



Mars 2018

Makroekonomiska framtidssbedömningar för euroområdet av ECB:s experter¹

Den ekonomiska tillväxten i euroområdet bedöms fortsätta vara robust, med en tillväxttakt som förblir högre än den potentiella tillväxten. Den reala BNP-tillväxten väntas mattas av från 2,5 procent 2017 till 1,7 procent 2020² eftersom en viss medvind långsamt försvinner. HIKP-inflationen väntas öka till 1,7 procent 2020. Den får stöd av en gradvis uppgång i den underliggande inflationen när kapacitetsbegränsningarna blir mer begränsande.

1

Realekonomin

Mycket gynnsamma indikatorer pekar på fortsatt robust real BNP-tillväxt på kort sikt. Enligt den senaste statistiken från Eurostat ökade real BNP med 0,6 procent under det fjärde kvartalet 2017 på grund av positiva bidrag från både inhemsk efterfrågan, främst fasta investeringar, och nettohandel. Förhållandena på arbetsmarknaden har fortsatt att förbättras och arbetslösheten sjönk till 8,6 procent i januari 2018, vilket är den lägsta nivån sedan slutet av 2008. Den reala BNP-tillväxten bedöms vara robust under den första halvan av 2018, i linje med mycket höga förtroendenivåer bland företag och konsumenter.

På medellång sikt finns de grundläggande faktorerna för en fortsatt expansion kvar. Ett antal gynnsamma faktorer väntas ge fortsatt stöd åt inhemsk efterfrågan. ECB:s ackommoderande penningpolitik fortsätter att få genomslag i ekonomin. Utlåningen till den privata sektorn fortsätter att öka, driven av låga räntor och gynnsamma villkor för bankutlåning. Lägre behov av skuldreducering kommer också att bidra till mer dynamik i den privata sektorn. Dessutom bör privat konsumtion och bostadsinvesteringar gynnas av ytterligare förbättringar av förhållandena på arbetsmarknaden och en ökning i hushållens nettoförmögenhet. Samtidigt kommer

¹ Dessa makroekonomiska framtidssbedömningar av ECB:s experter utgör underlag för ECB-rådets bedömning av den ekonomiska utvecklingen och riskerna för prisstabiliteten. De framtidssbedömningar 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 13 februari 2018 (se ruta 1). Stoppdatum för andra uppgifter till bedömningarna var den 19 februari 2018. De aktuella makroekonomiska framtidssbedömningarna omfattar perioden 2018-2020. 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.

Se <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> för en tillgänglig version av de data som ligger till grund för de olika tabellerna och diagrammen.

² Bilderna avser kalenderjusterade uppgifter.

företagens investeringar att fortsätta återhämta sig, vilket också speglar stärkta vinstmarginaler beroende på ökat efterfrågetryck. Euroområdet export väntas fortsätta vara robust, tack vare den pågående expansionen av den globala ekonomiska aktiviteten och motsvarande tillväxt i den utländska efterfrågan på export från euroområdet.

Tabell 1
Makroekonomiska bedömningar för euroområdet¹⁾

(årliga procentuella förändringar)

	Mars 2018				December 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Real BNP	2,5	2,4	1,9	1,7	2,4	2,3	1,9	1,7
		[2,1 – 2,7] ²⁾	[0,9 – 2,9] ²⁾	[0,7 – 2,7] ²⁾	[2,3 – 2,5] ²⁾	[1,7 – 2,9] ²⁾	[0,9 – 2,9] ²⁾	[0,6 – 2,8] ²⁾
Privatkonsumtion	1,9	1,7	1,7	1,5	1,9	1,7	1,6	1,5
Offentlig konsumtion	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Fasta bruttoinvesteringar	3,7	4,4	3,4	2,8	4,4	4,3	3,4	2,9
Export ³⁾	5,2	5,3	4,1	3,8	5,0	5,1	4,1	3,7
Import ³⁾	4,6	5,1	4,5	4,0	5,1	5,2	4,4	3,9
Sysselsättning	1,7	1,4	1,1	0,8	1,7	1,3	1,0	0,8
Arbetslöshet (i procent av arbetskraften)	9,1	8,3	7,7	7,2	9,1	8,4	7,8	7,3
HIKP	1,5	1,4	1,4	1,7	1,5	1,4	1,5	1,7
		[1,1 – 1,7] ²⁾	[0,6 – 2,2] ²⁾	[0,8 – 2,6] ²⁾	[1,5 – 1,5] ²⁾	[0,9 – 1,9] ²⁾	[0,7 – 2,3] ²⁾	[0,8 – 2,6] ²⁾
HIKP exklusive energi	1,2	1,2	1,6	1,9	1,2	1,3	1,6	1,9
HIKP exklusive energi och livsmedel	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8
HIKP exklusive energi, livsmedel och förändringar i indirekta skatter ⁴⁾	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8
Enhetsarbetskraftskostnader	0,8	1,1	1,2	1,8	0,9	1,2	1,1	1,8
Ersättning per anställd	1,6	2,2	2,0	2,7	1,7	2,1	1,9	2,7
Arbetsproduktivitet	0,8	1,0	0,8	0,9	0,8	1,0	0,9	0,9
Budgetsaldo, offentlig sektor (procent av BNP)	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5
Strukturellt budgetsaldo (i procent av BNP) ⁵⁾	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0
Den offentliga sektorns bruttoskuld (i procent av BNP)	86,7	84,4	82,1	79,7	87,0	85,1	83,1	80,7
Bytesbalans (i procent av BNP)	3,7	4,2	4,3	4,5	3,1	2,9	2,7	2,8

1) Real BNP och komponenter avser kalenderjusterade uppgifter.

