



EUROPEISKA CENTRALBANKEN

EUROSYSTEMET

## MAKROEKONOMISKA FRAMTIDSBEDÖMNINGAR FÖR EUROOMRÅDET AV EUROSYSTEMETS EXPERTER, DECEMBER 2014<sup>1</sup>

*Den ekonomiska aktiviteten har visat sig vara svagare än vad som väntades i början av året, till största delen beroende på oväntat låg tillväxt inom investeringar och export. Den nuvarande fasen med blygsam tillväxt beräknas fortsätta under 2015. Det finns emellertid ett antal stödjande externa och inhemska faktorer, däribland den mycket ackommoderande penningpolitiken i euroområdet, som ytterligare förstärks av de ordinära och extraordinära åtgärder som vidtogs i juni och september 2014. Dessa bör få effekt under 2015. Den reala BNP-tillväxten väntas därför stiga något. Real BNP beräknas öka med 0,8 procent 2014, 1,0 procent 2015 och 1,5 procent 2016. Dessa siffror kommer i allt högre grad att överstiga tillväxtpotentialen och produktionsgapet kommer därmed att långsamt slutas under tidsperioden, men vara fortsatt negativt 2016. Betydande nedrevideringar av utsikterna för den reala BNP-tillväxten har gjorts jämfört med den framtidsbedömning som publicerades i månadsrapporten för september 2014.*

*Euroområdets HIKP-inflation beräknas vara låg på kort sikt och endast gradvis stiga under bedömningsperioden. Den beräknas ligga på i genomsnitt 0,5 procent 2014, 0,7 procent 2015 och 1,3 procent 2016. Den senaste tidens fall i oljepriset har lett till en väsentligt lägre prognos för inflationen på kort sikt. Den gradvisa minskningen av det negativa produktionsgapet och stigande externa pristryck, förstärkt av eurons försvagade växelkurs, väntas emellertid leda till en ökning av HIKP-inflationen under bedömningsperioden. Dock kommer den kvardröjande överkapaciteten i ekonomin att förhindra en kraftig ökning av inflationen. Jämfört med den framtidsbedömning som publicerades i månadsrapporten för september 2014 har utsikterna för HIKP-inflationen reviderats ned kraftigt.*

*I den här artikeln sammanfattas de makroekonomiska framtidsbedömningarna för euroområdet för perioden 2014 till 2016. Bedömningar för en så lång period omgärdas dock av mycket stor osäkerhet.<sup>2</sup> Detta bör beaktas när dessa prognoser tolkas. Det bör också understrykas att i dessa framtidsbedömningar tas enbart hänsyn till den senaste tidens extraordinära penningpolitiska åtgärder i den utsträckning som de redan har inverkat på ekonomiska variabler, medan ytterligare överföringsmekanismer inte har införlivats i bedömningarna. Detta innebär att grundscenariot sannolikt underskattar effekterna av det penningpolitiska paketet.*

### OMVÄRLDEN

Den globala återhämtningen beräknas gradvis fortsätta öka i omfattning. Den globala BNP-tillväxten (utom euroområdet) beräknas öka under bedömningsperioden, från 3,6 procent 2014 till 4,2 procent 2016. Återhämtningen väntas emellertid vara fortsatt ojämn mellan olika regioner. Efter relativt dämpad aktivitet i början av 2014 har tillväxttakten i vissa avancerade ekonomier utanför euroområdet blivit betydligt stabilare. Däremot har tillväxttakten på tillväxtmarknaderna generellt legat kvar på en låg nivå, med vissa skillnader mellan olika regioner. På längre sikt bör den globala aktiviteten gradvis stärkas, men återhämtningen väntas vara fortsatt blygsam. Vissa viktiga utvecklade ekonomier drar nytta av de

<sup>1</sup> De makroekonomiska framtidsbedömningarna av Eurosystemets experter görs två gånger om året och utgör underlag för ECB-rådets bedömning av den ekonomiska utvecklingen och riskerna för prisstabiliteten. Information om de förfaranden och den teknik som använts ges i "A Guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises", ECB, juni 2001, som finns på ECB:s webbplats. Stoppdatum för uppgifter till denna rapport var den 20 november 2014.

<sup>2</sup> Se artikeln "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections", ECB:s månadsrapport för maj 2013.

förbättrade förutsättningarna, men större strukturella utmaningar och ett besvärligare finansieringsläge gör det osannolikt att tillväxtekonomierna kommer att återvända till de tillväxttall de hade före krisen.

Världshandeln var fortsatt svag under första halvåret. Tillväxten i världshandeln väntas dock ha nått botten under det andra kvartalet och beräknas stiga under bedömningsperioden, från 2,7 procent 2014 till 5,2 procent 2016 (världen utom euroområdet). Dess elasticitet gentemot den globala aktiviteten i slutet av bedömningsperioden väntas ligga under den som registrerades före krisen. Efterfrågan på importvaror hos euroområdets huvudsakliga handelspartner väntas öka i en långsammare takt än i resten av världen. Följaktligen beräknas euroområdets utländska efterfrågan växa i en något svagare takt än världshandeln (se tabell 1).

**Tabell 1 Omvärlden**

(årliga procentuella förändringar)

	December 2014				September 2014			Revideringar sedan september 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Global real BNP-tillväxt (exkl. euroområdet)	3,7	3,6	4,0	4,2	3,7	4,2	4,3	-0,1	-0,1	-0,1
Världshandeln (exkl. euroområdet) <sup>1)</sup>	3,4	2,7	3,9	5,2	3,9	5,5	5,9	-1,2	-1,6	-0,7
Efterfrågan på euroområdets varor <sup>2)</sup>	2,9	2,3	3,4	4,9	3,5	5,0	5,6	-1,2	-1,6	-0,6

Anm.: Revideringar beräknas på ej avrundade siffror.

1) Beräknat som ett viktat genomsnitt av importen.

