



EUROPEISKA CENTRALBANKEN

EUROSYSTEMET

MAKROEKONOMISKA FRAMTIDSBEDÖMNINGAR FÖR EUROOMRÅDET AV EUROSYSTEMETS EXPERTER, JUNI 2015¹

1. UTSIKTERNA FÖR EUROOMRÅDET – ÖVERSIKT OCH VIKTIGASTE PUNKTER

Framtidsbedömningarna i juni bekräftar utsikterna till en återhämtning i euroområdet. Enligt Eurostats snabbstatistik steg real BNP med 0,4 % under det första kvartalet och färskta enkätuppgifter visar på en fortsatt konjunkturåterhämtning. På något längre sikt fortsätter de faktorer som ligger bakom den förväntade varaktiga ekonomiska återhämtningen att äga giltighet.

Externa faktorer kommer att stödja utsikterna för den ekonomiska aktiviteten. De fortfarande relativt låga oljepriserna, trots en viss uppgång, fortsätter att stödja både privat konsumtion och företagens investeringar. Dessutom förväntas den utländska efterfrågan i euroområdet att stärkas något under bedömningsperioden. Den utländska efterfrågan understöds framför allt av starkare tillväxt i avancerade ekonomier samtidigt som utsikterna för tillväxtekonomierna har försvagats något.

De penningpolitiska åtgärder som ECB vidtagit under den senaste tiden förväntas stödja den aggregerade efterfrågan. Bankernas utlåningsräntor har fallit ytterligare tack vare ECB:s utökade program för köp av tillgångar (APP), aktiepriserna har stigit betydligt och växelkursen har försvagats markant. Den aggregerade efterfrågan, och i synnerhet de fasta bruttoinvesteringarna och exporten, torde gynnas av den ackommoderande penningpolitiska inriktningen. Den senaste tidens icke-standardmässiga penningpolitiska åtgärder torde stödja den aggregerade efterfrågan också genom portföljbalanseringskanalen och förtroendeeffekter.

Den inhemska efterfrågan torde också gynnas av andra faktorer. Den finanspolitiska inriktningen, mätt som förändringen i den offentliga sektorns konjunkturrensade saldo, förväntas vara i stort sett neutral under bedömningsperioden, till skillnad från den restriktiva inriktningen fram till 2013. Villkoren för kreditgivning har förbättrats ytterligare enligt resultaten i den senaste enkätundersökningen om bankernas utlåning i euroområdet, vilket visar på en nettolättnad av både kraven på kreditvärdighet och av lånevillkor. Icke-finansiella företags skulder (mätt som procentuell andel av BNP) fortsatte att minska något 2014, en trend som iakttagits sedan 2012. Hushållen verkar också ha gjort vissa framsteg när det gäller att minska sin skuldsättning, särskilt i länder med jämförelsevis hög skuldbörda. Dessutom torde anpassningsprocessen på bostadsmarknaderna ha kommit till ända i många länder, vilket utplaningen av bostadspriserna är ett tecken på.

Det finns dock strukturella hinder kvar. Den offentliga sektorns skuldsättning har ökat, om än i långsammare takt, och förväntas förbli hög i många länder. Även om utvecklingen på arbetsmarknaden generellt har förbättrats kommer den fortsatt att överskuggas av höga arbetslöshetstal, framför allt i vissa krisdrabbade länder. Investeringsutgifterna fortsätter dessutom att tyngas av oro för den långsiktiga tillväxtpotentialen och för de begränsade framstegen för genomförandet av strukturreformer, de omfattande lediga resurser som finns kvar och den fortsatt höga nivån på företagens skulder.

¹ Eurosystemets makroekonomiska framtidsbedömningar görs två gånger om året och utgör underlag för ECB-rådets bedömning av den ekonomiska utvecklingen och riskerna för prisstabiliteten. Information om de förfaranden och den teknik som använts ges i "A Guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises", ECB, juni 2001, som finns på ECB:s webbplats. Stoppdatum för uppgifter till denna rapport var den 20 maj 2015. Den aktuella framtidsbedömningen omfattar 2015-2017. Bedömningar för en så lång period omgärdas dock av stor osäkerhet och det får man inte glömma när man tolkar dessa prognoser. Se artikeln "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections", ECB:s månadsrapport från maj 2013.