2) Intervallen runt bedömningarna 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 Eurosystem and 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 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".

Trots detta väntas den reala BNP-tillväxten mattas av något under bedömningsperioden, i takt med att många medvindsfaktorer gradvis avtar.

Effekterna av tidigare penningpolitiska åtgärder väntas mattas av gradvis under bedömningsperioden. Ett ökat försiktighetssparande och en långsammare sysselsättningstillväxt, delvis som resultat av en ökande brist på arbetskraft i vissa länder, kan komma att dämpa konsumtionsutvecklingen. Exporttillväxten i euroområdet väntas dämpas av eurons starka appreciering sedan april 2017, och av avmattningen i tillväxttakten för den utländska efterfrågan på export.

Ökningen i real disponibel inkomst förblir solid. Bidraget från bruttolöner till den nominella disponibla inkomsttillväxten väntas förbli relativt oförändrad under bedömningsperioden, eftersom starkare nominella löneökningar uppväger effekterna av en långsammare sysselsättningstillväxt. Tillväxten i andra personliga inkomster väntas bli starkare, vilket avspeglar den positiva utvecklingen av vinster och förmögenhetsinkomster. Ökningen i real disponibel inkomst förväntas ta fart under 2018 och 2019 för att sedan försvagas under 2020 då konsumentprisinflationen tilltar.

Den privata konsumtionstillväxten fortsätter att vara gynnsam Konsumenternas mycket starka förtroende, ytterligare förbättringar av läget på arbetsmarknaden och stigande reallöner per anställd pekar på en stark konsumtionstillväxt under de kommande kvartalen. På medellång sikt förväntas dock den privata konsumtionstillväxten att halka efter ökningen i real disponibel inkomst något, då hushållen torde komma att lägga en större del av sina inkomster på sparande.

Den privata konsumtionstillväxten lär också stödjas förbättrade villkor för bankutlåning, förstärkta genom ECB:s penningpolitiska åtgärder och de framsteg som gjorts med skuldreducering. Låga räntor har påverkat både ränteintäkter och räntekostnader för hushåll men de tenderar att omfördela resurser från nettosparare till nettolåntagare. I och med att de sistnämnda vanligtvis har en högre marginell benägenhet att konsumera lär denna omfördelning ytterligare stödja aggregerad privatkonsumtion. Vidare bör både högre nettoförmögenhet för hushåll och de framsteg som gjorts i skuldeddragning också gynna privat konsumtion.

Hushållens sparkvot väntas öka gradvis under bedömningsperioden från historiskt låga nivåer. Sparkvoten har sjunkit på senare tid, främst beroende på förbättringar i hushållens ekonomiska och finansiella situation och p.g.a. att de mycket låga räntorna påverkar hushållens vilja att spara. Sparkvoten väntas öka under bedömningsperioden. Detta återspeglar en förväntad återhämtning i försiktighetssparande i och med att konjunkturen mattas av samt även av ökat bidrag från icke arbetsrelaterade inkomster. Hushållens sparkvot väntas också stiga på grund av sänkta direkta skatter i vissa länder.

Ruta 1

Tekniska antaganden om räntor, växelkurser och råvarupriser

Jämfört med framtidsbedömningarna från december 2017 innehåller de tekniska antagandena en starkare växelkurs för euron, särskilt mot US-dollar, högre oljepriser och

högre räntor. De tekniska antagandena om räntor och råvarupriser baseras på marknadsförväntningar med stoppdatum den 13 februari 2018. De korta räntorna avser tremånaders Euribor, med marknadsförväntningar härledda från terminsräntor. Beräkningsmetoden ger en genomsnittsnivå för dessa korta räntor på -0,3 procent 2018, -0,1 procent 2019 och 0,4 procent 2020. Marknadens förväntningar för de nominella tioåriga statsobligationsräntorna i euroområdet implicerar en genomsnittlig nivå 1,3 procent 2018, 1,6 procent 2019 och 1,9 procent 2020.³ Jämfört med framtidsbedömningarna från december 2017 har marknads förväntningar för de korta räntorna reviderats upp med 10 och 30 punkter för 2019 respektive 2020, medan de för de långa räntorna har reviderats upp med omkring 20 punkter under bedömningsperioden.