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

Jämfört med de makroekonomiska framtidsbedömningarna som publicerades i månadsrapporten i september 2014 har utsikterna för den globala tillväxten reviderats ned något, medan utsikterna för euroområdets utländska efterfrågan har reviderats ned kraftigare. Revideringarna av utsikterna för euroområdets utländska efterfrågan speglar försämringar i data och en nedrevidering av ökningstakten i världshandelns elasticitet jämfört med aktiviteten mot dess långsiktiga nivå, i syfte att införliva tidigare prognosfel.

## Ruta 1

### TEKNISKA ANTAGANDEN OM RÄNTOR, VÄXELKURSER, RÅVARUPRISER OCH FINANSPOLITIK

De tekniska antagandena om räntor och råvarupriser baseras på marknadsförväntningar med stoppdatum den 13 november 2014. De korta räntorna avser tremånaders Euribor, med marknadsförväntningar härledda från terminsräntor. Beräkningsmetoden ger en genomsnittsnivå på de korta räntorna på 0,2 procent under 2014 och 0,1 procent under 2015 och 2016. Marknadsförväntningarna för avkastningen på nominella tioåriga statsobligationer i euroområdet tyder på en genomsnittlig nivå på 2,0 procent för 2014, 1,8 procent för 2015 och 2,1 procent för 2016.<sup>1</sup> I linje med räntorna på terminsmarknaden och det gradvisa genomslaget av ändringar i marknadsräntorna på utlåningsräntor väntas bankernas utlåningsräntor på lån till euroområdets icke-finansiella privata sektor sjunka något under 2014 och 2015 och därefter stiga måttligt 2016.

Vad gäller råvarupriser görs antagandet, baserat på terminskurserna under den tvåveckorsperiod som slutade på stoppdatumet den 13 november, att priset på Brentråolja sjunker från 102,6 USD per fat det tredje kvartalet 2014 till 85,6 USD per fat 2015, för att därefter stiga till 88,5 USD 2016. Priserna i USD på andra råvaror än energi väntas sjunka avsevärt under 2014 och 2015 och stiga 2016.<sup>2</sup>

De bilaterala växelkurserna förväntas vara oförändrade under bedömningsperioden på de genomsnittliga nivåer som rådde under tvåveckorsperioden fram till stoppdatumet den 13 november 2014. Detta implicerar en växelkurs på 1,33 USD per EUR under 2014 och 1,25 USD per EUR under 2015 och 2016.

## Tekniska antaganden

	December 2014				September 2014			Revideringar sedan september 2014 <sup>1)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Tre-månaders EURIBOR (i procent per år)	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,1	-0,1
Ränta på tio-åriga statsobligationer (i procent per år)	2,9	2,0	1,8	2,1	2,3	2,2	2,5	-0,2	-0,4	-0,4
Oljepris (i USD/fat)	108,8	101,2	85,6	88,5	107,4	105,3	102,7	-5,7	-18,8	-13,8
Priser på icke energirelaterade råvaror, i USD (årlig procentuell förändring)	-5,0	-6,3	-4,8	3,8	-4,8	0,1	4,4	-1,5	-4,9	-0,6
USD/EUR växelkurs	1,33	1,33	1,25	1,25	1,36	1,34	1,34	-1,9	-6,7	-6,7
Eurons nominella effektiva växelkurs (EER20) (årlig procentuell förändring)	3,8	0,5	-2,8	0,0	1,4	-0,8	0,0	-0,9	-2,0	0,0

Anm.: Revideringar beräknas på ej avrundade siffror.

1) Revideringar anges i procent för nivåer, differenser för tillväxttakt och procentenheter för räntenivåer och statsobligationer.

De finanspolitiska antagandena speglar budgetgenomförandet 2014, information som ingår i utkast till eller antagna budgetlagar för 2015, utkast till budgetplaner som lämnats in i samband med den europeiska planeringsterminen och nationella budgetplaner på medellång sikt som var tillgängliga den 20 november 2014. De omfattar alla politiska åtgärder som redan har godkänts av nationella parlament eller som specificerats av regeringarna och som sannolikt kommer att gå igenom lagstiftningsprocessen. Information om budgetgenomförandet 2014 och om finanspolitiska åtgärder som planerats för 2015 tyder på en till största delen neutral diskretionär finanspolitik på euroområdesnivå. Budgetkonsolideringsåtgärder i vissa länder uppvägs generellt av direkta skattesänkningar i flera länder samt utgiftsökningar.

Förändringar i tekniska antaganden jämfört med månadsrapporten för september 2014 är bl.a. avsevärt lägre oljepriser och icke energirelaterade råvarupriser (båda denominerade i USD), en depreciering av eurons effektiva växelkurs och lägre korta och långa räntor i euroområdet.

1 Antagandet om avkastningen på de nominella tioåriga statsobligationerna 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 tioåriga obligationsränta ("par yield") för euroområdet, med en initial diskrepans mellan de två serier som hålls konstant under bedömningsperioden. Ränteskillnaderna mellan landsspecifika statsobligationsräntor och motsvarande genomsnitt för euroområdet antas vara konstant under bedömningsperioden.

2 Antaganden om priserna på olja och livsmedelsråvaror baseras på terminspriser t.o.m. slutet av bedömningsperioden. Priserna på andra råvaror än energi antas följa terminspriserna till och med fjärde kvartalet 2015 och därefter utvecklas i linje med den globala ekonomiska aktiviteten. EU-priser fritt gård (farm gate prices), i euro, som nu används för att beräkna livsmedelspriser, beräknas på basis av en ekonometrisk modell som tar hänsyn till utvecklingen av priser på internationella livsmedelsråvaror.

## BEDÖMNINGAR FÖR REAL BNP-TILLVÄXT

Den ekonomiska utvecklingen den senaste tiden har inte bekräftat den återhämtning som väntades i början av året. Real BNP ökade bara måttligt under de andra och tredje kvartalen 2014, efter en avveckling av tillfälliga faktorer som ökade aktiviteten under det första kvartalet. Att aktiviteten har blivit svagare än väntat ska ses mot bakgrund av en dämpad utveckling av världshandeln, ökad oro för de inhemska tillväxtutsikterna, som eventuellt har förstärkts av en stillastående ekonomisk reformprocess i vissa länder, kvardröjande geopolitiska spänningar och en svagare återhämtning i bostadsinvesteringar än väntat i vissa länder.

