0,8	1,1	1,4	1,7
Enhetsarbetskraftskostnader	0,9	1,1	1,4	1,6	0,8	1,0	1,3	1,5
Ersättning per anställd	1,3	1,8	2,1	2,4	1,2	1,7	2,1	2,4
Arbetsproduktivit	0,4	0,7	0,7	0,8	0,3	0,6	0,8	0,9
Budgetsaldo, offentlig sektor (procent av BNP)	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2
Strukturellt budgetsaldo (i procent av BNP)⁵⁾	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4
Den offentliga sektorns bruttoskuld (i procent av BNP)	89,3	88,0	86,4	84,5	89,4	88,5	87,3	85,7
Bytesbalans (i procent av BNP)	3,4	3,1	3,2	3,3	3,2	3,1	3,0	3,1

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 justering 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 genomslag 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 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

Känslighets- 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 politik för utsikterna för USA, världen och 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 vara ganska plan, varvid priset på Brentråolja ligger på cirka 56 US-dollar per fat till 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. Olljeterminernas priser verkar emellertid inte följa någon långvarig uppåtteffekt från OPEC-avtalet, förmodligen på grund av lagernivåerna, vilka är nästan rekordstora, och den möjliga ökningen i produktionen av skifferolja. En kombination av alternativa modeller som ECB:s experter⁹ 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 12,4 procent högre än i grundbedömningen, skulle medföra en marginell dämpning av real BNP-tillväxt och samtidigt innebära en snabbare ökning av HIKP-inflationen (en uppgång på 0,1 procentenhet 2017 och 0,2 procentenheter 2018 och 2019).

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 båda sidor av Atlanten som är kraftigare än väntat. Särskilt skulle en mindre gradvis ökningstakt av den amerikanska styrräntan än väntat kunna innebära fortsatt ökat nedåtryck på euron. Detta kan särskilt 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 14 februari 2017. Denna utveckling implicerar en gradvis depreciering av euron mot US-dollar till en växelkurs på 0,98 USD/EUR under 2019, vilket är 7,6 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 52 procent. Detta antagande leder till en gradvis nedåtriktad avvikelse i eurons effektiva växelkurs från grundscenariot till en nivå som

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

är 4 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 0,1-0,3 procentenheter per år) och högre HIKP-inflation (upp med 0,1 procentenhet 2017 och 0,3-0,4 procentenheter 2018 och 2019).

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

Det republikanska partiets förslag om en destinationsbaserad kassaflödesskatt med gränsjustering ("destination-based border-adjusted cash flow tax", DBCFT) skulle innebära en rejäl omprövning av det amerikanska systemet för företagsbeskattning, vilket skulle få stora konsekvenser för utsikterna i USA med spridningseffekter i världen och euroområdet.¹⁰ I detta scenario diskuteras den föreslagna skattereformens effekter på ekonomin i USA, världen och euroområdet.

Det politiska förslaget består av fyra huvudelement: i) En gränsjustering, nämligen ett avdrag av intäkter från export men inte längre ett avdrag av kostnader för import från beskattningsbar inkomst. ii) En övergång från ett ursprungsbaserat system (där bolag beskattas utifrån ursprung, dvs. om de håller sina tillgångar i USA) till ett destinationsbaserat system (där bolag endast beskattas på vinster som gjorts genom försäljning i USA). Det innebär att vinst på försäljning utanför USA inte längre kommer att beskattas, oavsett var företagets tillgångar finns. En sådan ändring skulle minska incitamenten för att flytta vinster till att skatteparadis och öka incitamenten för företag att placera utländsk beskattningsbar inkomst i USA. iii) En sänkning av företagsskatten, från 35 procent till 20 procent. iv) Skatteincitament för nya investeringar i USA. Detta skulle möjliggöra fullt avdrag av investeringsutgifter och utslutning av ränteavdrag från inkomstskattbasen.

Subventioneringen av exportörer och beskattningen av importörer skulle medföra en avsevärd förbättring av USA:s konkurrenskraft och en minskad importefterfrågan, vilket skulle kunna ge ett högre BNP i USA. Det är emellertid sannolikt att detta delvis skulle kompenseras av en appreciering av US-dollar. Samtidigt skulle inflationen i USA öka när importörer överför delar av de ytterligare kostnaderna på grund av högre skatt till inhemska priser och när starkare ekonomisk aktivitet och ökad sysselsättning leder till en kraftig inhemsk lönetillväxt. Högre inflation skulle dock kunna leda till en minskning i den reala privatkonsumtionen. Allmänt sett skulle skattereformen kunna leda till en ombalansering av USA:s ekonomi, med ett sjunkande handelsunderskott medan konsumenternas välfärd skulle kunna minska då hushållen konsumerar mindre.

Spridningseffekten till resten av världen skulle vara negativ på grund av gränsjusteringen.