När det gäller råvarupriser görs antagandet, baserat på genomsnittet på terminsmarknaderna under den tvåveckorsperiod som slutade på stoppdatumet den 13 februari 2018, att priset på Brentråolja stiger från 54,4 US-dollar per fat 2017 till 65,0 US-dollar 2018 för att därefter sjunka till 61,2 US-dollar 2019 och 58,3 US-dollar 2020. Jämfört med framtidsbedömningarna från december 2017 tyder denna utveckling på att oljepriserna i US-dollar blir 5,5 procent högre 2018, 3,8 procent högre 2019 och 1,7 procent högre 2020. Mätt i US-dollar väntas priserna på andra råvaror än energi att öka betydligt under 2018 och därefter mera måttligt.⁴

De bilaterala växelkurserna förväntas under bedömningsperioden vara oförändrade på de genomsnittliga nivåer som rådde under tvåveckorsperioden fram till stoppdatumet den 13 februari 2018. Detta implicerar en genomsnittlig växelkurs på 1,23 US-dollar per euro 2018 och 1,24 US-dollar per euro 2019–2020, jämfört med 1,17 US-dollar i framtidsbedömningarna från december 2017. Eurons effektiva växelkurs (mot 38 handelspartner) är 1,6 procent högre än i framtidsbedömningarna från december 2017.

Tekniska antaganden

	Mars 2018				December 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Tremånaders EURIBOR (i procent per år)	-0,3	-0,3	-0,1	0,4	-0,3	-0,3	-0,1	0,1
Ränta på tioåriga statsobligationer (i procent per år)	1,0	1,3	1,6	1,9	1,1	1,1	1,4	1,7
Oljepris (i USD/fat)	54,4	65,0	61,2	58,3	54,3	61,6	58,9	57,3
Priser på icke energirelaterade råvaror i USD, (årlig procentuell förändring)	7,9	7,4	3,2	4,5	7,9	3,3	3,4	4,3
USD/EUR växelkurs	1,13	1,23	1,24	1,24	1,13	1,17	1,17	1,17
Eurons nominella effektiva växelkurs (EER38) (årlig procentuell förändring)	2,2	4,5	0,1	0,0	2,2	2,8	0,0	0,0

Återhämtningen i bostadsinvesteringar väntas fortsätta. Bostadsinvesteringarna har ökat kraftigt de senaste kvartalen med stöd av gynnsamma finansieringsvillkor

³ Antagandet om nominella tioåriga statsobligationsräntor i euroområdet grundar sig på det viktade genomsnittet av olika länders tioåriga referensobligationer, viktat med BNP på årsbasis och förlängt med 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. Räntespreaden mellan landsspecifika statsobligationsräntor och motsvarande genomsnitt för euroområdet antas vara konstant under bedömningsperioden.

⁴ Antaganden om råvarupriser på olja och livsmedel baseras på terminspriser fram t.o.m. slutet av bedömningsperioden. Priserna på andra råvaror än energi antas följa terminspriserna till första kvartalet 2019 och därefter utvecklas i linje med den globala ekonomiska aktiviteten.

och stigande inkomster i och med förbättringar på arbetsmarknaden. Dessutom förefaller den nedåtriktade korrigeringsprocessen på bostadsmarknaderna ha upphört i många länder i euroområdet. Enkätundersökningar visar att fler och fler hushåll planerar att köpa eller bygga bostad eller att påbörja renovering av bostad inom de närmaste två åren. De grundläggande förutsättningarna för en fortsatt återhämtning i bostadsinvesteringarna kvarstår under bedömningsperioden. Utvecklingen väntas dock tappa fart något i och med att bostadscykeln befinner sig i en mogen fas och att effekterna av finanspolitiska incitament i vissa länder avtar samt att de demografiska trenderna är ofördelaktiga.

Företagsinvesteringarna väntas fortsätta att återhämta sig under bedömningsperioden, om än i en långsammare takt. Följande faktorer väntas ge fortsatt stöd åt företagsinvesteringar: Företagens förtroende är fortsatt mycket högt mot bakgrund av mycket gynnsamma produktionsförväntningar och växande orderböcker. Kapacitetsutnyttjandet fortsätter att stiga snabbt och närmar sig den högsta nivån från före krisen. Finansieringsvillkoren väntas fortsätta vara mycket stödjande under bedömningsperioden och vinstmarginalerna väntas stärkas inom ramen för en redan kapitalstark icke-finansiell företagssektor. Dessutom har de kraftigt stigande aktiekurserna under de senaste åren (trots en blygsam korrigerings) och måttlig tillväxt i skuldfinansiering lett till att skuldsättningsgraden (skulder i förhållande till totala tillgångar) i den icke-finansiella företagssektorn hamnat på närmast historiskt låga nivåer. Den konsoliderade bruttoskulden (skuldkvoten) har dock minskat betydligt mindre och ligger nu på samma nivå som före krisen. En gradvis tempoförlust i företagsinvesteringar under bedömningsperioden speglar också den generella avmattningen i både inhemsk och utländsk efterfrågan.