Den reala BNP-tillväxten väntas vara fortsatt dämpad på kort sikt. Negativa faktorer som hindrade tillväxten tidigare i år kommer att tynga tillväxten under de kommande kvartalen. Detta ses i indikatorerna för företagens och konsumenternas förtroende, som har försvagats sedan i våras. De är nu

på nivåer som pekar på fortsatt måttlig aktivitet på kort sikt. Framför allt väntas de privata investeringarna vara fortsatt dämpade t.o.m. början av 2015.

Flera fundamenta är dock fortsatt positiva och stöder den väntade återhämtningen under 2015 och framåt. Den inhemska efterfrågan bör gynnas av den expansiva penningpolitiken och en bättre fungerande penningpolitisk transmissionsmekanism (som ytterligare har stärkts av de ordinära och extraordinära åtgärder som ECB vidtagit), en i stort sett neutral finanspolitik efter flera år av åtstramningar och vissa förbättringar i förhållandena för kreditgivning. Den privata konsumtionen bör dessutom gynnas av en ökning i real disponibel inkomst som uppstår ur framför allt sjunkande råvarupriser, men också ur (om än måttligt) högre löner och sysselsättning och stigande övriga personliga intäkter (inklusive vinstutdelningar), vilka hör samman med förbättringar i lönsamheten. Dessutom kommer den allmänna aktiviteten under bedömningsperioden i allt högre grad att främjas av gynnsamma effekter på exporten, beroende på en gradvis ökning av den externa efterfrågan som ytterligare förstärks av eurons depreciering.

Återhämtningen beräknas emellertid bli historiskt sett dämpad, eftersom ett antal faktorer håller tillbaka tillväxten på medellång sikt. Behovet av att justera balansräkningarna i den privata och offentliga sektorn kvarstår, och väntas bara gradvis minska under bedömningsperioden. Den höga arbetslösheten i vissa länder påverkar den privata konsumtionen negativt och väntas bara sjunka gradvis. Den stora reservkapaciteten i vissa länder kommer också att hålla tillbaka investeringarna. Sett till årliga genomsnitt beräknas den reala BNP-tillväxten vara 0,8 procent 2014, 1,0 procent 2015 och 1,5 procent 2016.

En närmare titt på efterfrågekomponenterna visar att utgifterna för privat konsumtion ökar blygsamt under perioden, beroende på stigande reala disponibla inkomster. Efter flera svaga år kommer ökningen av de reala disponibla inkomsterna att ta fart tack vare högre löneintäkter (som speglar stigande sysselsättning och något högre löner), ett större bidrag från övriga personliga intäkter (i huvudsak vinstrelaterade) och låga råvarupriser. Hushållens stigande nettoförmögenheter och låga finansieringskostnader kommer också att stödja den privata konsumtionen.

Sparkvoten väntas vara flack och ligga kvar på historiskt låga nivåer. Detta speglar två motsatta effekter. Å ena sidan kommer de mycket låga räntorna och en gradvis minskande arbetslöshet att ha en negativ inverkan. Å andra sidan finns det en positiv inverkan i form av stigande disponibla inkomster i vissa länder, vilket minskar behovet av att använda besparingar för konsumtion. Det försvagade förtroende som observerats bland hushållen kan leda till ett starkare motiv att spara. I vissa länder är trycket på hushållen att minska sina skulder fortsatt högt, vilket medför ett uppåttryck på sparkvoten.

Utsikterna för bostadsinvesteringar är fortsatt dämpade. Bostadsinvesteringarna väntas gradvis ta fart 2015 i samband med återhämtningen av aktiviteten i en miljö med låga bolåneräntor, förbättrade förutsättningar för kreditgivning och gradvis lägre behov av korrigeringar på bostadsmarknaden. I vissa länder dämpas dock fortfarande bostadsbyggandet av sådana korrigeringar och/eller en fortsatt svag utveckling av de reala disponibla inkomsterna. I vissa länder verkar dessutom de gynnsamma effekterna av de historiskt låga bolåneräntorna vara svagare än vad som tidigare antagits.

Ett antal faktorer bör stödja företagsinvesteringar, nämligen den beräknade gradvisa förstärkningen av inhemska och utländska efterfrågan, de mycket låga räntenivåerna, behovet av att modernisera kapitalstocken efter flera år av dämpade investeringar, förbättringar i förutsättningarna för kreditgivning samt en viss förstärkning av vinstpåslag i takt med att konjunkturen förbättras. Dessutom väntas motvinden från företagssektorns arbete med att minska skulderna gradvis avta till följd av sjunkande skuldkvoter de senaste åren. Skuldnivåerna är dock fortsatt höga, så arbetet med att minska skulderna kan ha en fortsatt negativ inverkan på tillväxten.

Tillväxten i företagsinvesteringar väntas vara relativt låg på kort sikt. Trots de ovannämnda gynnsamma faktorerna har företagens förtroende minskat på senare tid. Vissa negativa faktorer verkar ha kraftiga effekter på företagsinvesteringarna, i synnerhet ogynnsamma finansieringsvillkor (som dock har förbättrats) i vissa länder, oro över strukturreformernas långsamma takt i vissa länder och kvardröjande geopolitiska spänningar. Osäkerheten om utsikterna för efterfrågan tynger också företagsinvesteringarna.

Utländsk efterfrågan i euroområdet beräknas öka måttligt när den globala aktiviteten återhämtar sig. Exporten till länder utanför euroområdet kommer att öka måttligt andra halvåret 2014, i stort sett i linje med den utländska efterfrågan. Exporten beräknas ta fart under 2015, vilket speglar den gradvisa förstärkningen av den utländska efterfrågan och de gynnsamma effekterna av eurons depreciering den senaste tiden. Exportmarknadsandelarna väntas vara i stort sett oförändrade under bedömningsperioden. Importen från länder utanför euroområdet kommer bara att öka måttligt under bedömningsperioden, vilket speglar den dämpade ökningen av efterfrågan i euroområdet och eurons lägre växelkurs. Nettoexporten beräknas ge ett positivt bidrag, om än litet, till den reala BNP-tillväxten mot slutet av bedömningsperioden. Den aktuella bytesbalansen förväntas öka under bedömningsperioden och nå 2,4 procent av BNP 2016.

