



Mars 2016

makroekonomiska framtdsbedömningar för euroområdet av ECB:s experter¹

1 Utsikterna för euroområdet – översikt och viktigaste punkter

Den ekonomiska återhämtningen i euroområdet väntas fortsätta, om än i en lägre tillväxttakt än tidigare förväntat. Den långsammare takten återspeglar svagare global tillväxt och en förstärkning av eurons effektiva växelkurs. Sett till årliga genomsnitt beräknas den reala BNP-tillväxten vara 1,4 procent 2016, 1,7 procent 2017 och 1,8 procent 2018. Efter en kraftig nedgång i oljepriserna har utsikterna för HIKP-inflationen reviderats ned till 0,1 procent för 2016 och mer måttligt ned till 1,3 procent för 2017. Inflationen väntas stiga ytterligare till 1,6% 2018.

På kort har utsikterna för real BNP-tillväxt försvagats i och med ökad motvind under den senaste tiden. Motvinden hänger samman med den negativa utvecklingen i den globala tillväxten, särskilt i tillväxtekonomierna, en förstärkning av eurons effektiva växelkurs och en ökad osäkerhet som återspeglas i ökad finansmarknadsvolatilitet. Om man även beaktar att förtroende bland konsumenter och företag försämrades i januari och februari har utsikterna för real BNP-tillväxt på kort sikt försämrats sedan framtdsbedömningarna i december.

Trots det väntas ett par faktorer hjälpa den ekonomiska återhämtningen i euroområdet framöver. Dessa innefattas ECB ackommoderande penningpolitiska inriktning som stärktes vidare i december när ytterligare penningpolitiska åtgärder tillkännagavs och försätter att gå genomslag i ekonomin. Den privata konsumtionen väntas under 2016 få stöd tack vare den senaste tidens nya kraftiga oljeprisnedgångar och genom fortsatta förbättringar på arbetsmarknaden. Den globala återhämtningen torde även bidra till en gradvisa återhämtning i investeringar, delvis beroende på acceleratoreffekter. Inhemsk efterfrågan kommer också att dra nytta av vissa finanspolitiska lättnader, delvis sammanhängande med flyktingtillströmningen.

¹ De makroekonomiska framtdsbedömningarna 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 de tekniska antagandena, (exempelvis oljepriser och växelkurser), var den 15 februari 2016 (se Ruta 2). Stoppdatum för andra uppgifter till denna rapport var den 25 februari 2016. Den aktuella framtdsbedömningen omfattar perioden 2016-2018. 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.

Den samlade inflationsutvecklingen under bedömningsperioden väntas bli kraftigt påverkad av hur HIKP:s energiinflation utvecklas. Med tanke på att oljepriserna har gått ned kraftigt under den senaste tiden väntas HIKP:s energiinflation bli negativ under 2016 för att vända uppåt under 2017 mot bakgrund av starkt uppåtriktat baseffekter och de förväntade oljeprisökningar som kan avläsas i oljepristerminerna. Samtidigt beräknas HIKP-inflationen, exclusive energi och livsmedel, öka gradvis under de närmaste åren när villkoren på arbetsmarknaden förbättras och överkapacitet avtar slår igenom i form av högre löner och vinstmarginaler. Dessutom väntas fördröjda effekter av eurons kraftiga depreciering och indirekta effekter av från de antagna prisökningarna på energi och andra råvaror, tillsammans med avtagande nedåtteffekter från deras tidigare nedgångar bidra till att HIKP-inflationen exklusive livsmedel och energi stiger.

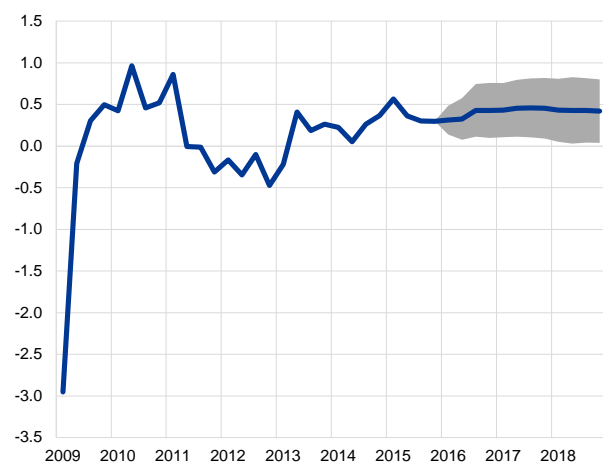
Diagram 1

Makroekonomiska indikatorer¹⁾

(kvartalsuppgifter)

