



# December 2017 Makroekonomiska framtdsbedömningar för euroområdet av Eurosystemets experter<sup>1</sup>

*Den ekonomiska tillväxten i euroområdet bedöms fortsätta vara robust, med tillväxt som är starkare än förväntat och betydligt högre än den potentiella tillväxten. Den reala BNP-tillväxten väntas mattas av gradvis, från 2,4 procent 2017 till 1,7 procent 2020, i och med att effekterna från ett antal tillväxtestödjande faktorer långsamt försvinner. HIKP-inflationen väntas vara i stort sett stabil under de kommande kvartalen innan den ökar till 1,7 procent 2020. Den får stöd av den underliggande inflationen när kapacitetsbegränsningarna blir mer begränsande. HIKP-inflationen revideras upp något på kort sikt på grund av högre olje- och livsmedelspriser.*

## 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 tredje kvartalet 2017, till stor del på grund av inhemsk efterfrågan och, i synnerhet, fasta investeringar. Förhållandena på arbetsmarknaden har fortsatt att förbättras de senaste månaderna, till och med snabbare än förväntat. Arbetslösheten har sjunkit till 9,0 procent det tredje kvartalet 2017, vilket är den lägsta nivån sedan slutet av 2008. Den reala BNP-tillväxten bedöms vara robust på kort sikt, i linje med mycket höga förtroendenivåer bland företag och konsumenter.

**På medellång sikt gynnas tillväxten av gynnsamma finansieringsförhållanden, bättre arbetsmarknader och fortsatt global återhämtning.** På lite längre sikt väntas en rad gynnsamma faktorer alljämt ge stöd till privat konsumtion och investeringar. ECB:s ackommoderande penningpolitik fortsätter att få genomslag i ekonomin. Utlåningen till den privata sektorn fortsätter att öka, driven av låga räntor

<sup>1</sup> Dessa makroekonomiska framtdsbedömningar av Eurosystemets experter utgör underlag för ECB-rådets bedömning av den ekonomiska utvecklingen och riskerna för prisstabiliteten. De framtdsbedömningar 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 22 november 2017 (se ruta 1). Stoppdatum för andra uppgifter till bedömningarna var den 30 november 2017. De aktuella makroekonomiska framtdsbedömningarna omfattar perioden 2017–2020. 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.

och gynnsamma villkor för bankutlåning. Lägre behov av skuldreducering kommer också att bidra till mer dynamik i den privata sektorn. Den privata konsumtionen och bostadsinvesteringarna bör också gynnas av ytterligare förbättringar av förhållandena på arbetsmarknaden. Samtidigt kommer 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 euroområdet<sup>1)</sup>**

(årliga procentuella förändringar)

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

1) Real BNP och komponenter avser kalenderjusterade uppgifter.

2) Intervallen beräknas utifrån skillnaden mellan faktiska utfall och bedömningar från tidigare år. Bredden på intervallen är två gånger genomsnittet av det absoluta värdet på dessa skillnader. Metoden som används för att beräkna intervallen, med justering för exceptionella händelser, beskrivs i *New procedure for constructing 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 intäkt- och utgiftsposter. Mer information finns i en ruta i ECB:s månadsrapport från mars 2012 "Cyclical adjustment of the government budget balance" samt i en ruta i ECB:s månadsrapport från september 2014, "The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position".

**Trots detta väntas den reala BNP-tillväxten mattas av något under bedömningsperioden, i takt med att många understödjande faktorer gradvis avtar.** Effekterna av tidigare penningpolitiska åtgärder väntas mattas av gradvis under bedömningsperioden. Eurons förstärkning sedan april 2017 och avmattningen i tillväxttakten för den utländska efterfrågan på export från euroområdet väntas dämpa exporttillväxten. Minskad sysselsättningstillväxt, delvis beroende på arbetskraftsbrist i vissa länder, väntas också.

**Den privata konsumtionen bedöms vara stabil över bedömningsperioden.**

Konsumenternas mycket starka förtroende, ytterligare förbättringar av läget på arbetsmarknaden och stigande reallöner per anställd pekar på en fortsatt gedigen konsumtionstillväxt under de kommande kvartalen, i stort sett i linje med den reala köpkraften. Bidraget från bruttolöner till den nominella disponibla inkomsttillväxten kommer att ligga stilla under bedömningsperioden eftersom effekterna av nedgången i sysselsättningen kompenseras av starkare nominella löneökningar. Tillväxten i andra personliga inkomster väntas stärkas, vilket avspeglar den positiva utvecklingen av vinster och förmögenhetsinkomster.

**Den privata konsumtionstillväxten lär också stödjas av förbättrade villkor för bankutlåning, stärkta av ECB:s penningpolitiska åtgärder, samt av gjorda framsteg inom skuldreducering.** Låga räntor har påverkat både ränteintäkterna och räntekostnaderna för hushållen men de medför att resurser omfördelas från nettosparare till nettolåntagare. I och med att de sistnämnda vanligtvis har en högre marginell benägenhet att konsumera torde denna omfördelning ytterligare stödja aggregerad privatkonsumtion. Dessutom bör de framsteg som gjorts inom skuldreducering också gynna konsumtionen.

