



September 2018 Makroekonomiska framtdsbedömningar för euroområdet av ECB:s experter¹

Efter den starka tillväxten 2017 sågs en långsammare utveckling under det första halvåret 2018, främst beroende på att den globala handeln försvagades. Även om global osäkerhet har dämpat utsikterna för den närmaste tiden väntas expansionen i euroområdet fortsätta i en takt som något överstiger den potentiella tillväxten, vilket återspeglar ECB:s mycket stimulerande penningpolitik, de förbättrade arbetsmarknadsvillkoren och de starkare balansräkningarna. En liten dämpning i den reala BNP-tillväxten från 2,0 procent 2018 till 1,7 procent 2020 kan framför allt förklaras av en gradvis försvagad stimulans från världshandeln och ökande brister på arbetskraft. HIKP-inflationen väntas i genomsnitt ligga på 1,7 procent varje år under bedömningsperioden, dock med en viss oregelbundenhet i kvartalsprofilen. Den stabila banan för den genomsnittliga årliga inflationstakten döljer en sjunkande tillväxttakt i energikomponenten på årsbasis i och med att effekterna av tidigare oljeprisökningar avtar. Detta kompenseras dock av en gradvis ökning i underliggande inflation i takt med att begränsningarna på utbudssidan blir alltmer påtagliga.

1

Den reala ekonomin

Efter mycket stark tillväxt 2017 saktade expansionen in väsentligt under det första halvåret 2018. Tillbakagången från mycket höga tillväxtnivåer beror främst på ett svagare stöd från utrikeshandeln, vilket återspeglar effekten av att den globala handeln har försvagats, i förening med eurons tidigare appreciering. Även om nedgången i ekonomisk aktivitet främst förefaller ha drivits av faktorer på efterfrågesidan har troligtvis aktiviteten under det första halvåret 2018 också i viss mån dämpats av tillfälliga faktorer och utbudsfaktorer.

¹ De makroekonomiska framtdsbedömningarna av ECB:s eller Eurosystemets experter utgör underlag för ECB-rådets bedömning av den ekonomiska utvecklingen och riskerna för prisstabiliteten. Dessa framtdsbedömningar är inte godkända av ECB-rådet och de 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 21 augusti 2018 (se ruta 1). Stoppdatum för andra uppgifter till bedömningarna var den 29 augusti 2018.

De aktuella makroekonomiska framtdsbedömningarna omfattar perioden 2018-2020. Bedömningar för en så lång period omgärdas dock av stor osäkerhet, vilket bör hållas i åtanke 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.

Under de närmaste kvartalen väntas den reala BNP-tillväxten i euroområdet förbli stabil. Detta är i linje med förtroendeindikatorerna för hushåll och företag, vilka ligger kvar på höga nivåer historiskt sett, trots en nedgång bland ett par av dem tidigare under året. Dessa utsikter bekräftas också av ledande indikatorer såsom EuroCOIN och Conference Board Leading Economic Index.

Tabell 1
Makroekonomiska bedömningar för euroområdet¹⁾

(årliga procentuella förändringar)

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

1) Real BNP och komponenter avser kalenderjusterade uppgifter.

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

3) Handel inom euroområdet ingår.

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

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

På medellång sikt finns de grundläggande faktorerna för en fortsatt expansion kvar. Ett antal gynnsamma faktorer väntas ge fortsatt stöd åt inhemsk efterfrågan. ECB:s mycket stimulerande penningpolitik fortsätter att få genomslag i ekonomin. Utlåningen till den privata sektorn fortsätter att öka, stimulerat av låga räntor och

gynnsamma villkor för bankutlåning. Lägre behov av skuldreducering kommer också att bidra till tillväxt i de privata utgifterna. Den finanspolitiska inriktningen väntas bli något expansiv 2019 och i stort sett neutral 2020. Tillväxten i privat konsumtion och bostadsinvesteringar torde också gynnas av goda förhållanden på arbetsmarknaden och ökande nettoförmögenheter. Samtidigt fortsätter företagsinvesteringarna att expandera mot bakgrund av stigande vinster och högt kapacitetsutnyttjande. Euroområdet väntas fortsätta att gynnas av den pågående expansionen i global ekonomisk aktivitet och motsvarande tillväxt i utländsk efterfrågan på export från euroområdet.