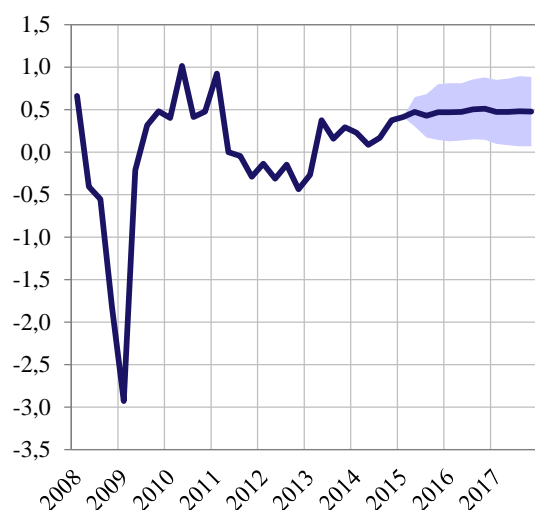
Överlag beräknas den reala BNP-tillväxten öka avsevärt från 0,9 % 2014 till 1,5 % 2015, 1,9 % 2016 och 2,0 % 2017. Takten för den potentiella produktionstillväxten uppskattas däremot till cirka 1 % under bedömningsperioden, då bidragen från arbete och kapital förväntas förbli svaga. Det negativa produktionsgapet beräknas därför att minska betydligt mot slutet av bedömningsperioden.

Diagram 1 Makroekonomiska bedömningar¹⁾

(kvartalsuppgifter)

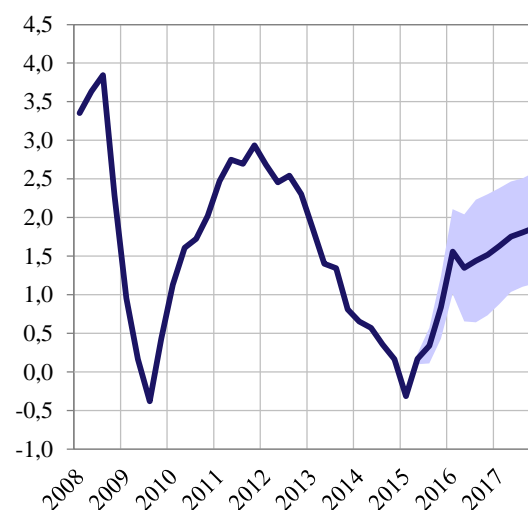
Real BNP, euroområdet²⁾

(procentuella förändringar kvartalsvis)



HIKP-inflation, euroområdet

(procentuella förändringar på årsbasis)



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

2) Kalenderjusterade data.

HIKP-inflationen bedöms ha nått botten i januari och har under de senaste månaderna pekat uppåt. Den främsta drivkraften bakom denna uppgång var en lättning från det nedåtriktade trycket från HIKP-inflationen för energi på grund av att de i dollar noterade oljepriserna åter stiger. Det uppåtriktade trycket kom dessutom från högre HIKP-inflation för livsmedel till följd av prisökningar för livsmedelsråvaror. Effekten av dessa uppåtriktade förändringar i råvarupriser stärktes av en depreciering av euron. Däremot har HIKP-inflationen exklusive energi och livsmedel förblivit dämpad under de senaste månaderna och har ännu inte visat några tecken på en uppgång. Ökat pristryck för HIKP-inflationen exklusive energi och livsmedel syns ännu bara på de tidigare stadierna i priskedjan, särskilt i importpriserna, och har ännu inte påverkat de inhemska producentpriserna.

HIKP-inflationen beräknas öka ytterligare under 2015 och totalt sett hamna på 0,3 % för hela året. Uppåtriktade baseffekter, tillsammans med den förväntade ökning i oljepriserna som kan avläsas på terminsmarknaderna (se ruta 2), torde leda till en mindre negativ dynamik i HIKP-inflationen för energi under året lopp. HIKP-inflationen exklusive energi och livsmedel torde stärkas gradvis under 2015. De minskade lediga resurserna på arbetsmarknaden och i ekonomin som helhet torde återspeglas i starkare tillväxt för löner och vinstmarginaler. Dessutom kommer en lägre växelkurs för euron och indirekta effekter från de antagna prisökningarna på energi och andra råvaror bidra till ökningen i HIKP-inflationen exklusive livsmedel och energi.

Den totala inflationen förväntas öka ytterligare, till 1,5 % 2016 och till 1,8 % 2017, beroende på den ytterligare minskningen av lediga ekonomiska resurser och det positiva externa pristrycket. Dessa förväntade uppgångar återspeglar i sin tur de fördröjda effekterna av växelkurskanalen och den uppåtriktade kurvan för oljeterminspriserna. HIKP-inflationen exklusive energi och livsmedel beräknas också att stärkas ytterligare och nå 1,7 % 2017.

2. REALEKONOMIN

En bred konjunkturåterhämtning i euroområdet kan ses under bedömningsperioden.

Under det första kvartalet 2015 behöll aktiviteten den nya fart som märktes under slutet av förra året. Enkätundersökningar visar på en fortsatt konjunkturåterhämtning i mitten av 2015. De positiva utsikterna vilar särskilt på en förväntad positiv effekt på aktiviteten genom eurons depreciering sedan i mitten av 2014, genom låga räntor, som delvis beror på APP, och genom de positiva inkomsteffekterna på grund av lägre energipriser.