**Hushållens sparkvot väntas öka gradvis under bedömningsperioden från historiskt låga nivåer.** Sparkvoten har sjunkit under de senaste kvartalen, främst beroende på förbättringar i hushållens ekonomiska och finansiella situation samt påverkan från de mycket låga räntorna på hushållens benägenhet att spara. Sparkvoten väntas återhämta sig under bedömningsperioden, till största delen beroende på en utjämning av konsumtionen i samband med den cykliska expansionen. 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 bedömningarna i september 2017 har de tekniska antagandena väsentligt högre oljepriser i USD. Förändringarna i växelkursen och andra finansiella antaganden är emellertid små.** De tekniska antagandena om räntor och råvarupriser baseras på marknadsförväntningar med stoppdatum den 22 november 2017. De korta räntorna avser tremånaders Euribor, med marknadsförväntningar härledda från terminräntor. Beräkningsmetoden ger en genomsnittsnivå för de korta räntorna på -0,3 procent för 2017 och 2018, -0,1 procent för 2019 och 0,1 procent för 2020. Marknadens förväntade avkastning på de nominella tioåriga

statsobligationerna i euroområdet tyder på en genomsnittlig nivå på 1,1 procent under 2017 och 2018, 1,4 procent under 2019 och 1,7 procent under 2020.<sup>2</sup> Jämfört med framtidsbedömningarna från september 2017 har marknadens förväntningar för de korta räntorna reviderats ned något, medan de för de långa räntorna har reviderats ned med omkring 10 och 20 punkter för 2018 respektive 2019.

När det gäller råvarupriserna antas det att priset på Brentråolja kommer att stiga från 54,3 US-dollar per fat 2017 till 61,6 US-dollar 2018, och sedan sjunka till 58,9 US-dollar 2019 och 57,3 US-dollar 2020, baserat på genomsnittet på terminsmarknaderna under den tvåveckorsperiod som slutade på stoppdatumet den 22 november. Jämfört med framtidsbedömningarna från september 2017 tyder denna utveckling på att oljepriserna i US-dollar kommer att vara 4,8 procent högre 2017, 17,2 procent högre 2018 och 11,0 procent högre 2019. Mätt i US-dollar väntas priserna på andra råvaror än energi stiga kraftigt 2017 och därefter mera måttligt.<sup>3</sup>

De bilaterala växelkurserna förväntas vara oförändrade under bedömningsperioden på de genomsnittliga nivåer som rådde under tvåveckorsperioden fram till stoppdatumet den 22 november. Detta implicerar en genomsnittlig växelkurs på 1,13 US-dollar per euro 2017 och 1,17 US-dollar per euro 2018–2020, jämfört med 1,18 US-dollar i framtidsbedömningarna från september 2017. Eurons effektiva växelkurs (mot 38 handelspartner) är i stort sett oförändrad från framtidsbedömningarna i september 2017.

#### Tekniska antaganden

	December 2017				September 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
Tremånaders EURIBOR (i procent per år)	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	-0,1
Ränta på tioåriga statsobligationer (i procent per år)	1,1	1,1	1,4	1,7	1,1	1,3	1,6
Oljepris (i USD/fat)	54,3	61,6	58,9	57,3	51,8	52,6	53,1
Priser på icke energirelaterade råvaror i USD, (årlig procentuell förändring)	7,9	3,3	3,4	4,3	9,0	5,4	4,2
USD/EUR växelkurs	1,13	1,17	1,17	1,17	1,13	1,18	1,18
Eurons nominella effektiva växelkurs (EER-38) (årlig procentuell förändring)	2,2	2,8	0,0	0,0	2,3	2,6	0,0

**Återhämtningen i bostadsinvesteringar väntas fortsätta.** Bostadsinvesteringarna har ökat kraftigt de senaste kvartalen med stöd av gynnsamma finansieringsvillkor, portföljombläggningar mot bostäder eftersom avkastningen på alternativa långsiktiga investeringsmöjligheter är låg och stigande inkomster på grund av förbättringar på arbetsmarknaden. Dessutom förefaller den nedåtriktade korrigeringsprocessen på bostadsmarknaderna ha nått sin ände i många länder i euroområdet. Under

<sup>2</sup> 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. Ränteskillnaderna mellan landsspecifika statsobligationsräntor och motsvarande genomsnitt för euroområdet antas vara konstant under bedömningsperioden.