Sysselsättningen har förbättrats relativt snabbt och starkt. Sysselsättningen började återhämta sig redan i mitten av 2013, till en början sett till antalet arbetade timmar men senare även i personer. Under det andra kvartalet 2014 ökade antalet sysselsatta med 0,4 procent på årsbasis, jämfört med en real BNP-tillväxt på 0,8 procent. Denna relativt snabba återhämtning verkar spegla den positiva effekten av en tidigare återhållsam löneutveckling och förmodligen den positiva effekten av den senaste tidens arbetsmarknadsreformer. Dessa reformer – t.ex. via ökad decentralisering av löneförhandlingar, uppluckrad anställningstrygghet och mer flexibla arbetstider – verkar ha lett till att sysselsättningen har reagerat snabbare och starkare på produktionsutvecklingen än vad man har sett historiskt, dock med vissa betydande skillnader mellan länder.

Läget på euroområdets arbetsmarknad väntas förbättras måttligt under bedömningsperioden. Återhämtningen i antalet sysselsatta väntas fortsätta under andra halvåret 2014 och den trenden beräknas hålla i sig under bedömningsperioden. Återhämtningen i sysselsättningen speglar det fortsatta mönstret av ett relativt snabbt och starkt svar på den ökade aktiviteten. Arbetskraften väntas öka måttligt, tack vare invandring och i takt med ett ökat deltagande av vissa befolkningssegment när arbetsmarknadsläget gradvis förbättras. Arbetslösheten väntas sjunka under bedömningsperioden, även om den ligger kvar på nivåer som är långt högre än före krisen.

Jämfört med de makroekonomiska framtidsbedömningarna i månadsrapporten från september 2014 har prognosen för real BNP 2014–2016 reviderats ned med 1,0 procentenhet. Revideringen beror på svagare exportutsikter, eftersom utsikterna för utländsk efterfrågan i euroområdet har reviderats ned väsentligt, vilket speglar försämringar i data och en nedrevidering av ökningstakten i världshandelns elasticitet jämfört med aktiviteten mot dess långsiktiga nivå. Nedrevideringen av tillväxten beror också på svagare företagsinvesteringar sett till den senaste tidens försämrade förtroende och ökad oro över inhemska tillväxtutsikter. Bostadsinvesteringarna har också reviderats ned kraftigt på grund av kvarvarande behov av korrigeringar på bostadsmarknaderna i vissa länder och det faktum att effekterna av historiskt låga bolåneräntor verkar ha överskattats i tidigare framtidsbedömningar. Den privata konsumtionen har också reviderats ned, vilket speglar en nedreviderad ökningstakt i ersättningen per anställd och svagare utdelningar än väntat, vilket beror på den generellt svagare ekonomiska miljön.

Den senaste tidens extraordinära penningpolitiska åtgärder är medräknade i grundscenariot enbart via deras effekter på redan observerade data och via deras effekter på marknadsbaserade tekniska antaganden, nämligen marknadsräntor och aktiekurser, och även växelkursen. I grundscenariot kan alltså de gynnsamma effekterna av den senaste tidens extraordinära penningpolitiska åtgärder underskattas, eftersom ytterligare kanaler inte räknas in (se ruta 2).

**Tabell 2 Makroekonomiska bedömningar för euroområdet<sup>1)</sup>**

(årliga procentuella förändringar)

	December 2014				September 2014			Revideringar sedan september 2014 <sup>2)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Real BNP <sup>3)</sup>	-0,4	0,8	1,0	1,5	0,9	1,6	1,9	0,0	-0,6	-0,3
		[0,7 - 0,9] <sup>4)</sup>	[0,4 - 1,6] <sup>4)</sup>	[0,4 - 2,6] <sup>4)</sup>	[0,7 - 1,1] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,6] <sup>4)</sup>	[0,6 - 3,2] <sup>4)</sup>			
Privat konsumtion	-0,6	0,8	1,3	1,2	0,7	1,4	1,6	0,1	-0,2	-0,4
Offentlig konsumtion	0,3	0,9	0,5	0,4	0,7	0,4	0,4	0,2	0,0	-0,1
Fasta bruttoinvesteringar	-2,5	0,7	1,4	3,2	1,1	3,1	3,9	-0,5	-1,8	-0,7
Export <sup>5)</sup>	2,2	3,2	3,2	4,8	3,1	4,5	5,3	0,0	-1,3	-0,5
Import <sup>5)</sup>	1,3	3,3	3,7	4,9	3,5	4,5	5,3	-0,3	-0,8	-0,3
Sysselsättning	-0,9	0,4	0,6	0,5	0,3	0,6	0,7	0,1	0,0	-0,2
Arbetslöshet (i procent av arbetskraften)	11,9	11,6	11,2	10,9	11,6	11,2	10,8	0,0	0,0	0,2
HIKP	1,4	0,5	0,7	1,3	0,6	1,1	1,4	-0,1	-0,4	-0,1
		[0,5 - 0,5] <sup>4)</sup>	[0,2 - 1,2] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,0] <sup>4)</sup>	[0,5 - 0,7] <sup>4)</sup>	[0,5 - 1,7] <sup>4)</sup>	[0,7 - 2,1] <sup>4)</sup>			
HIKP exklusive energi	1,4	0,8	1,1	1,3	0,8	1,3	1,6	0,0	-0,2	-0,2
HIKP exklusive energi och livsmedel	1,1	0,8	1,0	1,3	0,9	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
HIKP exklusive energi, livsmedel och förändringar i indirekta skatter <sup>6)</sup>	1,0	0,7	1,0	1,3	0,8	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
Ehetsarbetskostnader	1,3	1,1	1,1	0,8	1,0	0,8	1,1	0,1	0,4	-0,3
Ersättning per anställd	1,7	1,6	1,5	1,8	1,6	1,8	2,2	0,0	-0,3	-0,4
Arbetskraftens produktivitet	0,4	0,5	0,4	1,0	0,6	1,0	1,1	-0,1	-0,6	-0,1
Budgetsaldo, offentlig sektor (procent av BNP)	-2,9	-2,6	-2,5	-2,2	-2,6	-2,4	-1,9	0,0	-0,1	-0,3
Strukturellt budgetsaldo (i procent av BNP) <sup>7)</sup>	-2,3	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,9	-0,2	-0,1	-0,1
Den offentliga sektorns bruttoskuld (i procent av BNP)	90,8	92,0	91,8	91,1	93,9	93,1	91,5	-1,9	-1,3	-0,4
Bytesbalans (i procent av BNP)	2,0	2,1	2,2	2,4	2,3	2,3	2,4	-0,1	0,0	0,0