Privat konsumtion väntas förbli den viktigaste drivkraften bakom återhämtningen. Utsikterna för den närmaste tidens tillväxt i reala disponibla inkomster är fortsatt gynnsamma, även om kraften i detta torde bromsas något till följd av att nedgången i energipriserna i viss utsträckning har vänt. Därutöver väntas löneinkomsterna öka mot bakgrund av stadigt stigande sysselsättning och allt snabbare nominell löneutveckling per anställd. Andra personliga inkomster väntas också öka när ekonomin återhämtar sig. Låga finansieringskostnader och förbättrade finansieringsvillkor bör främja den privata konsumtionen och i viss utsträckning även leda till högre nettoförmögenhet för hushållen till följd av både ökning i priser på finansiella tillgångar 2015 och ytterligare förväntade förbättringar av bostadsmarknaden under perioden 2016-2017. Sammantaget beräknas den privata konsumtionen i genomsnitt öka till 1,7 % under bedömningsperioden.

Sparkvoten väntas falla något under de kommande kvartalen efter att den först ökat till följd av de oljeprisrelaterade ökningarna av reala inkomster. Därefter innebär motverkande effekter bland länderna en i stort oförändrad nivå på sparkvoten under resten av bedömningsperioden. Å andra sidan tenderar mycket låga räntor att minska sparandet via en intertemporal substitutionseffekt. I vissa länder skulle dessutom en ytterligare förstärkning av konsumentförtroendet, i kombination med en gradvis minskande arbetslöshet, kunna leda till mindre försiktighetssparande. Hushållen skulle kanske också i högre grad göra större inköp som tidigare skjutits upp, vilket skulle minska sparkvoten. Å andra sidan väntas ett visst uppåtttryck på sparandet i vissa länder på grund av stor osäkerhet kring statskulds krisen och på grund av höga arbetslöshets- och skuldnivåer.

Efter åtta års nedgång i bostadsinvesteringarna i euroområdet förväntas denna nå sin ände under 2015. Utsikterna för bostadsinvesteringar kommer dock endast att förbättras gradvis på grund av de skörheter som fortfarande finns kvar i vissa länder. Bostadsinvesteringarna torde dock åter ta fart över tiden, med stöd av en stadig tillväxt i reala disponibla inkomster, mycket låga bolåneräntor och lättnader i finansieringsvillkor. Detta bör utmytna i en starkare tillväxt för hushållens lån. Höga nivåer på hushållens skulder i vissa länder och ogynnsamma demografiska effekter i andra länder kommer sannolikt att förhindra en större ökning av bostadsinvesteringarna.

Företagens investeringar torde ta fart gradvis, med APP och konjunkturåterhämtningen som drivkrafter. Företagens investeringar kommer att fortsätta sin måttliga återhämtning under 2015, efter att ha bromsats av den ökade osäkerheten kring statskulds krisen i euroområdet, svag lönsamhet, stor ledig kapacitet och begränsningar av kreditgivningen i vissa länder. De negativa effekterna av dessa faktorer förväntas minska under bedömningsperioden. Dessutom torde trycket från företagens reducerade skuldsättning utgöra en mindre begränsning för företagens investeringar under bedömningsperioden än tidigare. Dessutom torde investeringarna stödjas av starkare inhemsk och utländsk efterfrågan, behovet av att modernisera kapitalstocken efter flera år med strypta investeringar, den ackommoderande penningpolitiska inriktningen och förbättrade vinstmarginaler. Jämfört med tidigare konjunkturcykler kommer dock återhämtningen i företagens investeringar att hållas tillbaka av kvarvarande osäkerhet, finansiella flaskhalsar och svagare tillväxtutsikter för den potentiella produktionen.

Den utländska efterfrågan i euroområdet har varit svagare än väntat den senaste tiden, vilket är en effekt av avmattningen på tillväxtmarknaderna. Den väntas att börja stiga något igen i takt med att den globala aktiviteten återhämtar sig (se ruta 1). Den utländska efterfrågan förväntas bli starkare under bedömningsperioden men kraften i detta torde bli rejält mycket mindre än den var före krisen, till följd av

både en lägre global aktivitet och den globala handelns elasticitet mot tillväxt. Uppgången i utländsk efterfrågan inom euroområdet döljer vissa skillnader mellan länderna i euroområdet på grund av skillnader i sektoriella och regionala handelsmönster och det faktum att vissa euroländer drabbats värre än andra på grund av sin exponering mot Ryssland och OSS-regionen liksom mot oljeexporterande länder.