<sup>3</sup> Antaganden om råvarupriserna på olja och livsmedel baseras på terminspriser t.o.m. slutet av bedömningsperioden. Priserna på andra hårda råvaror än energi antas följa terminspriserna till och med fjärde kvartalet 2018 och därefter utvecklas i linje med den globala ekonomiska aktiviteten.

bedömningsperioden finns de grundläggande förutsättningarna för en fortsatt återhämtning i bostadsinvesteringarna. Inte desto mindre väntas utvecklingen tappa fart något, vilket beror på att bostadscykeln är i en mogen fas, på att effekterna av finanspolitiska incitament i vissa länder avtar och på att de demografiska trenderna är ofördelaktiga.

**Företagsinvesteringarna har återhämtat sig de senaste kvartalen och återhämtningen väntas fortsätta under bedömningsperioden, men i lägre takt.**

Ett antal faktorer väntas stödja företagsinvesteringarna: företagets förtroende är fortsatt mycket högt mot bakgrund av mycket gynnsamma produktionsförväntningar och växande orderböcker, kapacitetsutnyttjandet har fortsatt att stiga över de genomsnittliga nivåerna före krisen, finansieringsvillkoren väntas fortsätta vara mycket stödjande under bedömningsperioden och vinstmarginalerna väntas stärkas inom en icke-finansiell företagssektor som redan är kapitalstark. De kraftigt stigande aktiekurserna under de senaste åren och måttlig tillväxt i skuldfinansiering har fått skuldsättningsgraden (skulder i förhållande till totala tillgångar) i den icke-finansiella företagssektorn att hamna på historiskt låga nivåer. Förväntningar om svagare potentiell produktionstillväxt och begränsad förmedlingskapacitet hos banker i vissa länder väntas emellertid även fortsättningsvis ha en negativ inverkan på utsikterna för företagsinvesteringarna. En gradvis tempoförlust under bedömningsperioden speglar också den generella avmattningen i både inhemsk och utländsk efterfrågan.

## Ruta 2

### Omvärlden

---

**Tempot i den globala ekonomins expansion höll i sig in i andra halvåret 2017, och tillväxten i aktiviteten och handeln blev mer brett baserad.** Enkätbaserade indikatorer pekar på en fortsatt global tillväxt under årets tredje kvartal, med det globala inköpschefsindexet (exklusive euroområdet) nära det långsiktiga genomsnittet. Samtidigt visar den globala återhämtningen tecken på synkronisering. Förtroendet på finansmarknaderna är fortsatt starkt i de avancerade ekonomierna, med stigande aktiemarknader och ännu lägre volatilitet. På tillväxtmarknaderna har räntorna sjunkit, vilket har lett till en måttlig lättnad i de finansiella förhållandena, medan kapitalinflödena har återgått till nivåer som inte har setts sedan 2015. Framöver väntas tillväxten i den globala ekonomiska aktiviteten vara fortsatt stabil och lägre än tillväxttakten före krisen, i linje med den lägre potentiella tillväxten. Utsikterna för avancerade ekonomier omfattar en robust expansion, som mattas av under bedömningsperioden när återhämtningen mognar och produktionsgapen rör sig in på positivt territorium. På tillväxtmarknaderna blir utsikterna mer dynamiska, med stöd av långsamt stärkt aktivitet i råvaruexporterande länder, i synnerhet Brasilien och Ryssland, och av motståndskraftig tillväxt i Indien och Kina, även om tillväxten i Kina ligger kvar i en nedåtgående trend. Tillväxten i den globala ekonomiska aktiviteten (utom euroområdet) bedöms ligga mellan 3,7 procent och 3,9 procent under bedömningsperioden. Jämfört med framtidsbedömningarna från september 2017 revideras den globala BNP-tillväxten upp marginellt för 2017 och 2018. Uppåtrevideringarna gäller framförallt USA och Kina.

## Omvärlden

(årliga procentuella förändringar)

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

1) Beräknat som ett viktat genomsnitt av importen.

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

**Efter exceptionellt stark tillväxt under det första halvåret 2017 väntas tillväxten i den globala handeln vara fortsatt robust under kommande kvartal, i linje med de gynnsamma indikatorerna för global handel.** På medellång sikt väntas utsikterna för handeln vara mer i linje med den globala aktiviteten (kopplad till global BNP-tillväxt med en handel弹asticitet på omkring 1). Den utländska efterfrågan på export från euroområdet beräknas öka med 5,5 procent 2017, 4,4 procent 2018, 3,8 procent 2019 och 3,5 procent 2020. Jämfört med framtidsbedömningarna från september 2017 har den globala tillväxten reviderats upp något. Den utländska efterfrågan på export från euroområdet har reviderats upp kraftigare. Det senare återspeglar uppåtrevisioner av data och, sett till mer gynnsamma indikatorer för global handel, en mer positiv syn på utvecklingstakten för den utländska efterfrågan på export från euroområdet under de kommande kvartalen.