Trots detta förmodas den reala BNP-tillväxten mattas av något under bedömningsperioden, i takt med att medvinden från några faktorer successivt avtar. En avmattning i utländsk efterfrågan väntas dämpa efterfrågan på euroområdets export under 2018 och 2019. Sysselsättningstillväxten väntas avta kraftigt 2019 och 2020, främst beroende på en alltmer omfattande brist på arbetskraft i vissa länder. Dessutom väntas den privata konsumtionstillväxten dämpas av en normalisering av sparkvoten, från låga nivåer, i samband med konjunkturuppgången i vissa länder.

Tillväxten i real disponibel inkomst väntas bli starkare under 2018 och 2019, för att sedan tappa fart under 2020. Bruttolönernas bidrag till tillväxten i nominell disponibel inkomst beräknas öka markant under 2018, till följd av en starkare löneutveckling, för att sedan försvagas något under bedömningsperioden när fortsatta nominella löneökningar mer än uppvägs av effekterna av en långsammare sysselsättningstillväxt. Tillväxten i andra personliga inkomster väntas öka gradvis under bedömningsperioden, i linje med stigande vinster. Bidraget från nettotransfereringar väntas förbli negativt under 2018. Därefter väntas det åter bli positivt 2019, p.g.a. sänkningar av direkta skatter i förening med ökande transfereringar till hushåll, för att sedan bli neutralt under 2020. Sammansättningen av tillväxten i real disponibel inkomst väntas överlag bli mindre gynnsam för hushållens utgifter. Detta förklaras av att disponibel inkomst väntas öka mer till följd av löner än av sysselsättning och att konsumtionen vanligtvis reagerar något starkare på förändringar i sysselsättning.

Den privata konsumtionen beräknas förbli stark under bedömningsperioden med stöd av förbättrade villkor för bankutlåning, som förstärks av ECB:s penningpolitiska åtgärder, och de framsteg som gjorts vad gäller skuldreducering. Låga räntor har påverkat både hushållens ränteintäkter och räntekostnader men tenderar att gynna nettolåntagare mer än nettosparare. I och med att den förstnämnda kategorin vanligtvis har en högre marginell benägenhet att konsumera lär detta stödja den totala privatkonsumtionen. Vidare bör både den ökade nettoförmögenheten för hushåll och de framsteg som gjorts i skuldeddragning även gynna konsumtionen.

Hushållens sparkvot väntas öka gradvis under bedömningsperioden, från historiskt låga nivåer. Sparkvoten sjönk under 2017, främst beroende på förbättringar i hushållens ekonomiska och finansiella situation, en viss återställning av uppdämd efterfrågan mot bakgrund av tidigare uppskjutna stora inköp samt den inverkan de mycket låga räntorna har på hushållens sparvilja. Sparkvoten väntas

öka under bedömningsperioden och återspeglar främst en normalisering i samband med konjunkturuppgången. Direkta skattesänkningar i vissa länder väntas även öka hushållens sparande.

Ruta 1

Tekniska antaganden om räntor, växelkurser och råvarupriser

Jämfört med framtidsbedömningarna från juni 2018 innehåller de tekniska antagandena en starkare effektiv växelkurs för euron, lägre oljepriser i US-dollar samt lägre räntor. De tekniska antagandena om räntor och råvarupriser baseras på marknadsförväntningar med stoppdatum den 21 augusti 2018. De korta räntorna avser tremånaders EURIBOR, med marknadsförväntningar härledda från terminsräntor. Beräkningsmetoden ger en genomsnittsnivå för dessa korta räntor på -0,3 procent 2018, -0,2 procent 2019 och 0,0 procent 2020. Marknadens förväntningar för de nominella tioåriga statsobligationsräntorna i euroområdet innebär en genomsnittlig nivå på 1,1 procent 2018, 1,3 procent 2019 och 1,6 procent 2020.² Jämfört med framtidsbedömningarna från juni 2018 har marknadens förväntningar för de korta räntorna reviderats ned med 6 punkter för 2019 och med 19 punkter för 2020, medan de långa räntorna har reviderats ned med 8 punkter för 2018, med 15 punkter för 2019 och med 17 punkter för 2020.