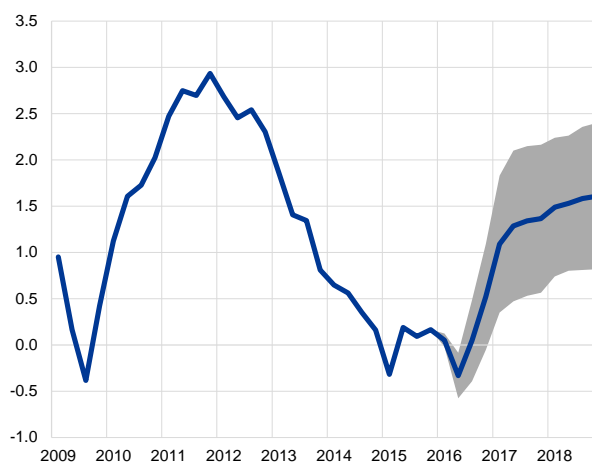
Real BNP euroområdet²⁾

(procentuella förändringar på kvartalsbasis)



HIKP euroområdet

(procentuella förändringar på årsbasis)



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

2) Kalenderjusterade data.

2

Realekonomin

Återhämtningen i den ekonomiska aktiviteten i euroområdet väntas fortsätta, om än i något lägre takt än tidigare förväntat. Real BNP bibehöll sin blygsamma ökning under det sista kvartalet 2015 och ökade med 0,3 procent jämfört med föregående kvartal. De senaste indikatorerna på stämningssläge inom näringslivet och konsumenter föll men tyder trots allt på fortsatt måttlig tillväxt i aktiviteten under det första halvåret 2016.

Privat konsumtion väntas fortsatt dra stor nytta av de låga oljepriserna under 2016. Oljepriserna bedöms ligga i genomsnitt på 34,9 USD per fat under 2016, vilket

är 33 procent lägre än vad som antogs i bedömningarna från december (se ruta 1). Nominell disponibel inkomst torde öka under bedömningsperioden, med stöd av stadig sysselsättningstillväxt och växande ökning i ersättningen per anställd. Andra personliga inkomster väntas också ge ett positivt bidrag. Ökningen i real disponibel inkomst väntas avta under 2017 när energiprisinflationen åter tar fart. Låga finansieringskostnader och hushållens något högre nettoförmögenheter, vilka båda stärks av ECB:s senaste penningpolitiska åtgärds paket, väntas bidra till den privata konsumtionen under hela bedömningsperioden. Den privata konsumtionen beräknas öka från 1,6 procent 2015 till 1,9 procent 2016 på årsbasis och därefter minska något till 1,8 procent 2017 och 2018.

Ruta 1

Tekniska antaganden om räntor, växelkurser och råvarupriser

Jämfört med de framtidsbedömningar som publicerades i december är de viktigaste förändringarna i de tekniska antagandena, kraftigt lägre oljepriser i USD, en appreciering på 5 procent i eurons effektiva växelkurs samt lägre korta och långa marknadsräntor.

Tekniska antaganden

	Mars 2016				December 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Tre-månaders EURIBOR (i procent per år)	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,2	-0,1
Ränta på tio-åriga statsobligationer (i procent per år)	1,2	1,2	1,4	1,7	1,2	1,4	1,7
Oljepris (i USD/fat)	52,5	34,9	41,2	44,9	53,8	52,2	57,5
Priser på icke energirelaterade råvaror, i USD (årlig procentuell förändring)	-19,9	-14,8	3,0	4,7	-18,7	-5,2	4,1
USD/EUR växelkurs	1,11	1,11	1,12	1,12	1,11	1,09	1,09
Eurons nominella effektiva växelkurs (EER38) (årlig procentuell förändring)	-7,1	4,8	0,2	0,0	-7,1	0,1	0,0

De tekniska antagandena om räntor och råvarupriser baseras på marknadsförväntningar med stoppdatum den 15 februari 2016. De korta räntorna avser tremånaders Euribor, med marknadsförväntningar härledda från terminsräntor. Beräkningsmetoden ger en genomsnittsnivå för de korta räntorna på -0,3% för 2016 och 2017 och -0,2% för 2018. Marknadens förväntade avkastningen på de nominella tioåriga statsobligationerna i euroområdet tyder på en genomsnittlig nivå på 1,2 procent under 2016, 1,4 procent under 2017 och 1,7 procent under 2018.² I linje med räntorna på terminsmarknaden och det gradvisa genomslaget av ändringar i marknadsräntorna på