### Ruta 3

Den senaste utvecklingen och utsikterna för export till länder utanför euroområdet samt utländsk efterfrågan

**Både tillväxten i export till länder utanför euroområdet och den utländska efterfrågan på export från euroområdet har nyligen tagit fart efter den mycket svaga utvecklingen i början av 2016.** På årsbasis har den utländska efterfrågan på export från euroområdet stärkts avsevärt sedan mitten av 2016. Under det andra kvartalet 2017 rörde den sig mot den högsta siffran på sex år. Tillväxten i exporten till länder utanför euroområdet har också återhämtat sig sedan början av 2016.

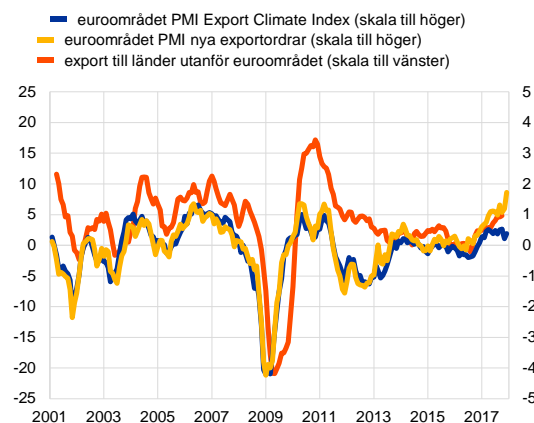
**Den senaste tidens uppåtriktade trend i den utländska efterfrågan på export från euroområdet speglar den pågående globala återhämtningen, men kan också spegla viss procykliskitet i handel弹asticiteten mot den globala ekonomiska aktiviteten.** Konsekventa överskattningar av den utländska efterfrågan på export från euroområdet under perioden 2011–2016 berodde på en till största delen strukturell nedgång i den globala handelns inkomstelasticitet som inte har speglats tillräckligt väl i tidigare bedömningar. Detta ledde till en överskattning av den globala handeln jämfört med den globala BNP-tillväxten. Mot bakgrund av den globala ekonomiska återhämtningen har emellertid tillväxten i den utländska efterfrågan på export från euroområdet de senaste kvartalen varit starkare än vad som väntades i de senaste bedömningarna. Det väcker frågan om huruvida handel弹asticiteten för närvarande visar upp viss ”procykliskitet” som inte speglas på ett bra sätt i de senaste bedömningarna, där tillväxten i handeln intensifieras vid en

högre global tillväxttakt.<sup>4</sup> I syfte att bemöta denna frågeställning, och med hänsyn till senaste data, har den utländska efterfrågan på export från euroområdet reviderats upp kraftigt i de här bedömningarna.

**Upprevideringen av den utländska efterfrågan på export från euroområdet får också stöd av styrkan i indikatorer för handel både globalt och i euroområdet.** Indikatorer för handel pekar på en pågående robust tillväxt i den utländska efterfrågan på export från euroområdet och exporten till länder utanför euroområdet. Handelsenkäter från euroområdet (t.ex. inköpschefsindex för nya exportordrar i industrin och Export Climate Index) pekar på en pågående återhämtning i handeln (se diagram A). Dessutom är data för nya exportordrar i industrin och industriproduktion i euroområdet fortsatt robusta, trots den senaste tidens förstärkning av eurons växelkurs. Indikatorer för den globala handeln, som det globala inköpschefsindexet för nya exportordrar eller Goldman Sachs ledande aktivitetsindikator, har också stärkts väsentligt under de senaste tolv månaderna (se diagram B).

**Diagram A**  
Handelsindikatorer från euroområdet

(skala till vänster: årliga procentuella förändringar beräknade på tre månaders glidande medelvärde av årlig förändring, skala till höger: index, standardiserat)



Källor: Markit, Eurostat och ECB:s beräkningar.  
Anm.: Handelsdata anges i volymer. Den senaste observationen är för september 2017 för export och för november 2017 för Export Climate Index och inköpschefsindex för nya exportordrar i industrin.

**Diagram B**  
Globala handelsindikatorer

(skala till vänster: årliga procentuella förändringar beräknade på tre månaders glidande medelvärde av årlig förändring, skala till höger: index)



Källor: Haver Analytics, Goldman Sachs, nederländska Centraal Planbureau och ECB:s beräkningar.  
Anm.: Den senaste observationen är från september 2017 för CPB och från oktober 2017 för Goldman Sachs och inköpschefsindex.