Ruta 2

Omvärlden

Tempot i den globala ekonomins expansion höjdes under det andra halvåret 2017, och tillväxten i aktivitet och handel blev mer brett baserad. Enkätbaserade indikatorer pekar på en fortsatt global tillväxt på kort sikt, med det globala inköpschefsindexet (exklusive euroområdet) nära det långsiktiga genomsnittet. De globala finansiella förutsättningarna förblir ackommoderande trots att det internationella ränteläget sedan början på 2018 är stramare. De långa räntorna steg i USA och de globala aktiemarknaderna gick ner kraftigt i februari samtidigt som volatiliteten ökade. Tillväxten i den globala ekonomiska aktiviteten väntas framöver förbli stabil, men lägre än takten för den potentiella tillväxten före krisen. Utsikterna för avancerade ekonomier innefattar en robust expansion med ökad aktivitet på kort sikt beroende på den nya skattereformen i USA. Produktionstillväxten väntas därefter mattas av något då återhämtningen mognar och produktionsgapen rör sig in på positivt territorium. På tillväxtmarknaderna stöds utsikterna av återhämtningen i råvaruexporterande ekonomier, i synnerhet Brasilien och Ryssland, och av motståndskraftig tillväxt i Indien och Kina. Den globala aktiviteten (exklusive euroområdet) beräknas öka med 4,1 % 2018 för att därefter avta något till 3,7 % under 2020. Jämfört med framtidsbedömningarna från december 2017 revideras den globala BNP-tillväxten upp för 2017–2019, vilket främst återspeglar de gynnsamma effekterna av det amerikanska skattepaketet.

Omvärlden

(årliga procentuella förändringar)

	Mars 2018				December 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Global real BNP-tillväxt (exkl. euroområdet)	3,8	4,1	3,9	3,7	3,7	3,9	3,8	3,7
Världshandeln (exkl. euroområdet) ¹⁾	5,6	4,9	4,5	3,9	5,6	4,5	4,2	3,7
Utländsk efterfrågan på export från euroområdet ²⁾	5,5	4,7	4,1	3,6	5,5	4,4	3,8	3,5

1) Beräknat som ett viktat genomsnitt av importen.

2) Beräknat som ett viktat genomsnitt av euroområdets handelspartners import.

Efter en exceptionellt stark tillväxt under det första halvåret 2017 väntas tillväxten i den globala handeln vara fortsatt robust under kommande kvartal och i linje med de gynnsamma indikatorerna för global handel. På medellång sikt väntas utsikterna för handeln vara mer i linje med de för den globala aktiviteten (kopplad till handelns elasticitet gentemot den globala BNP-tillväxten på omkring 1). Utländsk efterfrågan på export från euroområdet beräknas öka med 5,5 procent 2017, 4,7 procent 2018, 4,1 procent 2019 och 3,6 procent 2020. Jämfört med framtidsbedömningarna från december 2017 har utländsk efterfrågan på export från euroområdet reviderats upp. Detta återspeglar främst positiva effekter av den amerikanska skattereformen, som förväntas höja landets importefterfrågan.

Ruta 3

Faktorer som driver utsikterna för global handel

Efter en längre period med trög tillväxt har den globala handeln nu sedan de senaste 18 månaderna åter tagit fart . Den globala importen ökade med 5,5 % under 2017, vilket är väl över genomsnittet för 2012–2016. Tillväxten i den globala importen gick även om expansionen av den globala aktiviteten, vilket tyder på en ökning i den globala handelns elasticitet gentemot tillväxten. Den senaste stärkningen i global handel verkar delvis återspegla vissa specifika engångsfaktorer, framför allt en uppgång i handeln i vissa tillväxtländer i Asien samt inneboende volatilitet i data för global handel. Däremot tycks återhämtningen i världshandeln under det senaste året vara brett baserad över alla regioner. I alla utom 5 av de 32 största ekonomierna i världen steg importen under 2017 jämfört med medelvärdet för de fem senaste åren.

Den cykliska återhämtningen i global aktivitet, särskilt investeringar, har bidragit till en förnyelse för handeln. Efter de senaste årens nedslående utveckling har den globala aktiviteten visat tecken på en cyklisk återhämtning. Vad som är viktigare för global handel är att investeringar bottnade på mycket låga nivåer i början av 2016, då en lägsta nivå nåddes. Nu har dock de globala handelsinvesteringarna, som är en relativt importintensiv efterfrågekomponent, expanderat märkbart och de ligger åter på nivåer nära de genomsnittliga nivåerna före krisen. Uppgången i aktivitet och investeringar återspeglar ett antal faktorer. I avancerade ekonomier har finanspolitiken lättat och blivit alltmer stödjande och penningpolitiken har förblivit mycket stimulerande. Gynnsamma finansieringsvillkor och stark framtidstro har också bidragit. Dessutom har stabila eller stigande råvarupriser gett stöd åt investeringar i råvaruexporterande ekonomier som gick tillbaka efter försämrade bytesförhållanden efter 2014.

Länderspecifika modeller på importefterfrågan understryker investeringars roll som drivande faktor i den senaste tidens handelsutveckling. Uppskattningar av standardmodeller på importefterfrågan för 19 länder, som står för 75 % av global import, bekräftar iakttagelserna att återhämtningen delvis fått stöd av ökande global investeringsefterfrågan. En annan förklaring till den senaste tidens tillväxt i handel, som också indikeras i modellerna, är att handelns elasticitet gentemot aktiviteten är starkt procyklisk. Under ekonomisk uppgång där aktiviteten ökar kraftigare än sin trendnivå har handelns elasticitet mot aktiviteten också en tendens att stiga. Denna tolkning står i överensstämmelse med tidigare erfarenheter; när den globala aktiviteten hämtade sig 2015 och 2016 ökade den globala handeln ännu snabbare, dvs. handelns elasticitet gentemot tillväxten gick åter upp.