² Antagandet om avkastningen på nominella tioåriga statsobligationer i euroområdet grundar sig på det viktade genomsnittet av olika länders tioåriga referensobligationer, viktat genom BNP-siffror och förlängt genom den terminsräntekurva som härletts ur ECB:s 10-årsränta på samtliga euroområdesobligationer ("par yield"), med en initial diskrepans mellan de två serier som hålls konstant under bedömningsperioden. Ränteskillnaderna mellan landsspecifika statsobligationsräntor och motsvarande genomsnitt för euroområdet antas vara konstant under bedömningsperioden.

utlåningsräntor väntas genomsnittliga bankräntor på lån till euroområdet icke-finansiella privata sektor sjunka något 2016, vara i stort sett oförändrade 2017 och stiga måttligt 2018. När det gäller råvarupriser antas, baserat på terminsmarknaderna under den tvåveckorsperiod som slutade på stoppdatumet den 15 februari, att det årliga genomsnittet för priserna på Brentråolja sjunker från 52,5 USD per fat 2015 till 34,9 USD 2016, för att därefter stiga till 41,2 USD 2017 och till 44,9 USD 2018, vilket är 17 USD lägre 2016 och 16 USD lägre 2017 än vad som antogs i framtidsbedömningarna från december. Priserna, i US-dollar, på råvaror utom energi väntas sjunka kraftigt under 2016 och därefter öka lite under 2017 och 2018.³ De bilaterala växelkurserna förväntas vara oförändrade under bedömningsperioden på de genomsnittliga nivåer som rådde under tvåveckorsperioden fram till stoppdatumet den 15 november. Detta implicerar en växelkurs på 1,11 USD per euro under 2016 och 1,12 USD per euro under 2017 och 2018, jämfört med 1,09 USD i framtidsbedömningarna från december. Eurons effektiva växelkurs (mot 38 handelspartner) antas appreciera med 5 procent under bedömningsperioden.

Hushållens sparkvot väntas framför allt vara driven av en viss utjämning i konsumtionen över tid mot bakgrund av oljeprisutvecklingen.

Sparkvoten beräknas därmed öka 2016, vilket återspeglar ett stegvist genomslag av den effekt lägre oljepriser har haft på konsumenternas utgifter. Denna effekt väntas delvis avta 2017. Sparkvoten beräknas då stagnera under återstoden av bedömningsperioden. Det närmast oförändrade mönstret för sparkvoten återspeglar olika utveckling i euroländerna. I vissa länder väntas fortsatt hög arbetslöshet, höga skuldnivåer och mycket låga räntor på pensionsrelaterat sparande upprätthålla ett visst uppåtriktat tryck på sparandet. I andra länder väntas nedåttryck på sparande råda. För det första bör den gradvis minskande arbetslösheten resultera i lägre försiktighetssparande, vilket ger hushållen möjligheter att göra de större inköp som tidigare uppskjutits. För det andra sidan tenderar mycket låga räntor att avskräcka från sparandet via en intertemporal substitutionseffekt.

Bostadsinvesteringarna i euroområdet beräknas ta fart, om än från en mycket låg nivå.

Återhämtningen i bostadsinvesteringar väntas få stöd av en stadig tillväxt i reala disponibla inkomster och mycket låga bolåneräntor. Dessutom torde anpassningsprocessen på bostadsmarknaderna ha kommit till ända i många länder och bostadspriserna har förbättrats. I många länder kommer dock höga nivåer på hushållens skulder sannolikt att förhindra en kraftig ökning av bostadsinvesteringar. Med tanke på att återhämtningen förväntas bli modest är det sannolikt att bostadsinvesteringarna 2018 kommer att vara cirka 20 procent under toppnivåerna från 2007.

Företagsinvesteringar väntas uppvisa en dämpad återhämtning. På kort sikt väntas företagsinvesteringar komma att påverkas negativt av den senaste tidens volatilitet på finansmarknaden och avmattningen i ekonomisk tillväxt i

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

tillväxtekonomierna. Inte desto mindre bör med tiden företagsinvesteringarna komma att stödjas av ett antal faktorer. Den mycket ackommoderande penningpolitiken, accelereringseffekter i samband med förväntat bättre efterfrågan, behov av att modernisera kapitalstocken efter flera år med dämpade investeringar, expansiva finanspolitiska åtgärder i vissa länder och förbättrade vinstmarginaler i samband med en redan kontantstinn icke-finansiell företagssektor är alla förutsättningar som bedöms ge stöd åt investeringar. Dessutom torde trycket från företagets reducerade skuldsättning utgöra en mindre begränsning för företagets investeringar under bedömningsperioden än tidigare. Belåningsgraden har minskat väsentligt från de högsta nivåerna under finanskrisen och är nu fortfarande betydligt under sina historiskt låga nivåer. Återhämtningen i företagets investeringar kommer dock fortfarande att hållas tillbaka av återstående finansiella flaskhalsar och höga skuldnivåer i vissa länder samt av dämpade förväntningar om potentiell tillväxt.