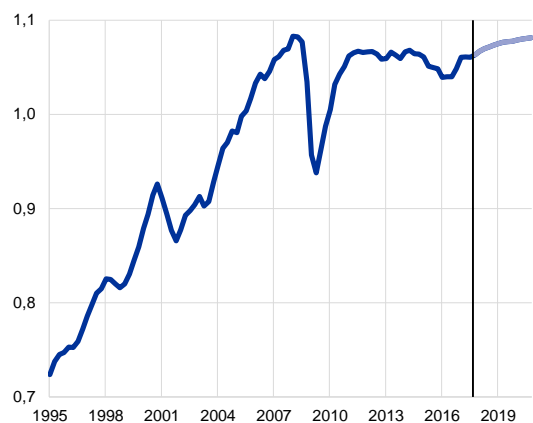
**Trots viss volatilitet i globala importdata i början av 2017 – delvis drivet av tillfälliga faktorer – finns det en underliggande uppåtriktad trend i den utländska efterfrågan på export från euroområdet som ligger i stort sett i linje med enkätbaserade indikatorer.** Den globala importen i början av 2017 fick stöd av en stark tillväxt i importen till tillväxtländer i Asien, drivet av Indien och Kina, liksom till Ryssland och EU-länder i Central- och Östeuropa. I många fall berodde denna tillväxt dock på tillfälliga faktorer. Om vi tittar bortom volatiliteten väntas den uppåtriktade trenden i den utländska efterfrågan på export från euroområdet kvarstå i slutet av 2017 och in i 2018.

<sup>4</sup> Se till exempel Borin, A., Di Nino, V., Mancini, M. och Sbracia, M., "The cyclicality of the income elasticity of trade", *Working Papers*, nr 1126, Banca d'Italia, juli 2017.



## Diagram C Förhållandet mellan global import och BNP

(index: 2005 = 1)



På medellång sikt verkar emellertid de bakomliggande faktorerna för en inkomstelasticitet i handeln på omkring 1 vara fortsatt oförändrade. Det faktum att handeln brukade växa ungefär dubbelt så snabbt som BNP under de två årtiondena före finanskrisen var en historisk anomali, som främst berodde på liberalisering av handeln (i synnerhet på tillväxtmarknader), framväxten av globala värdekedjor och förändringar i handels geografiska sammansättning.<sup>5</sup> Av diagram C framgår att importen växte mycket snabbare än den globala ekonomin mellan 1995 och 2007. De ovannämnda faktorerna kommer emellertid knappast att stödja handelselasticiteten framöver. Liberaliseringen av handeln har till stor del avslutats och sett till sammansättningen

lutar den globala handelselasticiteten snarare mot den lägre handelselasticiteten på tillväxtmarknaderna. De senaste åren har den globala importen och den globala ekonomin växt lika snabbt, och det mönstret väntas kvarstå under bedömningsperioden.

**Exporten till länder utanför euroområdet bedöms vara fortsatt stark under de kommande kvartalen med mycket gynnsamma indikatorer för handel, trots den senaste tidens förstärkning av euron.** Därefter väntas exporten mattas av under bedömningsperioden, i linje med en avmattning av den utländska efterfrågan på export från euroområdet, vilket innebär att andelen av exportmarknaden är i stort sett oförändrad. Importen från länder utanför euroområdet väntas gynnas av den positiva utvecklingen av den inhemska efterfrågan och den starkare euron, om än i mindre utsträckning än exporten, vilket leder till ett totalt sett litet positivt bidrag från nettohandeln till den ekonomiska tillväxten.

**Trots fortsatt starka inkommande data väntas sysselsättningstillväxten mattas av något över tid.** Den senaste tidens starka sysselsättningstillväxt har varit brett baserad i flera länder, men den kan delvis tillskrivas gynnsamma tillfälliga faktorer (som finanspolitiska stimulansåtgärder i vissa euroländer). Eftersom effekterna av dessa faktorer väntas avta gradvis och eftersom sysselsättningen inom den offentliga sektorn väntas sjunka i vissa länder bedöms sysselsättningstillväxten tappa fart under de kommande kvartalen.

**Arbetskraftsökningen väntas dämpas alltmer av arbetskraftsbrist.** Arbetskraften väntas fortsätta bli större under bedömningsperioden, vilket speglar en nettoinvandring av arbetstagare, förväntad integration av flyktingar och incitament att söka arbete. Dessa positiva effekter bedöms emellertid uppvägas under

<sup>5</sup> Se även ECB IRC Task Force, "Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?", *Occasional Paper Series*, nr 178, ECB, 2016.



bedömningsperioden av effekterna av alltmer ofördelaktig demografi. Detta bidrar också till att sysselsättningstillväxten dämpas.

**Arbetslösheten väntas ändå fortsätta sjunka.** Arbetslösheten minskade till 9,0 procent under det tredje kvartalet 2017, och även framöver väntas antalet arbetslösa fortsätta sjunka kraftigt. Arbetslösheten väntas sjunka till 7,3 procent 2020.

**En återhämtning av produktivitetstillväxten väntas under perioden.** Den inledande starka återhämtningen i produktivitetstillväxten i år och nästa år speglar avvecklingen av åtgärder som tillfälligt stärkte sysselsättningen 2016. Senare under bedömningsperioden drivs arbetsproduktiviteten (per anställd) främst av en liten ökning av den underliggande totalfaktorproduktiviteten, mer kapitalfördjupning och längre arbetstid per anställd. De senare två faktorerna speglar den pågående förbättringen av positionen i konjunkturcykeln och den ökande stramheten på arbetsmarknaden.