1) Litauen ingår i bedömningarna för 2015 och 2016. De årliga procentuella förändringarna för 2015 baseras på euroområdets sammansättning för 2014, där Litauen redan ingår.

2) Revideringar beräknas på ej avrundade siffror.

3) Kalenderjusterade data.

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

5) Handel inom euroområdet ingår.

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

7) Beräknat som den offentliga sektorns budgetsaldo, rensat för kortvariga effekter i konjunkturcykeln och tillfälliga statliga åtgärder (för ECBS metod, 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 måttet 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, september 2014, "The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position".

## Ruta 2

### INFÖRLIVANDET AV NYLIGEN GENOMFÖRDA EXTRAORDINÄRA PENNINGPOLITISKA ÅTGÄRDER I FRAMTIDSBEDÖMNINGARNA

De penningpolitiska paket som offentliggjordes den 5 juni och den 4 september 2014 bestod av en serie extraordinära penningpolitiska åtgärder. Dessa genomfördes via kredittransaktioner, i form av riktade

långfristiga refinansieringstransaktioner, och direkta köp/försäljningar, i form av ett program för köp av värdepapper med bakomliggande tillgångar samt ett program för köp av säkerställda obligationer.

Dessa åtgärders effekt på tillväxt- och inflationsutsikterna speglas i grundscenariot enbart i den omfattning som de redan har påverkat finansiella variabler, i synnerhet räntor, aktiekurser och eurons växelkurs. På grund av detta tekniska tillvägagångssätt räknas vissa ytterligare potentiella kanaler inte in i grundscenariot. Dessa omfattar bl.a. effekterna från de lättnader i finansieringskostnaderna för banker i euroområdet som dessa åtgärder medför. En andra kanal som inte ingår i grundscenariot är ombalanseringen av portföljer, vilket speglar det faktum att dessa tre åtgärders kraftiga likviditetsinjektioner kan innebära ett starkt incitament för investerare att minska sin överskottslikviditet genom att köpa alternativa finansiella instrument andra än dem som köps av centralbanken, och på så sätt driva upp priserna och sänka räntorna på dessa.

Det är alltså troligt att grundscenariot kommer att underskatta effekten av de penningpolitiska paketen, och detta utgör en uppåtrisk för grundprognoserna för tillväxt och inflation.

## PRIS- OCH KOSTNADSUTSIKTER

Enligt Eurostats preliminära beräkning var den totala HIKP-inflationen 0,3 procent i november 2014. Den nuvarande låga inflationen speglar dämpade energipriser beroende på prisfallet på olja, låg inflation på livsmedelspriser liksom måttliga trender inom priser på industrivaror exklusive energi.

HIKP-inflationen beräknas vara fortsatt låg den närmaste tiden. Därefter väntas den stiga gradvis under bedömningsperioden och nå 1,4 procent det fjärde kvartalet 2016. Ökningen i HIKP-inflationen under bedömningsperioden väntas bero på den gradvisa minskningen av det negativa produktionsgapet och på stigande externt pristryck. Det senare speglar en växling från nedåtriktat till uppåtriktat tryck från råvarupriser och den senaste tidens försvagning av eurons växelkurs.

Den kvarvarande överkapaciteten i euroområdet, tillsammans med den antagna måttliga prisutvecklingen på råvaror, kommer att förhindra en kraftigare ökning av inflationen i euroområdet. Det negativa produktionsgapet beräknas minska bara delvis till 2016, vilket tyder på måttliga öknings av löner och vinstmarginaler. HIKP-inflationen bedöms generellt förbli mycket låg, i genomsnitt 0,5 procent 2014, 0,7 procent 2015 och 1,3 procent 2016. HIKP-inflationen exklusive energi och livsmedel väntas ligga på i genomsnitt 0,8 procent 2014, 1,0 procent 2015 och 1,3 procent 2016.

Externa pristryck dämpar inflationsutsikterna för närvarande men väntas stiga under bedömningsperioden, vilket speglar den väntade förstärkningen av den globala efterfrågan, eurons lägre växelkurs och, under 2016, en förväntad ökning i råvarupriserna. Den externa prisutvecklingen har förstärkt nedåtrycket på priserna i euroområdet den senaste tiden. Långsam global tillväxt, sjunkande priser på olja och andra råvaror och eurons tidigare appreciering har lett till sjunkande importpriser i euroområdet 2013 och 2014. Om vi tittar framåt bleknar dessa effekter gradvis, och importdeflatorn för länder utanför euroområdet väntas därför stiga under 2016.