Tillväxttakten för export utanför euroområdet torde dra nytta av den förväntade återhämtningen i utländsk efterfrågan på export från euroområdet (se ruta 2) samt av följd effekterna av eurons tidigare appreciering. Efter att nyligen ha försvagats väntas tillväxttakten för export utanför euroområdet gradvis stärkas under 2016 och sedan stärkas ytterligare till nivåer något över den förväntade ökningen i utländsk efterfrågan. Exportmarknadsandelar väntas öka något under bedömningsperioden beroende på fördröjda effekter av tidigare förbättringar i konkurrenskraft. Tillväxttakten för import från länder utanför euroområdet väntas drivas av inhemsk efterfrågan och förbli något starkare än tillväxttakten för export utanför euroområdet. Som följd därav väntas bytesbalansen minska från 3,0 procent av BNP 2015 och 2016 till 2,5 procent 2018.

Sammantaget beräknas real BNP öka med 1,4 procent 2016, 1,7 procent 2017 och 1,8 procent 2018.

Ruta 2

Omvärlden

Utvecklingen i såväl avancerade ekonomier som tillväxtekonomier blev svagare än vad som väntades i slutet av 2015. Detta bekräftar att den globala tillväxten är fortsatt ömtålig. Efter konjunkturavmattningen vid årsskiftet väntas den globala ekonomiska aktiviteten växa gradvis i en mer dämpad takt, driven av fortsatt stabila tillväxtutsikter i de flesta utvecklade ekonomier och den förväntade progressiva lättningen i de djupa recessioner som rått i ett antal stora tillväxtekonomier. Gynnsamma förutsättningar för finansiering och förbättringar på arbetsmarknaderna bör stödja utsikterna för de avancerade ekonomierna. Vidare skulle den goda framtidstron hos hushåll i vissa utvecklade ekonomier kunna innebära gynnsamma tillväxtutsikter. Däremot är dock utsikterna på medellång sikt mer osäkra för tillväxtekonomierna. Utöver tillväxtavmattningen i den kinesiska ekonomin och dess negativa följdverkningar för andra tillväxtekonomier, särskilt i Asien, kommer råvaruexportörer att behöva fortsätta sin makroekonomiska justering för att anpassa sig till de lägre råvarupriserna. Dessa ekonomier kommer dessutom att ställas inför tuffare externa finansieringsvillkor, till följd av normaliseringen av penningpolitiken i USA, högre politisk osäkerhet och ökade geopolitiska spänningar.

Världshandeln har under den senaste tiden varit en besvikelse och väntas endast växa långsamt under bedömningsperioden. I förhållande till global BNP väntas profilen för global import och utländsk efterfrågan på export från euroområdet bli ganska svag under bedömningsperioden. Den utländska efterfrågan på export från euroområdet beräknas öka från 0,4 procent 2015 till 2,2 procent 2016 och 3,8 procent 2017 samt 4,1 procent 2018. Detta kan jämföras med årliga tillväxttal i storleksordningen 7,7 procent under perioden 1999-2007.

Omvärlden

(årliga procentuella förändringar)

	Mars 2016				December 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Global real BNP-tillväxt (exkl. euroområdet)	3,1	3,2	3,8	3,9	3,1	3,6	3,9
Världshandeln (exkl. euroområdet) ¹⁾	0,7	2,2	3,8	4,1	0,5	2,9	3,8
Utländska efterfrågan på export från euroområdet ²⁾	0,4	2,2	3,8	4,1	-0,1	2,7	3,8

1) Beräknat som ett viktat genomsnitt av importen.

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

Jämfört med framtidsbedömningarna i december har den globala aktiviteten reviderats ned, särskilt för 2016. Även utländsk efterfrågan på export från euroområdet har reviderats ned kraftigt för 2016.

Eftersom faktisk BNP-tillväxt bedöms bli betydligt högre än potentiell produktion beräknas produktionsgapet krympa stadigt under bedömningsperioden. Potentiell produktionstillväxt beräknas öka något under bedömningsperioden, till omkring 1 procent och således ligga klart under nivåerna före krisen.

Läget på euroområdets arbetsmarknad bör fortsätta att förbättras.