**Den reala BNP-tillväxten förväntas ligga över den potentiella tillväxten till 2020.**

Den potentiella produktionstillväxten bedöms ha fått visst momentum de senaste åren med stöd från mer gynnsamma bidrag från kapital, arbetskraft och totalfaktorproduktivitet. Den bedöms fortsätta växa i något lägre takt än före krisen under bedömningsperioden. Bidraget från arbetskraften väntas minska under bedömningsperioden, i huvudsak beroende på minskande tillväxt av befolkningen i arbetsför ålder. Bidraget från kapital väntas fortsätta vara relativt starkt, vilket speglar återhämtningen i fasta investeringar. Bidraget från totalfaktorproduktiviteten bedöms också vara ganska starkt sett till den senaste tidens standarder. Detta beror på mer effektiv resursfördelning efter krisen, genomförda strukturella reformer på produkt- och arbetsmarknaderna, förbättrat humankapital, förnyad kapitalstock och ett bättre teknikutnyttjande. Det måste dock påpekas att både potentiell tillväxt och dess pådrivande faktorer inte går att observera direkt, och bedömningarna omges av betydande osäkerhet.

**Jämfört med framtidsbedömningarna i september 2017 har real BNP-tillväxt reviderats upp kraftigt.** Upprevideringen för 2017 beror delvis på uppåtriktade överraskningar i nyligen utgivna BNP-data, med positiva överföringseffekter också in i 2018. Det mycket starka förtroendet bland företag och konsumenter tyder också på ett högre tempo än väntat i tillväxten. Högre utländsk efterfrågan och något lägre långa räntor har också lett till upprevideringar av tillväxtutsikterna för 2018 och 2019.

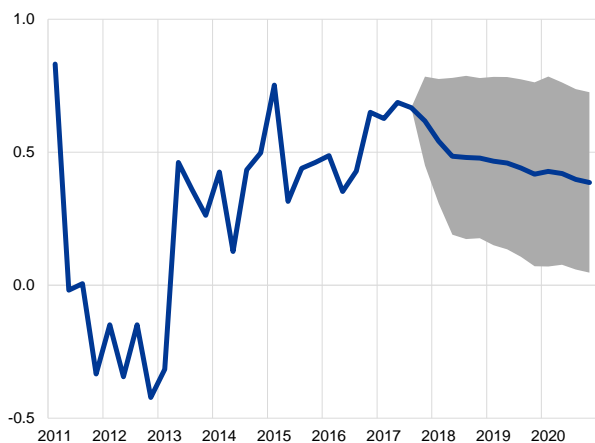
## Diagram 1

### Makroekonomiska indikatorer<sup>1)</sup>

(kvartalsuppgifter)

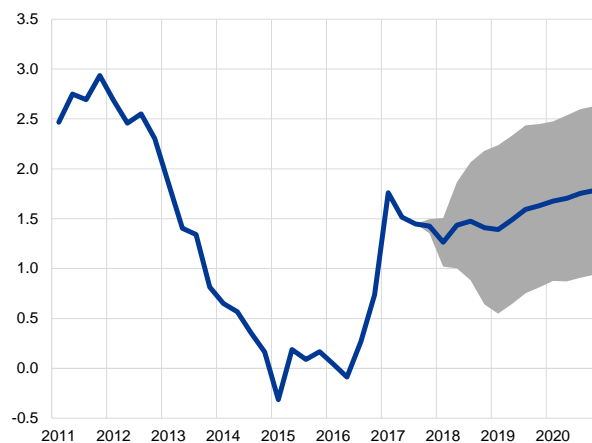
#### Real BNP i euroområdet<sup>2)</sup>

(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

**Nedåtriktade energirelaterade baseffekter väntas visserligen leda till något lägre HIKP-inflation på kort sikt, men den väntas ligga på en uppåtgående bana därefter och nå 1,7 procent 2020.** Nedåtriktade baseffekter i

energikomponenten, som mer än väl uppväger den senaste tidens oljeprisökningar, kommer att göra att den övergripande inflationen sjunker till en botten på 1,3 procent under det första kvartalet 2018. Under återstoden av bedömningsperioden väntas HIKP-energiinflationen stiga endast en aning, vilket speglar den nedåtriktade oljeterminspriskurvan i kombination med uppåtriktade effekter från energiskatter. Efter den svaga utvecklingen de senaste åren väntas livsmedelsinflationen i HIKP öka måttligt, med stöd av antagna ökningarna i internationella råvarupriser och uppåtriktade effekter från högre tobaksskatter. I och med att ekonomin växer i en takt som är högre än den potentiella tillväxttakten väntas det underliggande pristrycket stiga under bedömningsperioden. I synnerhet väntas stigande löner, som speglar stramare förhållanden på arbetsmarknaden med märkbara utbudsbegränsningar av arbetskraft i vissa länder, och uppåtriktade effekter från indirekta skatter (netto) trycka upp den underliggande inflationen ytterligare. Det externa pristrycket väntas också bidra något till den högre HIKP-inflationen exklusive energi och livsmedel under bedömningsperioden, givet vissa indirekta effekter från den senaste tidens ökningarna i oljepriserna och de antagna ökningarna i icke-energi-relaterade råvarupriser, liksom den väntade förstärkningen av det globala inflationstrycket mer generellt. Inflationen bedöms generellt ligga på i genomsnitt 1,5 procent 2017, 1,4 procent 2018, 1,5 procent 2019 och 1,7 procent 2020.