Ruta 1

OMVÄRLDEN

Den globala tillväxten avtog i början av 2015 då den globala ekonomin uppvisade en fortsatt måttlig men ojämn återhämtning, med fortsatta skillnader i hur avancerade ekonomier och tillväxtekonomier utvecklas. Framöver beräknas världens reala BNP-tillväxt (förutom euroområdet) att stiga under bedömningsperioden, från 3,4 % 2015 till strax över 4 % under perioden 2016-17. Bland de faktorer som borde stödja den globala tillväxten kan nämnas det oljeprisfall under det senaste året som kommer att främja oljeimporterande länder. Ackommoderande finansiella villkor i avancerade ekonomier, trots den förutsedda finanspolitiska åtstramningen i USA, bör också stödja den globala efterfrågan. Dessutom avtar de motvindar som bromsat tillväxten i flera avancerade ekonomier sedan finanskrisen – skuldreducering i den privata sektorn, budgetkonsolidering och svaga arbetsmarknader – och skapar en grund för en mer beständig återhämtning i dessa ekonomier. Däremot har utsikterna i tillväxtekonomierna försvagats och de senaste årens avmattning fortsätter. I vissa tillväxtekonomier blir ihållande makroekonomiska obalanser en allt värre hämsko för tillväxtpotentialen. Andra tillväxtekonomier håller på att anpassa sig till lägre råvarupriser och den förutsedda normaliseringen av penningpolitiken i avancerade ekonomier.

Den globala handelstillväxten bromsades markant i början av 2015 men förväntas bli starkare under bedömningsperioden. Världshandeln (exklusive euroområdet) beräknas att öka från 2 % 2015 till cirka 5 % under 2016 och 2017. Handelns elasticitet mot aktiviteten under bedömningsperioden förväntas ligga under nivån före krisen, vilket är ett tecken på att handel i mindre grad driver den globala BNP-tillväxten.

Jämfört med experternas framtidsbedömningar från i mars har den globala aktiviteten reviderats nedåt för 2015, vilket speglar de svagare utsikterna på kort frist. Den utländska efterfrågan i euroområdet har också reviderats nedåt, särskilt för 2015, till följd av lägre förväntad import från vissa tillväxtekonomier, särskilt Ryssland.

Omvärlden

(årliga procentuella förändringar)

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

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.

En gradvis ökning av den utländska efterfrågan och eurons svagare växelkurs bör stödja exporttillväxten under bedömningsperioden, med ökade exportmarknadsandelar. Tillväxten i import från utanför euroområdet förväntas gradvis bli snabbare under bedömningsperioden till följd av en starkare total efterfrågan i euroområdet. Överskottet i bytesbalansen väntas minska något och uppgå till 2,0 % av BNP 2017.

Läget på euroområdets arbetsmarknad förväntas att förbättras ytterligare under bedömningsperioden. Sysselsättningen fortsatte att återhämta sig under loppet av 2014 och tog ny fart

under det första kvartalet 2015. Den aktuella återhämtningen är fortfarande starkare än vad den historiska sysselsättningselasticiteten mot den samlade aktiviteten tyder på, och återspeglar troligen den stödjande effekt som en tidigare återhållsam löneutveckling och den senaste tidens arbetsmarknadsreformer har inneburit. Antalet sysselsatta förväntas fortsätta att återhämta sig betydligt under bedömningsperioden, framför allt till följd av den ekonomiska återhämtningen, och i vissa länder med stöd av skatteincitament och tidigare arbetsmarknadsreformer. Antalet arbetade timmar per anställd person torde öka något men ändå ligga kvar en bra bit under nivåerna före krisen. Arbetskraftens storlek väntas öka endast måttligt. I vissa länder är det avskräckningseffekten från en fortsatt hög arbetslöshet och i andra länder är det negativa demografiska faktorer som bromsar.

Ruta 2

TEKNISKA ANTAGANDEN OM RÄNTOR, VÄXELKURSER OCH RÅVARUPRISER

Jämfört med framtidsbedömningarna i mars är förändringarna i de tekniska antaganden bl.a. avsevärt högre (USD-denominerade) oljepriser, en depreciering av euron och något högre långräntor i euroområdet.

De tekniska antagandena om räntor och råvarupriser baseras på marknadsförväntningar med stoppdatum den 12 maj 2015. De korta räntorna avser tremånaders Euribor, med marknadsförväntningar härledda från terminsräntor. Beräkningsmetoden ger en genomsnittsnivå för de korta räntorna på 0,0 % för 2015 och 2016 och 0,2 % för 2017. Marknadens förväntningar om avkastningen på de nominella tioåriga statsobligationerna i euroområdet tyder på en genomsnittlig nivå på 1,3 % 2015, 1,7 % 2016 och 1,9 % 2017.¹ I linje med räntorna på terminsmarknaden och det gradvisa genomslaget av ändringar i marknadsräntorna på utlåningsräntor väntas bankernas utlåningsräntor på lån till euroområdets icke-finansiella privata sektor sjunka något under 2015 och därefter stiga måttligt under 2016 och 2017. När det gäller råvarupriser antas, baserat på terminsmarknaderna under den tvåveckorsperiod som slutade på stoppdatumet den 12 maj, att det årliga genomsnittet för priserna på Brentråolja kommer att sjunka från 98,9 USD per fat 2014 till 63,8 USD 2015, för att därefter stiga till 71,0 USD 2016 och 73,1 USD 2017.² De bilaterala växelkurserna förväntas vara oförändrade under bedömningsperioden på de genomsnittliga nivåer som rådde under tvåveckorsperioden fram till stoppdatumet den 12 maj. Detta ger en växelkurs USD/EUR på 1,12 under bedömningsperioden.