Förbättringar på arbetsmarknaden och minskande överkapacitet väntas leda till måttliga öknings i det inhemska pristrycket under bedömningsperioden. Tillväxten i ersättningen per anställd beräknas öka något under perioden men vara fortsatt låg, sett till pågående anpassningsprocesser och den återhållsamma löneutvecklingen i flera länder i euroområdet. Denna låginflationsmiljö bidrar också till de måttliga utsikterna för lönerna. Enhetsarbetskostnaden beräknas sjunka något under bedömningsperioden. Detta speglar det faktum att den lilla återhämtningen i tillväxten i ersättningen per anställd mer än väl uppvägs av en starkare produktivitetstillväxt. Den blygsamma utvecklingen av enhetsarbetskostnaderna är en av de huvudsakliga orsakerna till det väntade låga inhemska kostnadstrycket i slutet av bedömningsperioden.

Vinstmarginalerna (mätt som skillnad mellan BNP-deflatorn till faktorkostnad och ökningen i enhetsarbetskostnaden) beräknas sjunka 2014, stabiliseras 2015 och återhämta sig 2016 som ett resultat

av den starkare ekonomiska aktiviteten och, framför allt, en avmattning i enhetsarbetskostnadernas utveckling.

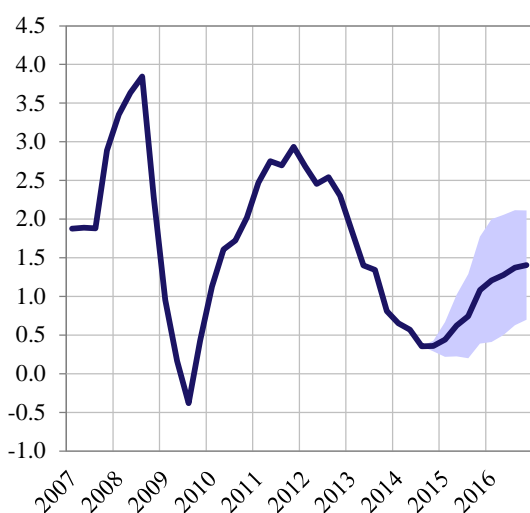
Jämfört med de makroekonomiska framtidsbedömningar som publicerades i månadsrapporten i september 2014 har framtidsbedömningen för HIKP-inflationen skrivits ned med 0,1 procentenheter för 2014, 0,4 procentenheter för 2015 och 0,1 procentenheter för 2016. Detta återspeglar huvudsakligen lägre oljepriser i euro, vissa negativa trender för andra komponenter än energi och effekterna av de nedreviderade tillväxtutsikterna. För 2016 kompenseras den senare delvis av en starkare uppåtteffekt från HIKP-inflationen inom energi, drivet av en svagare växelkurs och högre oljeterminer jämfört med framtidsbedömningen från september. HIKP-inflationen exklusive livsmedel och energi har också reviderats ned, vilket speglar den svagare dynamiken i löner och vinstmarginaler liksom indirekta effekter från växelkursdeprecieringen.

### Diagram 1 Makroekonomiska bedömningar<sup>1)</sup>

(kvartalsuppgifter)

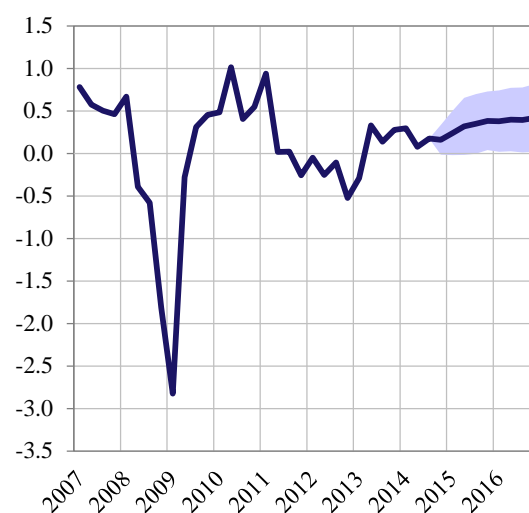
#### HIKP-inflation, euroområdet

(procentuella förändringar på årsbasis)



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

(procentuella förändringar kvartalsvis)



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.

## UTSIKTER FÖR DE OFFENTLIGA FINANSERNA

Inriktningen på finanspolitiken kommer att vara generellt neutral under bedömningsperioden. Finanspolitiken, mätt som en förändring i det konjunkturrensade primärsaldot, väntas vara något expansiv 2014–2015 och neutral 2016, i kontrast till de betydande åtstramningar som observerats de föregående åren.

Den offentliga underskottskvoten beräknas sjunka något under bedömningsperioden. Nedgången får stöd av förbättringen i euroområdets konjunkturfasa. Det strukturella budgetsaldot beräknas bara förbättras litet grand under bedömningsperioden, vilket speglar en generellt neutral finanspolitik. Den offentliga skuldkvoten kommer att börja sjunka från 2015 och framåt, beroende på förbättringar av primärsaldot den senaste tiden och en gynnsammare skillnad mellan räntor och tillväxt.



Jämfört med den finanspolitiska framtidsbedömning som publicerades i månadsrapporten för september 2014 har underskottsutsikterna och skulddynamiken försämrats något på grund av mindre gynnsamma makroekonomiska utsikter och en lättad i den diskretionära finanspolitiken. Nedrevideringen av skuldkvoten beror huvudsakligen på införandet av den nya statistiska normen ESA 2010.

## Ruta 3

### KÄNSLIGHETSANALYSER

Prognoser bygger i hög grad på tekniska antaganden om hur vissa nyckelvariabler utvecklas. Med tanke på att vissa av dessa variabler kan ha stor effekt på prognoserna för euroområdet kan de sistnämnda känslighet avseende alternativa vägar för de underliggande antagandena bidra till analysen av riskerna runt dessa bedömningar. I den här rutan diskuteras osäkerheten som omger tre viktiga underliggande antaganden och känsligheten i bedömningarna vad gäller dessa antaganden.<sup>1</sup>

#### 1) En alternativ oljeprisutveckling

Antagandena vad gäller oljepriserna i de aktuella bedömningarna av Eurosystemets experter bygger på marknadsförväntningar baserat på oljeterminer. Vid stoppdatumet den 13 november hade det beräknats, utifrån den utveckling som terminsmarknaderna pekade på under den föregående tvåveckorsperioden, att ett fat Brentråolja skulle sjunka från 102,6 USD under det tredje kvartalet 2014 till 85,6 USD 2015, för att därefter öka till 88,5 USD 2016. Efter stoppdatumet sjönk emellertid oljepriset och oljeterminerna ytterligare i en miljö med stort utbud men svag efterfrågan, i synnerhet efter att OPEC den 27 november 2014 beslutade att behålla de nuvarande produktionsnivåerna. Den 2 december 2014 pekade oljeterminerna på att priset på Brentråolja skulle sjunka till 73,2 USD 2015 och stiga till 78,1 USD 2016, dvs. till nivåer som var 14,5 procent respektive 11,7 procent lägre än de som användes i grundscenariot.