**Stramare förhållanden på arbetsmarknaden och upphörandet av åtgärder som har dämpat lönetillväxten i vissa länder de senaste åren är de viktigaste bakomliggande faktorerna till ökningen av arbetskraftskostnaderna under bedömningsperioden.** Ökningen i ersättning per anställd väntas stiga från 1,7 procent 2017 till 2,7 procent 2020, med en tillfällig uppbromsning 2019. Det sistnämnda speglar omvandlingen av ett skatteavdrag i Frankrike (CICE) till en permanent sänkning av arbetsgivaravgifterna<sup>6</sup>. Givet den väntade cykliska förbättringen i produktivitetstillväxten pekar det här lönemönstret på en högre ökning av enhetsarbetskostnaderna, från 0,9 procent 2017 till 1,8 procent 2020. Mer generellt anses förbättringar på arbetsmarknaden i euroområdet och ökande brist på arbetskraft i vissa delar av euroområdet vara viktiga faktorer bakom den väntade uppgången i löneutvecklingen. Behovet av återhållsam löneutveckling för att återfå pris konkurrensförmågan i vissa länder efter krisen och uppdämda lönerestriktioner i samband med nedåtriktade stelheter i nominella löner under krisen bör gradvis avta och med att den ekonomiska återhämtningen fortsätter och breddas i länderna i euroområdet. Utöver detta kan den väsentliga ökningen av inflationen 2017 jämfört med de föregående tre åren väntas bidra till den högre löneökningstakten. Högre löner i offentlig sektor bidrar också till de totala löneökningarna under bedömningsperioden.

**Vinstmarginalerna väntas bli större under den första delen av bedömningsperioden i något högre takt i genomsnitt än vad som observerats det senaste året.** Försämrat bytesförhållande på grund av högre oljepriser har tyngt vinstmarginalerna de senaste kvartalen. När dessa dämpande effekter avtar väntas vinstmarginalerna öka i något högre takt än den senaste tiden, med stöd av den fortsatta ekonomiska återhämtningen. De väntade ökningarna av enhetsarbetskostnaderna, liksom av indirekta skatter, väntas hålla tillbaka takten i ökningen av vinstmarginalerna under bedömningsperioden.

**Det externa pristrycket har återhämtat sig under 2017 och väntas vara fortsatt positivt men mer måttligt under bedömningsperioden än vad som observerats den senaste tiden.** Den relativt robusta ökningen av importpriserna i år speglar vändningen i oljepriserna och priserna på icke-energirelaterade råvaror. Efter 2017 väntas ökningstakten avta, beroende på den bedömda mer måttliga utvecklingen av råvarupriser under bedömningsperioden och på dämpande effekter från eurons förstärkning. Det underliggande globala inflationstrycket väntas emellertid stärkas gradvis under bedömningsperioden i och med att globala tillverkningskostnader ökar i samband med att den globala överkapaciteten minskar.

**Jämfört med framtidsbedömningarna från september 2017 har utsikterna för HIKP-inflationen reviderats upp med 0,2 procentenheter för 2018. De har inte förändrats för perioden därefter.** Upprevideringen av inflationen 2018 speglar den starkare utvecklingen för energi- och livsmedelskomponenterna i HIKP, som i sin tur beror på uppåtriktade överraskningar i data för dessa komponenter, antaganden om högre oljepriser och uppåtriktade effekter från energi- och tobaksskatter. HIKP-

<sup>6</sup> Eftersom minskningen i ersättningen per anställd och enhetsarbetskostnader till stor del uppvägs av större vinstmarginaler väntas effekterna på prissättningen vara begränsade.

inflationen exklusive livsmedel och energi revideras ned på kort sikt, delvis beroende på negativa överraskningar i data den senaste tiden.

### 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. 2017 uppvägs 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 mer dynamisk tillväxt i de offentliga investeringarna, som endast delvis uppvägs av höjningar av indirekta skatter och dämpad tillväxt i transfereringar till hushållen. Den finanspolitiska inriktningen väntas vara i stort sett neutral 2019–2020.

**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 räntedifferens<sup>7</sup> och det primära överskottet. Jämfört med framtidsbedömningarna från september 2017 är utsikterna vad gäller budgetunderskottet i stort sett oförändrade medan skuldkvoten är något lägre, främst beroende på den gynnsamma räntedifferensen 2018 och 2019.