Tekniska antaganden

	Juni 2015				Mars 2015			Revideringar sedan mars 2015 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Tre-månaders EURIBOR (i procent per år)	0,2	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Ränta på tio-åriga statsobligationer (i procent per år)	2,0	1,3	1,7	1,9	1,2	1,4	1,6	0,1	0,3	0,3
Oljepris (i USD/fat)	98,9	63,8	71,0	73,1	58,5	66,8	70,7	9,0	6,3	3,4
Priser på icke energirelaterade råvaror, i USD (årlig procentuell förändring)	-6,2	-13,6	2,9	4,9	-11,0	2,6	4,8	-2,6	0,3	0,0
USD/EUR växelkurs	1,33	1,12	1,12	1,12	1,14	1,13	1,13	-1,8	-1,5	-1,5
Eurons nominella effektiva växelkurs (EER19) (årlig procentuell förändring)	0,6	-9,5	-0,2	0,0	-7,9	-0,2	0,0	-1,6	0,0	0,0

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

1 Antagandet om avkastningen på nominella tioåriga statsobligationerna i euroområdet grundar sig på det viktade genomsnittet av olika länders tioåriga referensobligationer, viktat genom BNP-siffror och förlängt genom den terminsräntekurva som härletts ur ECB:s 10-årsränta på samtliga euroområdesobligationer ("par yield"), med en initial diskrepans mellan de två serier som hålls

konstant under bedömningsperioden. Ränteskillnaderna mellan landsspecifika statsobligationsräntor och motsvarande genomsnitt för euroområdet antas vara konstant under bedömningsperioden.

- 2 Antaganden om priserna på olja och livsmedelsråvaror baseras på terminspriser till och med slutet av bedömningsperioden. Priserna på andra hårda råvaror än energi antas följa terminspriserna till och med andra kvartalet 2016 och därefter utvecklas i linje med den globala ekonomiska aktiviteten. EU-priser fritt gård (farm gate prices), i euro, som nu används för att beräkna livsmedelspriser, beräknas på basis av en ekonometrisk modell som tar hänsyn till utvecklingen av priser på internationella livsmedelsråvaror.

Arbetslösheten förväntas minska men ändå ligga kvar på en historiskt sett hög nivå. Antalet arbetslösa väntas minska med omkring 2,8 miljoner under bedömningsperioden till en lägsta nivå sedan halvårsskiftet 2009, som dock ligger 4,5 miljoner över bottennoteringen före krisen. Minskningen är ett uttryck för den nedåtriktade effekten av stigande sysselsättning, något som delvis uppvägs av den uppåtriktade effekten av en större arbetsstyrka, dock i en mycket mindre utsträckning än tidigare. Arbetslösheten väntas minska markant under bedömningsperioden och uppgå till 10,0 % 2017.

Tillväxtutsikterna förblir i stort oförändrade jämfört men den tidigare framtidsbedömningen. Först 2017 justeras den reala BNP-tillväxten ned en aning på grund av de privata investeringarna som växer långsammare.

3. PRISER OCH KOSTNADER

HIKP-inflationen beräknas i genomsnitt att bli 0,3 % under 2015 och stiga till 1,5 % 2016 och till 1,8 % 2017. Under 2015 väntas denna uppvisa en ökning som drivs av energikomponenten på grund av uppåtriktade baseffekter och de antaganden om högre oljepriser som kan avläsas på terminsmarknaderna, liksom av eurons depreciering sedan i mitten 2014, en förmodad ökning av priser på andra råvaror än energi och stigande inhemskt pristryck till följd av den ekonomiska återhämtningen. Under 2016 och 2017 torde den samlade inflationen öka då det inhemska pristrycket stärks på grund av att produktionsgapet stadigt krymper och av att det förväntas ett fortsatt uppåtriktat pristryck utifrån, särskilt genom fördröjda effekter av eurons depreciering.