Sysselsättningen beräknas öka under bedömningsperioden om än i något långsammare takt än tidigare väntat, främst beroende på den mer dämpade ekonomiska återhämtningen. Återhållsam löneutveckling och tidigare arbetsmarknadsreformer bedöms stärka sysselsättningstillväxten under bedömningsperioden. Arbetskraften väntas öka måttligt under bedömningsperioden, beroende på den fortsatta tillströmningen av flyktingar och avtagande avskräckningseffekter. Arbetslösheten, som sjönk till 10,3 procent i januari 2016, väntas sjunka ytterligare.

Tillväxtutsikterna för real BNP har reviderats ned jämfört med framtidsbedömningarna från december.

I denna revidering kombineras de negativa effekterna på exporttillväxt av lägre utländsk efterfrågan samt av eurons starkare växelkurs men även effekterna på kort sikt av den högre volatiliteten på finansmarknaderna och svagare indikatorer på stämningläget. Tillsammans mer än överväger dessa negativa effekter de positiva effekterna av låga oljepriser och de senaste penningpolitiska åtgärderna för inhemsk efterfrågan.

3 Priser och kostnader

Enligt Eurostats snabbstatistik (som offentliggjordes efter stoppdatum för information till denna bedömning), var HIKP-inflationen -0,2 procent i februari, 0,3 procentenheter lägre än i november 2015, vilket återspeglar minskningar i alla huvudkomponenter. Ett kraftigt negativt bidrag på 0,9 procentenheter från HIKP:s energiinflation beroende på den senaste tidens kraftiga oljeprisfall, beräknas fortsätta att dämpa den totala HIKP-inflationen 2016, som i genomsnitt väntas hamna på 0,1 procent för hela året. HIKP-inflationen, exklusive livsmedel och energi, beräknas öka något under 2016 till 1,1 procent från 0,8 procent 2015 men dock förbli relativt dämpad på grund av indirekta effekter från lägre oljepriser, den senaste tidens starkare eurokurs och kvarvarande överkapacitet i ekonomin.

Baseffekter från råvarupriser förklarar det mesta av den väntade uppgången i HIKP, till 1,3 procent 2017. Uppåtriktat baseffekter, när väl de kraftiga nedgångarna i olje- och energipriser faller ur tolv månadersjämförelserna och under antagandet att stigande råvarupriser leder till högre externt pristryck 2017.

Lönetillväxten har hittills varit relativt dämpad men torde stärkas gradvis under bedömningsperioden. Hög arbetslöshet och låg produktivitetstillväxt har hittills begränsat lönetillväxten men under bedömningsperioden väntas fortsatt sysselsättningsökning minska de lediga resurserna på arbetsmarknaden. Vidare bör den beräknade inflationsuppgången stödja löneökningar, främst mot slutet av bedömningsperioden. Löneökningstakten väntas dock förbli dämpad vilket också återspeglar en fortsatt svag tillväxt i produktiviteten.

Vinstmarginalerna torde dra nytta av den ekonomiska återhämtningen och de lägre oljepriserna. De ytterligare förbättringarna i den inhemska efterfrågan och den minskade överkapaciteten som förväntas de kommande åren väntas öka företagets prissättningsförmåga, vilket gynnar deras vinstmarginaler. Vinstmarginalerna väntas dessutom fortsätta dra nytta av oväntade överskott till följd av de lägre oljepriserna 2016.

Genom det stigande inhemska pristrycket väntas HIKP-inflationen öka ytterligare till 1,6 procent 2018.

Jämfört med framtidsbedömningarna från december har HIKP-utsikterna reviderats ned, särskilt för 2016. Det mesta av nedrevideringen av inflationen beror på betydligt svagare externt pristryck, särskilt relaterat till mycket lägre oljepriser än väntat och en något starkare effektiv växelkurs för euron än väntat. Dessutom bidrar en måttligare lönetillväxt än tidigare väntat till nedrevideringen.

4 Utsikter för de offentliga finanserna

Finanspolitiken väntas vara expansiv under perioden fram till 2017 för att sedan bli mer neutral 2018. Den finanspolitiska inriktningen mäts som förändringen av det konjunkturrensade primärsaldot exklusive statligt stöd till finanssektorn. Den

expansiva finanspolitiken under perioden fram till 2017 beror främst på sänkta direktskatter i vissa länder och flyktingrelaterade utgifter.

Under bedömningsperioden beräknas den offentliga sektorns budgetunderskott stabiliseras på cirka 2 procent av BNP och skuldkvoten beräknas gå ned något. Det positiva bidraget från konjunkturkomponenten och lägre räntebetalningar till budgetsaldot kommer sannolikt att uppvägas, främst 2016, av den finanspolitiska lättningen. Under perioden fram till 2018 förväntas den gradvisa minskningen av den offentliga sektorns skuld främst att stödjas av den gynnsamma tillväxt-ränteskillnaden i ljuset av den beräknade ekonomiska återhämtningen och låga räntor. Små primära överskott torde också få gynnsamma effekter på den beräknade skuldutvecklingen.