Med utgångspunkt i Eurosystemets experters makroekonomiska modeller har det beräknats att oljeprisets alternativa utveckling skulle medföra att euroområdets HIKP-inflation skulle vara ungefär 0,4 procentenheter lägre än grundscenariot för 2015 och 0,1 procentenheter lägre än grundscenariot för 2016. Samtidigt skulle oljeprisets alternativa utveckling stödja BNP-tillväxten med ungefär 0,1 procentenheter både 2015 och 2016.

#### 2) En alternativ växelkursutveckling

Grundscenariot utgår från att euron kommer att ha en oförändrad effektiv växelkurs fram till slutet av bedömningsperioden. Eurons växelkurs skulle dock kunna försvagas på grund av försämrade tillväxtutsikter i euroområdet jämfört med den amerikanska ekonomin samt förväntningar om olika penningpolitisk inriktning i de två ekonomiska blocken, med marknadsförväntningar om en utdragen period av låga räntor i euroområdet och en snabbare normalisering i USA. En alternativ växelkursutveckling för euron, med en starkare depreciering, har beräknats från den 25:e percentilen i fördelningen som ges genom den implicita riskneutrala täthetsfunktionen för växelkursen EUR/USD den 13 november 2014. Denna utveckling implicerar en gradvis depreciering av euron mot USD till en växelkurs på 1,17 under 2016, vilket är 6,1 procent lägre än antagandet i grundscenariot. Det motsvarande antagandet för eurons nominella effektiva växelkurs återspeglar historiska mönster varvid växelkursen EUR/USD återspeglar ändringar i effektiv växelkurs med en elasticitet på 52 procent. Detta resulterar i en gradvis avvikelser i eurons effektiva växelkurs från grundscenariot, till en nivå som är 3,2 procent lägre än grundscenariot 2016. I detta scenario pekar resultaten från olika modeller som används av Eurosystemets experter på högre real BNP-tillväxt, med 0,1–0,3 procentenheter, och högre HIKP-inflation, med 0,1–0,4 procentenheter, 2015 och 2016.

#### 3) Ytterligare budgetkonsolideringsåtgärder

Som nämns i ruta 1 innefattar de finanspolitiska antagandena alla politiska åtgärder som redan har godkänts av nationella parlament eller som specificerats i detalj av regeringarna och som sannolikt

kommer att gå igenom lagstiftningsprocessen. De åtgärder som finns i grundscenariot är otillräckliga för de flesta länder i förhållande till de krav på konsolidering som ställts i stabilitets- och tillväxtpaktens korrigerande och förebyggande delar. Åtagandet att följa dessa krav återspeglas i stort av stabilitetsprogrammen 2014 samt i dokumenten till EU-IMF-programmen. Dock saknas ofta de underliggande åtgärderna för att uppnå dessa mål eller så är de inte tillräckligt specificerade. De ingår därför inte i grundscenariot. Det är därför inte bara nödvändigt utan också sannolikt att ytterligare budgetkonsolideringsåtgärder kommer att antas av flera regeringar 2016, jämfört med de åtgärder som finns inkorporerade i grundscenariot.

#### Underliggande antaganden för den finansiella känslighetsanalysen

Den finansiella känslighetsanalysen utgår från det "finansiella gapet" mellan regeringars budgetmål och bedömningsperiodens grundscenario. Landsspecifika villkor och uppgifter avseende både storlek och sammansättning används för att förutse vilka ytterligare konsolideringsåtgärder som är sannolika. Landsspecifika uppgifter syftar särskilt till att fånga osäkerheter i budgetmålen, sannolikheten för ytterligare budgetkonsolideringsåtgärder med påverkan på total efterfrågan i motsats till andra skuldreducerande faktorer och tillhörande makroekonomiska återkopplingseffekter.

Med den här metoden som utgångspunkt bedöms det som troligt att ytterligare budgetkonsolideringsåtgärder som påverkar efterfrågan vidtas under 2015 och 2016. Detta medför att den kumulativa mängden ytterligare konsolidering hamnar på omkring 0,2 procent av BNP i slutet av 2016. Vad gäller de finanspolitiska åtgärdernas sammansättning syftar känslighetsanalysen till att inkorporera lands- och tidsspecifika profiler av de ytterligare konsolideringsåtgärder som är mest sannolika. I analysen behandlas euroområdet på aggregerad nivå och budgetkonsolideringen bedöms ha en viss slagsida åt budgetens utgiftssida.

#### Makroekonomiska effekter av ytterligare budgetkonsolidering

I tabellen nedan sammanfattas de simulerade resultaten av den finansiella känslighetsanalysens effekter på den reala BNP-tillväxten och HIKP-inflationen för euroområdet med hjälp av ECB:s New Area-Wide Model (NAWM<sup>2</sup>).

Effekten på den reala BNP-tillväxten från ytterligare konsolideringsåtgärder är begränsad 2014 och 2015 men beräknas till omkring -0,1 procentenheter 2016. Effekterna på HIKP-inflationen väntas vara obetydliga under hela bedömningsperioden.

Den aktuella analysen pekar därför på måttliga nedåtrisker i grundscenariot för den reala BNP-tillväxten 2016, med tanke på att alla planerade budgetkonsolideringsåtgärder ännu inte har införlivats i grundscenariot. Samtidigt är riskerna för inflationsprognosen obetydliga.