Gynnsamma faktorer bakom den senaste uppgången i handelns inkomstelasticitet väntas förblekna under bedömningsperioden. Bedömningarna för globala investeringar pekar på att en måttlig vidare expansion inträder när återhämtningen går in i en mogen fas, reservkapaciteten minskar och den globala aktiviteten saktar av. Den globala ekonomiska expansionen väntas dessutom dämpas. När den globala tillväxten försvagas väntas alltså handelns inkomstelasticitet försvagas beroende på den mer dämpade takten på investeringstillväxten och även på dess procykliska natur. Således väntas importen mot slutet av bedömningsperioden växa mer i linje med aktiviteten. Detta är i överensstämmelse med belägg på att kraften som tidigare drivit de långfristiga strukturella faktorerna har avtagit sedan finanskrisen. Dessa faktorer låg bakom den globala handelns snabba expansion i en takt som överskred den globala aktiviteten, framför allt den hastiga expansionen av globala värdekedjor.⁵

Exporttillväxten till länder utanför euroområdet beräknas dämpas av den senaste tidens eurokursförstärkning.

Efter en stadig tillväxt under andra halvåret 2017, förväntas exporten från euroområdet växa i en långsammare takt än den för utländsk efterfrågan på export från euroområdet. Detta beror på den senaste tidens eurokursförstärkning, som medför vissa förluster i exportmarknadsandelar. Importen från länder utanför euroområdet väntas gynnas av den positiva utvecklingen i inhemsk efterfrågan och den starkare euron. Importtillväxten förväntas avta i mindre utsträckning än den för exporten, vilket leder till ett litet negativt bidrag av nettohandel till ekonomisk tillväxt under loppet av 2018, och därefter ge ett neutralt bidrag.

Sysselsättningstillväxten förväntas avta.

Antalet sysselsatta i euroområdet ökade med 0,4 procent under tredje kvartalet 2017 och beräknas ha ökat ytterligare under fjärde kvartalet. Den senaste tidens starka sysselsättningstillväxt har varit brett baserad i flera länder och enligt framåtblickande undersökningar kommer den fortsätta att vara robust den närmaste tiden. Därefter förväntas sysselsättningstillväxten tappa lite fart, eftersom effekterna från vissa gynnsamma tillfälliga faktorer (som t.ex. finanspolitiska stimulansåtgärder i vissa länder) väntas avta gradvis och sysselsättningen inom den offentliga sektorn väntas sjunka i vissa länder.

⁵ Se även Europeiska centralbankssystemet, kommittén för internationella förbindelser, "Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?", *Occasional Paper Series*, nr 178, ECB, 2016.

Arbetskraftsökningen beräknas blir alltmer dämpad p.g.a. arbetskraftsbrist.

Arbetskraften väntas fortsätta att expandera under bedömningsperioden, vilket speglar en nettoinvandring av arbetstagare, förväntad integration av flyktingar och ytterligare höjning av förvärvsfrekvensen. Dessa positiva effekter bedöms emellertid under bedömningsperioden utjämnas av effekterna av en alltmer ofördelaktig demografi. Detta bidrar också till att sysselsättningstillväxten dämpas under 2019 och 2020.

Arbetslösheten väntas sjunka till 7,2 procent 2020. Arbetslösheten minskade till 8,6 procent i januari 2018, vilket är den lägsta nivå som uppmätts sedan slutet av 2008. Antalet arbetslösa väntas framöver fortsätta att sjunka kraftigt och närma sig nivån från före krisen.

Som en spegelbild av konjunkturmönstret kommer tillväxten i

arbetsproduktiviteten att vara högre än föregående år. Arbetsproduktiviteten tog fart under 2017 när det ovan nämnda tillfälliga uppsvinget i sysselsättning började avta. Framåt under bedömningsperioden tyder en ökad användning av kapital mot bakgrund av minskande överkapacitet, en ökning i antalet arbetade timmar per anställd och vissa ökningar i total faktorproduktivitet på en i stort sett oförminskad tillväxt i arbetskraftsproduktiviteten. Den ot väntas dock under 2019–2020 ligga lite under sin medelnivå från före krisen (1,0 procent).

Den reala BNP-tillväxten förväntas ligga över den potentiella tillväxten fram till 2020. Den potentiella produktionstillväxten bedöms ha förstärkts de senaste åren med stöd från mer gynnsamma bidrag från kapital, arbetskraft och totalfaktorproduktivitet. I slutet av bedömningsperioden, trots fördröjd faktisk tillväxt i real BNP, förväntas den potentiella tillväxten återgå till nära den tillväxttakt som rådde före krisen. Det måste dock påpekas att både potentiell tillväxt och dess pådrivande faktorer inte går att observera direkt, och sådana bedömningar omges av betydande osäkerhet.

Jämfört med framtidsbedömningarna från december 2017 har den reala BNP-tillväxten reviderats upp för 2018 och förblir oförändrad för 2019–2020.