Jämfört med framtidsbedömningarna i december har de offentliga finanserna försämrats något. Den offentliga sektorns budgetsaldo har reviderats ned något för 2015 på grund av effekterna av lägre nominellt BNP och denna nedrevidering kommer att fortsätta till 2016-2017. Skuldkvoten beräknas vara högre under bedömningsperioden som en återspeglning av något lägre primärt överskott och, särskilt 2015-16, en mindre gynnsam tillväxt-ränteskillnad till följd av nedrevideringen till inflation och nominell BNP-tillväxt.

Tabell 1

Makroekonomiska bedömningar för euroområdet¹⁾

(årliga procentuella förändringar)

	Mars 2016				December 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Real BNP ¹⁾	1,5	1,4	1,7	1,8	1,5	1,7	1,9
		[1,0 - 1,8] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,6 - 3,0] ²⁾	[1,4 - 1,6] ²⁾	[1,1 - 2,3] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾
Hushållens konsumtion	1,6	1,9	1,8	1,6	1,6	1,9	1,7
Offentlig konsumtion	1,4	1,5	1,1	1,2	1,4	1,2	1,0
Fasta bruttoinvesteringar	2,5	2,7	3,6	3,3	2,3	2,8	3,8
Export ³⁾	4,8	3,0	4,3	4,6	4,8	4,0	4,8
Import ³⁾	5,4	4,6	5,3	5,1	5,3	4,8	5,3
Sysselsättning	1,1	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
Arbetslöshet (i procent av arbetskraften)	10,9	10,4	10,2	9,9	11,0	10,5	10,1
HIKP	0,0	0,1	1,3	1,6	0,1	1,0	1,6
		[-0,2 - 0,4] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,8 - 2,4] ²⁾	[0,1 - 0,1] ²⁾	[0,5 - 1,5] ²⁾	[0,9 - 2,3] ²⁾
HIKP exklusive energi	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,3	1,5
HIKP exklusive energi och livsmedel	0,8	1,1	1,3	1,6	0,9	1,3	1,6
HIKP exklusive energi, livsmedel och förändringar i indirekta skatter ⁴⁾	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,3	1,6
Enhetsarbetskostnader	0,9	1,1	0,9	1,2	0,9	0,9	1,2
Ersättning per anställd	1,3	1,5	1,9	2,1	1,4	1,5	2,1
Arbetskraftens produktivitet	0,4	0,4	0,9	0,9	0,5	0,7	0,9
Budgetsaldo, offentlig sektor (procent av BNP)	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,8
Strukturellt budgetsaldo (i procent av BNP) ⁵⁾	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1	-1,7	-1,9	-1,9
Den offentliga sektorns bruttoskuld (i procent av BNP)	91,1	90,8	90,0	89,2	91,1	90,1	88,9
Bytesbalans (i procent av BNP)	3,0	3,0	2,6	2,5	3,0	2,9	2,7

1) Kalenderjusterade data.

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

3) Handel inom euroområdet ingår.

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

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

Ruta 3

Känslighet och scenarioanalys

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. Denna ruta innehåller dessutom ett scenario om möjliga effekter på tillväxt och inflation i euroområdet till följd av en skarp, synkroniserad nedgång i tillväxtekonomier.

1) En alternativ oljeprisutveckling

Alternativa oljeprismodeller uppvisar oljepriser som ökar något snabbare under bedömningsperioden än vad terminspriserna pekar mot. De tekniska antagandena för oljeprisutvecklingen bakom grundscenariot, baserat på terminsmarknaderna, förutser en oljeprisökning på 40 procent mellan det första kvartalet 2016 och det fjärde kvartalet 2018. En kombination av alternativa modeller som ECB:s experter⁴ använt för att bedöma oljepriserna under bedömningsperioden ger ett högre oljepris under perioden än de tekniska antagandena. Detta vore i linje med antingen en starkare global efterfrågan på olja på medellång sikt eller med ett lägre oljeutbud på grund av lägre investeringar i oljesektorn och mindre oljeutvinningskapacitet i vissa oljeproducerande länder som reaktion på den senaste tidens fallande oljepriser. En sådan alternativ utveckling, där oljepriserna 2018 vore 11,6 procent högre än i grundbedömningen, skulle medföra en marginell dämpning av real BNP-tillväxt och samtidigt innebära en något snabbare ökning av HIKP-inflationen (en uppgång på 0,1 - 0,2 procentenheter 2016, 2017 och 2018).