#### Uppskattad makroekonomisk effekt av ytterligare budgetkonsolidering på BNP-tillväxt och HIKP-inflation i euroområdet

(procent av BNP)

	2014	2015	2016
Regeringars budgetmål <sup>1)</sup>	-2,7	-2,2	-1,7
Grundscenariots budgetbedömning	-2,6	-2,5	-2,2
Ytterligare budgetkonsolideringsåtgärder (ackumulerade) <sup>2)</sup>	0,0	0,0	0,2
Effekter av ytterligare budgetkonsolidering med påverkan på efterfrågan (i procentenheter) <sup>3)</sup>			
Real BNP-tillväxt	0	0	-0,1
HIKP-inflation	0	0	0

1) Nominella mål, enligt de senaste EU-IMF-programdokumenten för de berörda länderna. För återstående länder, enligt utkast till budgetplaner eller godkända budgetlagar för 2015 eller 2014 års uppdateringar av stabilitetsprogram.

2) Känslighetsanalys baserad på bedömningar av Eurosystemets experter.

3) Avvikelse från grundscenariot i procentenheter för den reala BNP-tillväxten och HIKP-inflationen (båda på årsbasis). Den makroekonomiska effekten simuleras med hjälp av ECB:s New Area-Wide Model.

Det bör betonas att denna finansiella känslighetsanalys endast fokuserar på potentiella, kortsiktiga effekter av ytterligare budgetkonsolideringsåtgärder som med sannolikhet kommer att vidtas. Även om väl utformade konsolideringsåtgärder ofta påverkar den reala BNP-tillväxten negativt på kort sikt, så har de positiva effekter för den ekonomiska aktiviteten på längre sikt. Dessa framgår dock inte entydigt inom ramen för den här analysens bedömningsperiod.<sup>3</sup> Resultaten av den här analysen ska alltså inte tolkas som ett ifrågasättande av behovet av ytterligare budgetkonsolideringsåtgärder under bedömningsperioden. Faktum är att ytterligare konsolideringsåtgärder är nödvändiga för att återställa sunda offentliga finanser i euroområdet. Utan en sådan konsolidering finns det risk för negativa effekter för prissättningen av statspapper. Vidare kan förtroendet påverkas negativt, vilket skulle hindra den ekonomiska återhämtningen.

- 1 Alla simuleringar har gjorts under antagandet att ingen policyändring görs och inte heller några ändringar i variabler rörande tekniska antaganden eller euroområdets omvärld.
- 2 För en beskrivning av New Area-Wide Model, se Christoffel, K., Coenen, G. och Warne, A., "The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis", *Working Paper Series*, Nr 944, ECB, oktober 2008.
- 3 För en mer detaljerad analys av de makroekonomiska effekterna av budgetkonsolidering, se artikeln "The role of fiscal multipliers and the timing of consolidation", *Månadsrapporten*, ECB, april 2014.

## Ruta 4

### PROGNOSE AV ANDRA INSTITUT

Ett antal prognoser för euroområdet offentliggörs vid olika institut, både av internationella organisationer och av den privata sektorn. Dessa prognoser är dock inte helt jämförbara med varandra eller med de makroekonomiska framtidsbedömningarna av Eurosystemets experter eftersom de slutfördes vid olika tidpunkter. Dessutom används olika (delvis ospecificerade) metoder för att beräkna antaganden om skattepolitiska, finansiella och externa variabler, inklusive oljepriser och priser på andra råvaror. Slutligen finns det skillnader mellan metoderna för beräkning av kalenderjusteringar hos de olika prognoserna (se tabellen nedan).

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

(årliga procentuella förändringar)

	Datum för offentliggörande	BNP-ökning			HIKP-inflation		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Eurosystemets experters framtidsbedömningar	December 2014	0,8 [0,7-0,9]	1,0 [0,4-1,6]	1,5 [0,4-2,6]	0,5 [0,5-0,5]	0,7 [0,2-1,2]	1,3 [0,6-2,0]
Europeiska kommissionen	November 2014	0,8	1,1	1,7	0,5	0,8	1,5
OECD	November 2014	0,8	1,1	1,7	0,5	0,6	1,0
Euro Zone Barometer	November 2014	0,8	1,2	1,6	0,5	0,9	1,3
Consensus Economics Forecasts	November 2014	0,8	1,1	1,5	0,5	0,9	1,3
Survey of Professional Forecasters	November 2014	0,8	1,2	1,5	0,5	1,0	1,4
IMF	Oktober 2014	0,8	1,3	1,7	0,5	0,9	1,2

Källor: Europeiska kommissionens europeiska ekonomiska höstprognos 2014, IMF World Economic Outlook oktober 2014, OECD Economic Outlook, november 2014, Consensus Economics Forecasts, MJEconomics och "ECB's Survey of Professional Forecasters".

Anm.: Både framtidsbedömningarna av Eurosystemets experter 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.

Enligt de prognoser som finns tillgängliga från andra institut väntas euroområdet BNP-tillväxt 2014 bli densamma som den i de makroekonomiska framtidsbedömningarna av Eurosystemets experter. Prognoserna för real BNP-tillväxt under 2015 och 2016 är densamma som eller något högre än i Eurosystemets framtidsbedömningar. Den genomsnittliga HIKP-inflationen 2014 beräknas bli densamma som den i Eurosystemets framtidsbedömningar. Prognoserna från de flesta andra institut för HIKP-inflationen 2015 är något högre än den i Eurosystemets framtidsbedömningar. HIKP-inflationen 2016 väntas i genomsnitt ligga mellan 1,0 procent och 1,5 procent enligt andra tillgängliga prognoser, jämfört med 1,3 procent i Eurosystemets framtidsbedömningar. I dagsläget ligger alla prognoser för 2015 och 2016 inom intervallen i Eurosystemets framtidsbedömningar, som visas i tabellen.

© Europeiska centralbanken, 2014

Adress: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Tyskland

Postadress: 60640 Frankfurt am Main, Tyskland

Tfn: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

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

Alla rättigheter förbehålls.

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