Utvecklingen av råvarupriser och växelkurser är viktiga drivkrafter bakom inflationsökningen. Prisfallet för energi och andra råvaror under den största delen av de senaste två åren, liksom apprecieringen av euron under perioden fram till i början av 2014, har inneburit ett betydande nedåtriktat tryck på HIKP-inflationen och står för en stor del av det branta fallet i inflationen till de mycket låga nivåerna under den senaste tiden. En omsvängning från nedåtriktade till uppåtriktade externa pristrender förväntas befästa uppgången i inflationen fram till 2017. Uppåtriktat pristryck torde härröra från de förmodade prisökningarna på energi och andra råvaror, i enlighet med terminspriserna, under bedömningsperioden. Deprecieringen av euron sedan i mitten av 2014 kommer också att bidra till en stigande inflationstrend och med tanke på de betydande fördröjda effekterna av växelkursen på inflationen, förväntas de senaste uppåtriktade trenderna för externa priser att bidra till uppgången i inflation fram till slutet av bedömningsperioden. Den uppåtriktade effekten av eurons depreciering förväntas dock bli lägre än den som observerats under tidigare perioder, med stöd av beläggen från vissa studier om vilket genomslag en nedgång i växelkursen får på euroområdets inflation över tiden.

Det förbättrade arbetsmarknadsläget torde utmynna i en starkt löneutveckling. Den aktuella sysselsättningstillväxten och den minskade arbetslösheten beräknas stödja en gradvis ökning av tillväxttakten för ersättningen per anställd, från 1,5 % 2014 till 2,3 % 2017.

Löneökningarna dämpas av ett antal faktorer. Sådana faktorer är bland annat den fortsatta graden av lediga resurser på arbetsmarknaden och de pågående anpassningsprocesserna för kostnadskonkurrenskraft i vissa euroländer. Dessutom kommer strukturella arbetsmarknadsreformer som syftar till att stärka sysselsättningstillväxten och som genomförts under krisen i vissa euroländer sannolikt att dämpa uppgången i löneutvecklingen under den pågående återhämtningen. Styrkan i löneökningarna förväntas bli måttlig samtidigt som de nedåtriktade effekterna på lönerna från andrahandseffekter till följd av det tidigare oljeprisfallet också förväntas bli begränsade. Detta återspeglar det faktum att automatiska löneindexeringssystem framför allt tillämpas för uppåtriktade prisjusteringar och att sådana system tillfälligt har upphävts eller begränsats i vissa av de länder där de finns.

Enhetsarbetskostnaderna förväntas endast öka mycket lite under den ekonomiska återhämtningen. Kostnadstrycket från ökade löner väntas endast delvis uppvägas av den tilltagande konjunkturella produktivitetstillväxten fram till 2017. Tillväxten i enhetsarbetskostnader väntas öka till 1,3 % 2017.

Tabell 1 Makroekonomiska bedömningar för euroområdet¹⁾

(årliga procentuella förändringar)

	Juni 2015				Mars 2015			Revideringar sedan mars 2015 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Real BNP ³⁾	0,9	1,5	1,9	2,0	1,5	1,9	2,1	0,0	0,0	-0,1
		[1,2 - 1,8] ⁴⁾⁵⁾	[0,8 - 3,0] ⁴⁾⁵⁾	[0,7 - 3,3] ⁴⁾⁵⁾	[1,1 - 1,9] ⁴⁾	[0,8 - 3,0] ⁴⁾	[0,9 - 3,3] ⁴⁾			
Privat konsumtion	1,0	1,9	1,6	1,6	1,8	1,6	1,6	0,1	0,0	0,0
Offentlig konsumtion	0,7	0,7	0,7	0,8	1,0	0,6	0,8	-0,3	0,2	0,0
Fasta bruttoinvesteringar	1,2	1,9	3,5	3,9	1,7	4,1	4,6	0,1	-0,6	-0,7
Export ⁶⁾	3,8	4,2	5,4	5,6	4,1	5,1	5,5	0,1	0,2	0,1
Import ⁶⁾	4,1	4,8	5,8	5,9	4,3	5,5	5,8	0,5	0,3	0,1
Sysselsättning	0,6	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,0	0,0	0,0
Arbetslöshet (i procent av arbetskraften)	11,6	11,1	10,6	10,0	11,1	10,5	9,9	0,0	0,1	0,0
HIKP	0,4	0,3	1,5	1,8	0,0	1,5	1,8	0,3	0,0	-0,1
		[0,2 - 0,4] ⁴⁾	[0,9 - 2,1] ⁴⁾	[1,0 - 2,6] ⁴⁾	[-0,3 - 0,3] ⁴⁾	[0,8 - 2,2] ⁴⁾	[1,0 - 2,6] ⁴⁾			
HIKP exklusive energi	0,7	0,9	1,4	1,7	0,8	1,4	1,8	0,0	-0,1	0,0
HICP exklusive energi och livsmedel	0,8	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,0	0,0
HIKP exklusive energi, livsmedel och förändringar i indirekta skatter ⁷⁾	0,7	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,1	0,0
Enhetsarbetskostnader	1,2	0,8	0,7	1,3	1,1	1,0	1,2	-0,3	-0,3	0,1
Ersättning per anställd	1,5	1,4	1,7	2,3	1,7	2,0	2,3	-0,3	-0,3	0,0
Arbetskraftens produktivitet	0,3	0,6	1,0	1,0	0,6	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1
Budgetsaldo, offentlig sektor (procent av BNP)	-2,4	-2,1	-1,8	-1,5	-2,3	-1,9	-1,5	0,2	0,1	0,1
Strukturellt budgetsaldo (i procent av BNP) ⁸⁾	-1,8	-1,7	-1,7	-1,4	-1,8	-1,7	-1,7	0,1	0,1	0,3
Den offentliga sektorns bruttoskuld (i procent av BNP)	92,0	91,5	90,2	88,4	91,4	89,8	87,9	0,1	0,4	0,6
Bytesbalans (i procent av BNP)	2,2	2,1	2,0	2,0	2,7	2,5	2,4	-0,6	-0,4	-0,4