2) Alternativ växelkursutveckling

Känslighetsanalysen omfattar två alternativa utvecklingsbanor för eurons växelkurs mot grundscenariot. Den första har beräknats från den 25:e percentilen i fördelningen som ges genom den implicita riskneutrala täthetsfunktionen för växelkursen USD/EUR den 15 februari 2016. Denna utveckling implicerar en gradvis depreciering av euron mot USD till en växelkurs på 1,00 USD/EUR under 2018, vilket är 10,8 procent lägre än antagandet i grundscenariot för det året. Den andra utvecklingsbanan har beräknats från den 75:e percentilen i samma fördelning och innebär en gradvis appreciering av euron mot USD till en växelkurs på 1,24 USD/EUR 2018, vilket är 11,2 procent högre 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 procent. Vid en depreciering leder detta antagande till en gradvis nedåtriktad avvikelse i eurons effektiva växelkurs från grundscenariot till en nivå som är 5,8 procent lägre än grundscenariot 2018. I detta scenario pekar resultatgenomsnittet från ett antal experters makroekonomiska modeller på en högre real BNP-

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

tillväxt (med 0,1–0,3 procentenheter) och högre HIKP-inflation (med 0,1–0,4 procentenheter) 2016, 2017 och 2018. Vid appreciering leder detta antagande till en gradvis uppåtriktad avvikelse i eurons effektiva växelkurs från grundscenariot till en nivå som är 5,5 procent högre än grundscenariot 2018. I detta scenario pekar resultatgenomsnittet från ett antal experters makroekonomiska modeller på en lägre real BNP-tillväxt (med 0,1–0,3 procentenheter) och lägre HIKP-inflation (med 0,1–0,4 procentenheter) 2016, 2017 och 2018.

3) Ett scenario med synkroniserad nedgång i tillväxtekonomier

Tillväxtutsikterna har försämrats för tillväxtekonomierna de senaste månaderna och nedåtrisker för de globala tillväxtbedömningarna har intensifierats. Grundscenariot för den här bedömningen innebär dock en gradvis, dämpad återhämtning i aktiviteterna i tillväxtekonomier under bedömningsperioden. Mot denna bakgrund har ett scenario upprättats för att analysera hur real BNP-tillväxt och HIKP-inflation i euroområdet påverkas av en skarp, synkroniserad nedgång i tillväxtekonomierna.

I detta scenario görs antagandet att nedgången utlöses av en "hårdlandning" i Kina när risker för den finansiella stabiliteten förverkligas och kapitalutflödet försvagar de kinesiska konsumenternas och företagens förtroende. Ett scenario med en "hårdlandning" i Kina skulle medföra en kraftigare avveckling av inhemska obalanser, med en investeringsnedgång som leder till ökad arbetslöshet. I detta scenario skulle dessutom privatkonsumtionens tillväxt i Kina avta avsevärt. En försämring av de finansiella förhållandena och svagare utsikter i Kina beräknas i modellen sprida sig till andra tillväxtekonomier, vilka skulle påverkas genom den direkta handelskanalen och genom antagandet om en ökad global osäkerhet. I detta scenario skulle den globala osäkerheten öka tillfälligt med 10 procentenheter i VIX⁵, varefter ökningen skulle avta gradvis under resten av bedömningsperioden. Det beräknade aktiekursfallet i Kina antas också leda till en global nedgång i aktiekurserna. Den kraftigare uppbromsningen i tillväxtekonomierna beräknas i modellen medföra en lägre råvaruprisutveckling under bedömningsperioden. Det antas vidare att de kinesiska myndigheterna mildrar "hårdlandningen" genom att tillåta en depreciering av renminbin. På grund av spridningseffekter antas detta leda till en depreciering av valutorna i andra tillväxtekonomier. Resultatet blir i detta scenario en appreciering av US-dollar, yenen och euron i nominella effektiva termer. Apprecieringen av dessa tre valutor påverkar i sin tur exportmarknaderna i USA, Japan och euroområdet negativt, vilket leder till ytterligare nedåtryck på inflationen i dessa regioner, främst på grund av lägre importpriser.

⁵ VIX är ett mått på den implicita volatiliteten i optionspriserna i Standard & Poor's 500-index och beräknas av Chicago Board Options Exchange.