Två motsatta effekter skulle kunna påverka amerikansk efterfrågan på utländska produkter. Å ena sidan skulle den finanspolitiska stimulansen som skattesänkningen innebär öka efterfrågan i USA och, följaktligen, även importen. Å andra sidan skulle varor och tjänster som producerats utomlands vara mindre konkurrenskraftiga i USA på grund av den nya importskatten. Totalt sett skulle snedvridningen av handeln till följd av gränsjusteringen sannolikt mer än uppväga skattestimulansens positiva effekter på USA:s import, om inte denna snedvridning redan uppvägts helt av växelkursens rörelser.

¹⁰ Se "A better way – our vision for a confident America", juni 24, 2016 på https://abetterway.speaker.gov/_assets/pdf/ABetterWay-Tax-PolicyPaper.pdf

I ett scenario med samordnade repressalier mot USA:s gränsjustering skulle världshandeln minska betydligt kraftigare samtidigt som de gynnsamma effekterna på USA:s ekonomi skulle försvagas. I ljuset av den mycket negativa effekten på världsekonomin till följd av gränsjusteringen skulle repressalier mot USA vara en möjlighet. I händelse av repressalier, till exempel genom avgifter på varor från USA i resten av världen, skulle BNP-tillväxten i USA påverkas negativt på grund av minskad priskonkurrenskraft. De positiva effekterna av den inhemska skattesänkningen på aktiviteten i USA skulle emellertid kunna kompensera de negativa effekterna av handelsrepressalier. Världshandeln skulle dock minska betydligt kraftigare i detta scenario.

När det gäller spridningseffekter till euroområdet skulle de ekonomiska nettoeffekterna bero på styrkan i kanalerna för överföring av chocken genom USA:s politik, de globala spridningseffekterna och politiska reaktioner utanför Förenta staterna. Utan repressalier skulle effekten på BNP i euroområdet vara klart negativ. Handelsindexet för alla USA:s handelspartner, inklusive euroområdet, skulle försämrats. Totalt sett skulle den utländska efterfrågan på euroområdets varor och tjänster bli lägre, liksom även konkurrenternas priser, vilket skulle försämra efterfrågan på export från euroområdet.

I händelse av repressalier mot Förenta staterna skulle de negativa effekterna på euroområdets BNP bli mindre. Exportsubventionernas effekter på konkurrenskraften i USA:s ekonomi skulle, till viss del, kunna uppvägas av bilaterala importavgifter som andra länder inför. De negativa direkteffekterna av minskad importefterfrågan i USA, samt de negativa effekterna på tillväxten i resten av världen, skulle sannolikt medföra en minskning i utländsk efterfrågan på varor och tjänster från euroområdet samt i euroområdets BNP.

De globala spridningseffekterna skulle kunna förstärkas om kraftiga rörelser i US-dollarrens växelkurs och snävare finansiella förutsättningar medförde allvarliga finansiella påfrestningar i tillväxtekonomier. De scenarier som beskrivs ovan bygger på ett antagande om en begränsad förstärkning av US-dollar och inga ytterligare finansiella spridningseffekter till tillväxtekonomier. Om US-dollarrens förstärkning skulle leda till allvarliga finansiella påfrestningar i dessa ekonomier, skulle de globala spridningseffekterna kunna bli avsevärt mycket mer negativa.

Ruta 5

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 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 ligger aktuella prognoser för real BNP-tillväxt och HIKP-inflation från andra institut totalt sett inom intervallerna kring ECB-experternas 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		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Framtidsbedömningar av ECB:s experter	mars 2017	1,8 [1,5-2,1]	1,7 [0,7-2,7]	1,6 [0,5-2,7]	1,7 [1,4-2,0]	1,6 [0,9-2,3]	1,7 [0,8-2,6]
Europeiska kommissionen	Februari 2017	1,6	1,8	-	1,7	1,4	-
OECD	Mars 2017/ November 2016	1,6	1,6	-	1,2	1,4	-
Euro Zone Barometer	Februari 2017	1,5	1,6	1,4	1,5	1,5	1,6
Consensus Economics Forecasts	Februari 2017	1,6	1,5	1,3	1,6	1,4	1,6
Survey of Professional Forecasters	Januari 2017	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5	1,6
IMF	Januari 2017/ Oktober 2016	1,6	1,6	-	1,1	1,3	1,5

Källor: Europeiska kommissionens prognos, vintern 2017; IMF World Economic Outlook, uppdaterad januari 2017 (real BNP); IMF World Economic Outlook, oktober 2016 (HIKP); OECD Interim Economic Outlook, mars 2017 (real BNP); OECD Economic Outlook, november 2016 (HIKP); Consensus Economics Forecasts, februari 2017; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, februari 2017; samt ECB's Survey of Professional Forecasters, januari 2017.
Anm.: Både Eurosystemets och ECB:s experters makroekonomiska framtidsbedömningar och prognoserna från OECD avser tillväxtsiffror på årsbasis som är kalenderjusterade medan Europeiska kommissionen och IMF rapporterar tillväxtsiffror på årsbasis som inte är kalenderjusterade. För andra prognoser anges inte om uppgifterna är kalenderjusterade eller ej.

© Europeiska centralbanken, 2017

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.

ISSN 2529-4628 (pdf)
EU katalognr QB-CE-17-001-SV-N (pdf)