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) Intervallen i Eurosystemets experters framtidsbedömningar för real BNP-tillväxt 2015, 2016 och 2017 har korrigerats sedan det här dokumentet först publicerades 3 juni 2015.

6) Handel inom euroområdet ingår.

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

8) Beräknat som den offentliga sektorns budgetsaldo, rensat för kortvariga effekter i konjunkturcykeln och tillfälliga statliga åtgärder (för ECBS metoder, se *Working Paper Series*, nr 77, ECB, september 2001 och *Working Paper Series*, nr 579, ECB, januari 2007). Prognosen för det strukturella saldot har inte härletts från ett sammantaget mått på produktionsgapet. I de metoder som används av ECBS beräknas cykliska komponenter separat för olika intäkts- och utgiftsposter. Mer information finns i en ruta i ECB:s månadsrapport från mars 2012 ("Cyclical adjustment of the government budget balance") samt i en ruta i ECB:s månadsrapport från september 2014, "The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position".

Vinstmarginalerna förväntas öka i takt med återhämtningen. Efter en svag period under de senaste åren återhämtar sig vinstmarginalerna igen under bedömningsperioden då produktiviteten ökar och den

ekonomiska aktiviteten stärks, vilket stöder företagens prissättningskraft. De produktmarknadsreformer som genomfördes under krisen förväntas dock få en dämpande effekt på vinstmarginalernas ökning under konjunkturuppgången. Skärpt konkurrens på globala och inhemska produktmarknader kan också försena eller dämpa den konjunkturella uppgången i vinstmarginaler jämfört med historiska mönster.

Jämfört med de framtidsbedömningar som offentliggjordes i mars har utsikterna för HIKP-inflationen reviderats upp för 2015 men är i stort sett oförändrad för 2016 och 2017. Upprevideringen för 2015 speglar de uppåtriktade effekterna från den senaste uppgången i oljepriser i euro jämfört med den tidigare bedömningsperioden.

4. UTSIKTER FÖR DE OFFENTLIGA FINANSERNA

Den finanspolitiska inriktningen, mätt som förändringen av det konjunkturrensade primärsaldot, beräknas vara generellt sett neutral under bedömningsperioden. Detta återspeglar en måttlig tillväxt i de offentliga utgifterna i förhållande till trendmässig BNP-tillväxt, som till stor del torde uppvägas av skattesänkningar i vissa länder. Den positiva effekten av automatiska stabilisatorer på inhemsk efterfrågan kommer efterhand att minska när ekonomin återhämtar sig.²

De offentliga underskotten och underskottskvoterna beräknas sjunka under bedömningsperioden. Minskningen i den offentliga sektorns underskott som andel av BNP beror helt på den förbättrade konjunkturen i euroområdet och minskade ränteutgifter. Däremot beräknas den strukturella primära budgetsaldot att förbli i stort sett oförändrat under bedömningsperioden, vilket speglar en generellt sett neutral finanspolitik. Den offentliga skuldkvoten beräknas ha nått sin topp 2014 för att sedan sjunka under bedömningsperioden till följd av förbättrad budgetbalans, starkare tillväxt och låga räntor.

Jämfört med bedömningarna som offentliggjordes i mars är banan för den offentliga sektorns budgetsaldo något mer gynnsam medan utsikterna för skulderna försämrats något. Den lilla förbättringen i den offentliga sektorns saldo beror i huvudsak på en ytterligare nedgång i staternas upplåningskostnader. Utsikterna för den offentliga sektorns skuldkvot har reviderats upp, vilket huvudsakligen beror på denominatoreffekten från lägre nominell BNP.

Ruta 3

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 diskuteras osäkerheten som omger oljepriser och växelkurser och känsligheten i bedömningarna vad gäller dessa variabler.