#### 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 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 grundscenariobygger på och som baseras på terminsmarknaderna förväntas oljepriserna följa en sjunkande profil, varvid priset på Brentråolja hamnar på ungefär 57 US-dollar

<sup>7</sup> Differensen beräknas som differensen mellan den nominella effektiva skuldräntan och den nominella BNP-tillväxten.

per fat i slutet av 2020. Denna utveckling för oljepristerriminerna överensstämmer med en måttlig tillväxt i den globala efterfrågan på olja, ett scenario som hänger samman med att den globala ekonomin måttligen börjar återhämta sig. Sett till utbudsfaktorer förlängdes avtalet mellan OPEC och icke-OPEC-länder den 30 november, dvs. efter stoppdatumet den 22 november, men detta var sannolikt redan införlivat i marknadens förväntningar. De konventionella oljeproducenternas nedskärningar väntas emellertid delvis uppvägas av expansionen i skifferolja produktionen i USA. En kombination av alternativa modeller som används av Eurosystemets experter<sup>8</sup> för att förutsäga oljepriser under bedömningsperioden pekar mot en kraftigare uppgång i oljepriset än vad som antogs i de tekniska antagandena, vilket speglar en snabbare åtstramning än väntat av balansen mellan utbud och efterfrågan. En alternativ utveckling av oljeprisbanan, där oljepriserna är 11 procent högre 2020 än i grundscenariot, skulle medföra en marginell dämpning av den reala BNP-tillväxten och samtidigt innebära en något snabbare ökning av HIKP-inflationen (en uppgång på 0,2 procentenheter både 2019 och 2020).

## 2) En alternativ växelkursutveckling

**I känslighetsanalysen undersöks effekterna av att eurons växelkurs förstärks kraftigare än i grundscenariot.** En tänkbar orsak till en förstärkning är att den ekonomiska återhämtningen i euroområdet blir starkare än väntat. Scenariot har beräknats från den 75:e percentilen i fördelningen som ges genom den implicita riskneutrala täthetsfunktionen för växelkursen USD/EUR den 22 november 2017. Denna utveckling implicerar en gradvis appreciering av euron mot USD-dollar till en växelkurs på 1,36 USD/EUR under 2020, vilket är cirka 16 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 cirka 52 procent. I detta scenario pekar det genomsnittliga resultatet från ett flertal av Eurosystemets experters makroekonomiska modeller på att den reala BNP-tillväxten blir 0,2 procentenheter lägre 2018, 0,6 procentenheter lägre 2019 och 0,2 procentenheter lägre 2020. HIKP-inflationen blir ungefär 0,2, 0,5 och 0,6 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 Eurosystemets experter eftersom de färdigställdes 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).

---

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

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

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

(årliga procentuella förändringar)

	Datum för offentliggörande	BNP-tillväxt			HIKP-inflation		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
<b>Eurosystemets experters framtidsbedömningar</b>	december 2017	2,3	1,9	1,7	1,4	1,5	1,7
		[1,7-2,9]	[0,9-2,9]	[0,6-2,8]	[0,9-1,9]	[0,7-2,3]	[0,8-2,6]
<b>Europeiska kommissionen</b>	november 2017	2,1	1,9	-	1,4	1,6	-
<b>OECD</b>	november 2017	2,1	1,9	-	1,5	1,7	-
<b>Euro Zone Barometer</b>	november 2017	2,0	1,7	1,5	1,4	1,6	1,8
<b>Consensus Economics Forecasts</b>	december 2017	2,1	1,5	1,3	1,4	1,5	1,7
<b>Survey of Professional Forecasters</b>	oktober 2017	1,9	1,7	-	1,4	1,6	-
<b>IMF</b>	oktober 2017	1,9	1,7	1,6	1,4	1,7	1,8

Källor: Europeiska kommissionens europeiska ekonomiska höstprognos 2017, IMF World Economic Outlook 10 oktober 2017, OECD Economic Outlook, november 2017, Consensus Economics Forecasts, december 2017, MJEconomics for the Euro Zone Barometer, november 2017 och ECB:s Survey of Professional Forecasters, oktober 2017.

Anm.: Både Eurosystemets och ECB:s experters makroekonomiska framtidsbedömningar och prognoserna från OECD avser tillväxtsiffror på årsbasis som är kalenderjusterade medan Europeiska kommissionen och IMF rapporterar tillväxtsiffror på årsbasis som inte är kalenderjusterade. Andra prognoser anger inte om deras uppgifter är kalenderjusterade eller ej.

© Europeiska centralbanken, 2017

Postadress: 60640 Frankfurt am Main, Tyskland  
 Telefon: +49 69 1344 0  
 Webbplats: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

ISSN 2529-4849 (pdf)  
 EU katalognr QB-CF-17-001-SV-N (pdf)