Upprevideringen för 2018 beror mest på ett förtroende bland företag och konsumenter som är bättre än väntat, vilket tyder på starkare tillväxt, samt en upprevidering av utländsk efterfrågan. Därefter väntas den positiva påverkan från den starkare tillväxten i stora drag uppvägas av negativa effekter från den senaste tidens appreciering av eurons växelkurs på exporten till länder utanför euroområdet samt högre långa räntor.

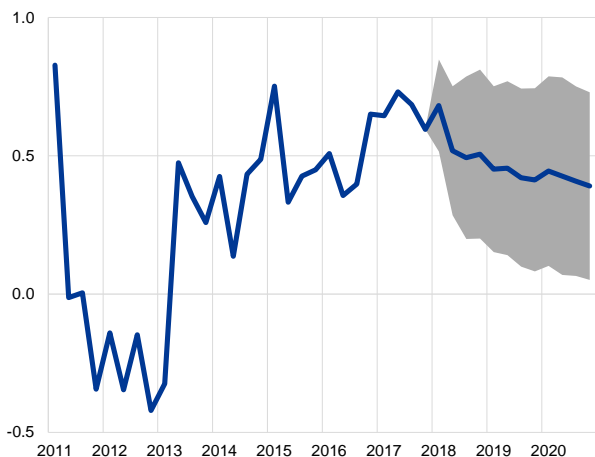
Diagram 1

Makroekonomiska indikatorer¹⁾

(kvartalsuppgifter)

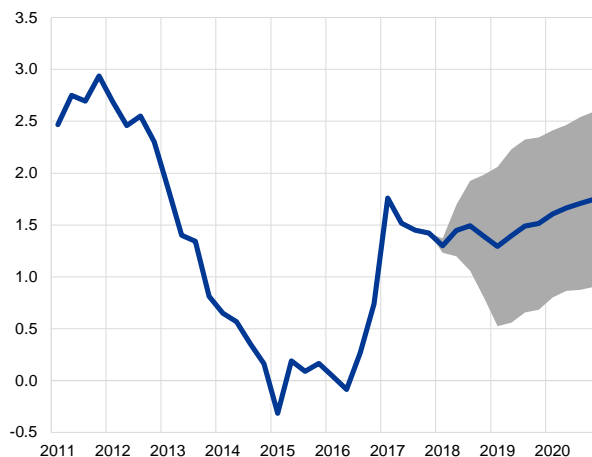
Real BNP i euroområdet²⁾

(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 Eurosystem and ECB staff projection ranges*, ECB, december 2009, publicerad på ECB:s webbplats.

2) Kalenderjusterade data.

2

Priser och kostnader

HIKP-inflationen väntas stiga endast mot slutet av bedömningsperioden i och med att HIKP-energiinflationen 2018 och 2019 på det hela taget torde utjämnas en förstärkning i den underliggande inflationen. HIKP-inflationen beräknas i genomsnitt bli 1,4 procent under 2018 och 2019 samt öka till 1,7 procent 2020. En granskning av komponenterna visar att även om HIKP-energiinflationen väntas bli starkare under de kommande månaderna beroende på den senaste tidens stigande oljepriser och vissa uppåtriktade baseffekter, torde den fr.o.m. 2018 gå ner kraftigt och sjunka till nivåer runt noll i mitten av 2019. Den flacka kurvan för HIKP-energipriser fr.o.m 2019 återspeglar en kombination av den nedåtriktade oljeterminspriskurvan i kombination med uppåtriktade effekter från energiskatter. HIKP:s livsmedelsinflation väntas öka måttligt under bedömningsperioden, med stöd av antagna ökning i priser på internationella livsmedelsråvaror och uppåtriktade effekter från högre tobaksskatter. Underliggande pristryck väntas stiga när ekonomin växer i en takt som är högre än den potentiella tillväxttakten och det positiva produktionsgapet vidgas. I synnerhet väntas de allt stramare förhållanden på arbetsmarknaden med kännbara begränsningar i arbetskraftsutbudet i vissa länder driva upp löner och dessa kostnadsökningar torde slå igenom i priserna under det rådande läget med dånande tillväxt. Temporära uppåtriktade indirekta effekter på underliggande inflation förväntas härstamma från den senaste tidens stigande oljepriser och de antagna prisökningarna på icke-energiorelaterade råvarupriser. Även om eurons starkare växelkurs under den senaste tiden väntas få en nedåtriktad inverkan på inflationen torde detta i viss utsträckning uppvägas av den starka tillväxten i euroområdet då detta medför en starkare prissättningsförmåga för

företagen i euroområdet. Totalt väntas HIKP-inflationen exklusive energi och livsmedel öka gradvis och nå 1,8 % 2020.