1) En alternativ oljeprisutveckling

Alternativa oljeprismodeller visar på något högre oljepriser 2017. Enligt de tekniska antagandena väntas oljepriserna stiga under bedömningsperioden (se ruta 2). Den här utvecklingen är i linje med en återhämtning i den globala efterfrågan på olja när världsekonomin tar fart och med ett något lägre oljeutbud på grund av underinvestering och bortfall av oljekapacitet i vissa oljeproducerande länder. Eurosystemets experter använder sig av en uppsättning alternativa modeller för att förutse oljepriserna under bedömningsperioden. Dessa modeller omfattar (i) en "riskjusterad" terminsmodell – en statistisk

² De finanspolitiska antagandena speglar den information som ingår i budgetlagar för 2015 och de nationella budgetplaner på medellång sikt och uppdateringar av stabilitetsprogram som var tillgängliga den 20 maj 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.

modell som korrigerar prognosfelet i terminspriser genom att korrigera en tidsvarierande riskpremie som är kopplad till den ekonomiska aktiviteten i USA, (ii) en Bayesiansk VAR-modell (BVAR) – en empirisk modell som baseras på data avseende oljefundamenta (oljaproduktion och oljelager) och den globala aktiviteten, och (iii) en DSGE-modell (dynamisk stokastisk allmän jämviktsmodell) – en teoretisk modell som fångar den långsiktiga dynamiken på oljemarknaden.¹ Ett lika viktat genomsnitt av oljepriset från dessa tre modeller, tillsammans med oljepriset från terminsmarknaderna såsom det ingår i grundscenariot, tyder nu på något lägre oljepriser 2015 och 2016 än i grundscenariot. För 2017 pekar dock denna modellkombination på en något brantare ökning av oljepriserna, vilket ligger i linje med bortfallet av oljeproduktionskapacitet i vissa länder. Effekterna av denna alternativa utveckling för den reala BNP-tillväxten och inflationen under 2015 och 2016 är mycket begränsade samtidigt som den pekar på marginellt lägre tillväxt 2017 och något högre HIKP-inflation (+0,1 procentenhet).

2) En alternativ växelkursutveckling

En ytterligare depreciering av euron skulle kunna bli följden av förväntningarna om olika penningpolitiska inriktningar i euroområdet och i USA. Ett sådant scenario skulle innebära en utdragen period med låga räntor i euroområdet och en snabbare uppåtriktad normalisering av penningpolitiken i USA. En alternativ växelkursutveckling för euron, med en ytterligare depreciering, har beräknats från den 25:e percentilen i fördelningen som ges genom den implicita riskneutrala täthetsfunktionen för växelkursen USD/EUR den 12 maj 2015. Denna utveckling implicerar en gradvis depreciering av euron mot USD till en växelkurs på 1,03 under 2017, vilket är 8,2 % 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 effektiv växelkurs med en elasticitet på runt 52 %. Detta leder till en gradvis nedåtriktad avvikelse i eurons effektiva växelkurs från grundscenariot till en nivå som är 4,3 % lägre än grundscenariot 2017. I detta scenario pekar resultaten från ett antal av Eurosystemets experters makroekonomiska modeller på en högre real BNP-tillväxt (med 0,1–0,3 procentenheter) och högre HIKP-inflation (med 0,1–0,4 procentenheter) 2015, 2016 och 2017.

¹ För mer information se Manescu, C. och Van Robays, I., "Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance", *Working Paper Series*, No 1735, ECB, 2014.

Ruta 4

PROGNOSE AV ANDRA INSTITUT

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

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

(årliga procentuella förändringar)

	Datum för offentliggörande	BNP-ökning			HIKP-inflation		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Eurosystemets experters framtidsbedömningar	Juni 2015	1,5	1,9	2,0	0,3	1,5	1,8
		[1,2-1,8] ¹⁾	[0,8-3,0] ¹⁾	[0,7-3,3] ¹⁾	[0,2-0,4]	[0,9-2,1]	[1,0-2,6]
Europeiska kommissionen	Maj 2015	1,5	1,9	-	0,1	1,5	-
Euro Zone Barometer	Maj 2015	1,5	1,9	1,6	0,1	1,2	1,6
Consensus Economics Forecasts	Maj 2015	1,5	1,8	1,6	0,1	1,2	1,5
Survey of Professional Forecasters	Maj 2015	1,4	1,7	1,8	0,1	1,2	1,6
IMF	April 2015	1,5	1,6	-	0,1	1,0	-

Källor: Europeiska kommissionens ekonomiska vårprognos 2015, IMF World Economic Outlook april 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.

1) Intervallen i Eurosystemets experters framtidsbedömningar för real BNP-tillväxt 2015, 2016 och 2017 har korrigerats sedan det här dokumentet först publicerades 3 juni 2015.

© Europeiska centralbanken, 2015

Adress: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Tyskland

Postadress: 60640 Frankfurt am Main, Tyskland

Telefon: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

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

Alla rättigheter förbehålls.

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