Viktigaste antaganden för detta scenario

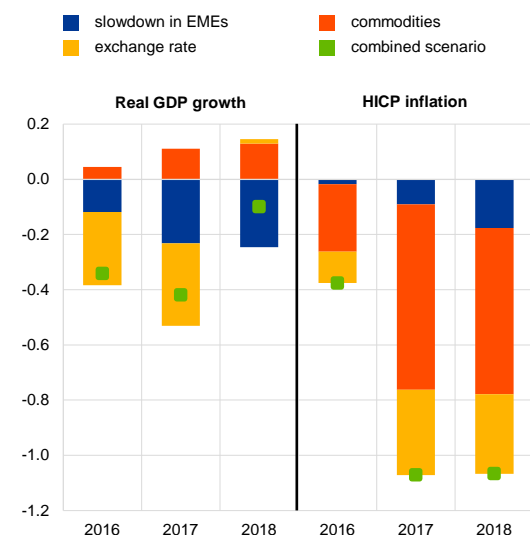
	2016	2017	2018
Inhemsk efterfrågan i Kina	-2,3	-4,7	-3,0
Globala aktiemarknader	-20,0	-20,0	-20,0
Depreciering av kinesiska och tillväxtekonomiers valutor gentemot valutorna i utvecklade ekonomier	-5,0	-10,0	-10,0
Eurons nominella effektiva växelkurs	1,1	2,8	2,8
Oljepris (i USD/fat)	-8,8	-26,0	-37,8

Källa: ECB:s experter.

Anm.: Beräknat som procentuell ändringsavvikelse från grundscenariots nivåer, exklusive kinesisk inhemsk efterfrågan, vilken beräknas som procentenhet avvikelse från tillväxttakten i grundscenariot. Det kinesiska aktiekursindexet minskar med 40 procent från nivån i grundscenariot.

Bidrag till real BNP-tillväxt och HIKP-inflation i euroområdet

(procentenhet avvikelse från ökningen i grundscenariot)



Källa: ECB:s experter.

Anm.: Scenarier utförs med olika modeller. Penningpolitiken antas vara exogen.

I detta scenario skulle både real BNP-tillväxt och HIKP-inflation vara lägre än i grundscenariot.

Uppgifter i olika makroekonomiska modeller av ECB:s experter tyder på att uppbromsningen i aktiviteten i tillväxtekonomier skulle medföra lägre extern efterfrågan i euroområdet och alltså dämpa ökningen i real BNP och HIKP-inflationen i euroområdet både 2017 och 2018. De lägre råvarupriserna (både på olja och andra råvaror) i samband med detta skulle stärka aktiviteten i euroområdet, efter ökad real inkomst för hushållen och högre vinster för företagen. Samtidigt skulle lägre råvarupriser medföra ett kraftigt nedåtryck på HIKP-inflationen i euroområdet. Slutligen skulle apprecieringen av euron gentemot renmibin och andra valutor i tillväxtekonomier innebära ett ytterligare nedåtryck på aktiviteten och priserna i euroområdet. Sammanfattningsvis skulle en synkroniserad uppbromsning i tillväxtekonomierna, utlöst genom Kina,

innebära betydande risker för grundscenariots bedömning för både real BNP-tillväxt och HIKP-inflation i euroområdet.

Ruta 4

Prognoser av andra institutioner

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-experter 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 visar de flesta av de aktuella prognoserna från andra institut en högre BNP-tillväxt och högre inflation för 2016 men avviker inte mycket från punktprognosen i ECB-experternas framtidsbedömningar i mars för 2017 och 2018 och de är 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		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Framtidsbedömningar av ECB:s experter	Mars 2016	1,4 [1,0-1,8]	1,7 [0,7-2,7]	1,8 [0,6-3,0]	0,1 [-0,2-0,4]	1,3 [0,6-2,0]	1,6 [0,8-2,4]
Europeiska kommissionen	Februari 2016	1,7	1,9	-	0,5	1,5	-
OECD	Feb. 2016/Nov. 2015	1,4	1,7	-	0,9	1,3	-
Euro Zone Barometer	Februari 2016	1,7	1,8	1,6	0,5	1,4	1,7
Consensus Economics Forecasts	Februari 2016	1,6	1,7	-	0,5	1,5	-
Survey of Professional Forecasters	Januari 2016	1,7	1,8	1,7	0,7	1,4	1,6
IMF	Jan. 2016/Okt. 2015	1,7	1,7	-	1,0	1,3	-

Källor: Europeiska kommissionens prognos, vintern 2016; IMF World Economic Outlook, uppdatering, januari 2016, (BNP); World Economic Outlook, oktober 2015 (HIKP-inflation); OECD Economic Outlook, uppdatering februari 2016 (BNP); OECD Economic Outlook, november 2015; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; samt ECB's Survey of Professional Forecasters.

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, 2016

Postadress: 60640 Frankfurt am Main, Tyskland

Telefon: +49 69 1344 0

Webbplats: www.ecb.europa.eu

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