Lönetillväxten väntas stärkas markant under bedömningsperioden i och med att arbetsmarknaderna stramas åt och åtgärder som har hittills har dämpat lönetillväxten i vissa länder löper ut. Ökningen i ersättning per anställd väntas stiga från 1,6 procent 2017 till 2,7 procent 2020. En temporär nedgång väntas 2019 som resultat av implementering av finanspolitiska åtgärder i Frankrike, närmare bestämt omvandlingen av ett skatteavdrag i Frankrike (CICE) till en permanent sänkning av arbetsgivaravgifterna.⁶ Enhetsarbetskostnaderna väntas stärkas i motsvarande grad som tillväxten i ersättningen per anställd (från 0,8 % 2017 till 1,8 % 2020) beroende på den i stort sett oförändrad tillväxttakten under bedömningsperioden. Den huvudsakliga drivkraften bakom uppgången i löneutvecklingen är emotsedda vidare förbättringar av förhållandena på arbetsmarknaden med allt stramare villkor och med märkbara begränsningar av arbetskraftsutbudet i vissa delar av euroområdet. Utöver kraften i konjunkturutvecklingen kan den väsentliga inflationsuppgången 2017 jämfört med de tre föregående åren bidra till högre löneökningstakt i euroländer där lönebildningsprocesserna omfattas av retroaktiv indexering eller inslag av förväntningar. Faktorer relaterade till krisen vilka dämpar löneutveckling, såsom åtgärder för att återfå priskonkurrensförmågan i vissa länder samt uppdämda lönerestriktioner i samband med nedåtriktade stelheter i nominella löner under krisen, lär gradvis avta i och med att den ekonomiska återhämtningen fortsätter och breddas i länderna i euroområdet. Slutligen kommer den dämpande inverkan på löneökningar som minskar socialförsäkringsavgifter att försvinna då dessa åtgärder gradvis löper ut under de närmaste åren och frysningar av lönerna i den offentliga sektorn väntas upphöra.

Vinstmarginalerna väntas bli större under den första delen av bedömningsperioden i något högre takt än vad som observerats det senaste året. Vinstmarginalerna har nyligen börjat öka kraftigare vilket återspeglar mindre negativ utveckling av handelsvillkoren samt även den cykliska återhämtningen av ekonomin. Dessa förbättringar väntas fortsätta inom ramen för den pågående ekonomiska expansionen. De beräknade ökningarna av enhetsarbetskostnaderna, liksom av indirekta skatter (netto) per enhet, väntas hålla tillbaka takten i ökningen av vinstmarginalerna, särskilt under slutet av bedömningsperioden.

Importprisinflationen vände upp 2017 och förväntas vara fortsatt positiv under bedömningsperioden, om än mer måttlig än vad som tidigare observerats. Den relativt robusta ökningen av importpriserna i år speglar särskilt vändningen i oljepriserna och även priserna på icke-energi-relaterade råvaror. Avmattningen i importpristillväxten efter 2017 rör också den antagna måttliga utvecklingen för oljepriser men även till ganska svag utveckling i andra råvarupriser. Eurons växelkursförstärkning kommer också att begränsa effekten av råvaruprisutveckling och av gradvis ökande pristryck på importpriserna i euroområdet. Mer allmänt väntas

⁶ Eftersom minskningen i ökningstakten i ersättning per anställd och enhetsarbetskostnader till stor del uppvägs av större vinstmarginaler torde effekterna på prissättningen vara begränsade.

det underliggande globala inflationstrycket stärkas gradvis under bedömningsperioden i och med att globala tillverkningskostnader ökar i samband med att den globala överkapaciteten minskar.

Jämfört med framtidsbedömningarna från december 2017 har utsikterna för HIKP-inflationen 2019 reviderats ned något. För 2018 motverkas de dämpande effekterna på inflationen av antaganden om högre oljepriser räknat i US-dollar och av de dämpande effekterna på inflationen från eurons högre växelkurs. För 2019 dominerar eurons appreciering och resulterar i något lägre utsikter för HIKP-inflationen.

3 Utsikter för de offentliga finanserna

Finanspolitiken i euroområdet förväntas i genomsnitt vara fortsatt neutral under bedömningsperioden. Den finanspolitiska inriktningen mäts som förändringen av det konjunkturjusterade primärsaldot exklusive statligt stöd till finanssektorn. Under 2017 uppvägdes sänkningar av direkta skatter och högre transfereringar till hushållen i sin helhet av höjningar av indirekta skatter och mer dämpad tillväxt i offentlig konsumtion. 2018 formas den finanspolitiska inriktningen i huvudsak av sänkningar av direkta skatter och sociala avgifter och antagandet om en mer dynamisk tillväxt i de offentliga investeringarna. Detta uppvägs endast delvis av höjningar av indirekta skatter och dämpad tillväxt i nuvarande offentliga utgifter. Den finanspolitiska inriktningen väntas vara i stort sett neutral 2019–2020, då fler lättnader i direkta skatter och socialförsäkringsavgifter sannolikt kommer att uppvägas av ytterligare återhållsamhet i offentliga utgifter.

Under bedömningsperioden väntas både budgetunderskotten och den offentliga skuldsättningen gå ned. De finanspolitiska beräkningarna innebär ett gradvis sjunkande offentligt underskott under bedömningsperioden, främst beroende på förbättringar i konjunkturkomponenten och minskande räntebetalningar. Det konjunkturjusterade primärsaldot fortsätter att vara stabilt under bedömningsperioden. Den offentliga skulden i förhållande till BNP väntas ligga kvar på en sjunkande kurva under bedömningsperioden, med stöd av en gynnsam räntedifferens⁷ och det primära överskottet. Jämfört med de makroekonomiska framtidsbedömningar från december 2017 tyder de finanspolitiska utsikterna på något lägre underskott och offentlig skuld som andel av BNP, främst med stöd av mer gynnsam makroekonomisk utveckling.

Ruta 4

Känslighetsanalyser

Framtidsbedömningar bygger i hög grad på tekniska antaganden om hur vissa nyckelvariabler utvecklas. Med tanke på att vissa av dessa variabler kan få stor effekt på bedömningarna för euroområdet kan de sistnämndas känslighet avseende alternativa

⁷ Differensen beräknas som differensen mellan den nominella effektiva skuldräntan och den nominella BNP-tillväxten.

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.

1) En alternativ oljeprisutveckling

Alternativa oljeprismodeller pekar på en risk för högre oljepriser under bedömningsperioden än vad oljepristerminerna antyder. Enligt de tekniska antagandena för oljeprisutvecklingen som bedömningens grundscenario bygger på och som baseras på oljeterminsmarknaderna förväntas oljepriserna följa en sjunkande profil, varvid priset på Brentråolja hamnar på ungefär 58 US-dollar per fat i slutet av 2020. Denna utveckling för oljepristerminerna överensstämmer med en robust tillväxt i den globala efterfrågan på olja, ett scenario som hänger samman med att den globala ekonomiska återhämtningen tar fart. Vad gäller utbudsfaktorer väntas geopolitiska faktorer och avtalet mellan OPEC och vissa icke-OPEC-länder att skära ned produktionen delvis uppvägas av expansionen i skifferoljaproduktionen i USA. En kombination av alternativa modeller som ECB:s⁸ använt för att förutsäga oljepriserna under bedömningsperioden pekar mot en högre oljeprisbana än i de tekniska antagandena. Skulle denna alternativa oljeprisbana realiseras, där oljepriserna 2020 är 13,5 % högre än i grundbedömningen, skulle detta innebära en marginell dämpning av real BNP-tillväxten och samtidigt innebära en snabbare ökning av HIKP-inflationen (en uppgång på 0,2 procentenhet 2019 och med 0,3 procentenheter 2020).

2) En alternativ växelkursutveckling

I känslighetsanalysen undersöks effekterna av en ytterligare stärkning av eurons växelkurs driven av investerarnas alltmer positiva inställning till euron. Detta scenariot har beräknats från den 75:e percentilen i fördelningen som ges genom den implicita riskneutrala täthetsfunktionen för växelkursen USD/EUR den 13 februari 2018. Denna utveckling implicerar en gradvis appreciering av euron mot US-dollar till en växelkurs på 1,42 USD/EUR under 2020, som är omkring 14,6 procent högre än antagandet i grundscenariot för det året. Det motsvarande antagandet för eurons nominella effektiva växelkurs återspeglar historiska mönster varvid förändringar i växelkursen USD/EUR motsvarar förändringar i den effektiva växelkursen med en elasticitet på strax över en halv. I detta scenario av en yttre växelkurschock pekar det genomsnittliga resultatet från ett flertal av Eurosystemets experters makroekonomiska modeller på att den reala BNP-tillväxten blir 0,1 procentenheter lägre 2018, 0,5 procentenheter lägre 2019 och 0,2 procentenheter lägre 2020. HIKP-inflationen blir ungefär 0,1, 0,5 och 0,4 procentenheter lägre under 2018, 2019 respektive 2020. Det ska påpekas att dessa uppskattade effekter för tillväxt- och inflationsutvecklingen endast gäller vid en exogen växelkurschock.

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

⁸ Se fyrmodellskombinationen som presenteras i artikeln "Forecasting the price of oil", *Economic Bulletin*, Utgåva 4, ECB, 2015.

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 inom intervallerna kring ECB:s 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		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Framtidsbedömningar av ECB:s experter	Mars 2018	2,4 [2,1 - 2,7]	1,9 [0,9 - 2,9]	1,7 [0,7 - 2,7]	1,4 [1,1 - 1,7]	1,4 [0,6 - 2,2]	1,7 [0,8 - 2,6]
Europeiska kommissionen	Februari 2018	2,3	2,0	-	1,5	1,6	-
OECD	november 2017	2,1	1,9	-	1,5	1,7	-
Euro Zone Barometer	Februari 2018	2,3	1,9	1,6	1,6	1,6	1,7
Consensus Economics Forecasts	Februari 2018	2,3	1,9	1,3	1,5	1,5	1,7
Survey of Professional Forecasters	Januari 2018	2,3	1,9	1,7	1,5	1,7	1,8
IMF	Oktober 2017/ januari 2018	2,2	2,0	-	1,4	1,7	1,8

Källor: Europeiska kommissionens prognos, vintern 2018; IMF World Economic Outlook, uppdaterad januari 2018 (real BNP); IMF World Economic Outlook, oktober 2017 (HIKP); OECD Interim Economic Outlook, november 2017 (real BNP); Consensus Economics Forecasts, februari 2018; 2020-års sifferuppgifter för Consensus Economics har tagits från oktober 2017 långfristiga enkätförväntningar; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, februari 2018; samt ECB's Survey of Professional Forecasters, januari 2018.

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. Andra prognoser anger inte om deras uppgifter är kalenderjusterade eller ej.

© Europeiska centralbanken, 2018

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-18-001-SV-N (pdf)