När det gäller råvarupriser görs antagandet, baserat på genomsnittet på terminsmarknaderna under den tvåveckorsperiod som slutade på stoppdatumet den 21 augusti 2018, att priset på Brentråolja stiger från 54,4 US-dollar per fat 2017 till 71,5 US-dollar 2018 och 71,7 US-dollar 2019 för att därefter sjunka till 69,0 US-dollar 2020. Jämfört med framtidsbedömningarna från juni 2018 tyder denna utveckling på att oljepriserna i US-dollar är 4,0 procent lägre 2018, 2,5 procent lägre 2019 och 0,4 procent högre 2020. Priserna i US-dollar på andra råvaror än energi väntas öka något under 2018, minska under 2019 och se en återhämtning 2020.³

De bilaterala växelkurserna väntas under bedömningsperioden vara oförändrade på de genomsnittliga nivåer som rådde under tvåveckorsperioden fram till stoppdatumet den 21 augusti 2018. Detta innebär en genomsnittlig växelkurs på 1,18 USD per euro 2018 och 1,14 USD per euro 2019 - 2020, jämfört med 1,18 USD i framtidsbedömningarna från juni 2018. Eurons effektiva växelkurs (mot 38 handelspartner) är 1,5 procent starkare än i framtidsbedömningarna från juni 2018.

² 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 ränta på samtliga tioåriga obligationer i euroområdet ("par yield"), med en inledande differens mellan de två serierna som är konstant under bedömningsperioden. Ränteskillnaden mellan landsspecifika statsobligationsräntor och motsvarande genomsnitt för euroområdet antas vara konstant under bedömningsperioden.

³ Antagandena om råvarupriser på olja och livsmedel baseras på terminspriser fram till och med slutet av bedömningsperioden. Priserna på andra hårda råvaror än energi antas följa terminspriserna t.o.m. tredje kvartalet 2019 och därefter utvecklas i linje med den globala ekonomiska aktiviteten.

Tekniska antaganden

	September 2018				Juni 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Tremånaders EURIBOR (i procent per år)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,2
Ränta på tioåriga statsobligationer (i procent per år)	1,0	1,1	1,3	1,6	1,0	1,2	1,5	1,7
Oljepris (i USD/fat)	54,4	71,5	71,7	69,0	54,4	74,5	73,5	68,7
Priser på icke-energirelaterade råvaror i USD, (årlig procentuell förändring)	8,0	1,9	-2,6	4,2	7,9	9,3	2,5	4,1
USD/EUR växelkurs	1,13	1,18	1,14	1,14	1,13	1,20	1,18	1,18
Eurons nominella effektiva växelkurs (EER38) (årlig procentuell förändring)	2,2	5,1	0,6	0,0	2,2	4,4	-0,1	0,0

Ökningen i bostadsinvesteringar väntas fortsätta, om än i något långsammare takt. Bostadsinvesteringarna ökade kraftigt 2016 och 2017 med stöd av mycket gynnsamma finansieringsvillkor och stigande inkomster i och med förbättringar på arbetsmarknaden. Återhämtningen i bostadsinvesteringarna förefaller dock ha nått sin kulmen i början av 2018. De grundläggande förutsättningarna för en fortsatt tillväxt i bostadsinvesteringarna kvarstår under bedömningsperioden och enkätundersökningar visar att fler och fler hushåll planerar att köpa eller bygga bostad inom de närmaste två åren, eller att påbörja bostadsrenoveringar. Trots en kraftig efterfrågan på bostäder lär styrkan i expansionen dämpas av alltmer omfattande kapacitetsbegränsningar inom byggsektorn samt ogynnsamma demografiska trender. Dessutom väntas finansieringsvillkoren bli något stramare och alternativa långfristiga investeringsmöjligheter sannolikt uppstå successivt när räntorna stiger.

Företagsinvesteringarna väntas fortsätta att återhämta sig under bedömningsperioden, om än i en gradvis långsammare takt. Ett antal faktorer väntas ge fortsatt stöd åt företagsinvesteringarna: Företagens förtroende är alltså på mycket höga nivåer mot bakgrund av gynnsamma produktionsförväntningar och omfattande orderböcker. Kapacitetsutnyttjandet ligger fortfarande väl över det långsiktiga genomsnittet och bristen på utrustning anges allt oftare som en produktionsbegränsande faktor inom tillverkningsindustrin. Finansieringsvillkoren väntas fortsätta vara mycket gynnsamma under bedömningsperioden. Vinsterna väntas komma att stärkas inom ramen för en redan kapitalstark icke-finansiell företagssektor och företagen kan komma att öka investeringarna i avsikt att kompensera för sysselsättningsrelaterade begränsningar på utbudssidan. Under de senaste åren har kraftigt stigande aktiekurser, fortsatt ackumulering av tillgångar och måttlig tillväxt i skuldfinansiering sänkt skuldsättningsgraden (skulder i förhållande till totala tillgångar) i den icke-finansiella företagssektorn till nära historiskt låga nivåer. Dock har den konsoliderade bruttoskulden (skuldkvoten) minskat betydligt mindre och ligger nu i stort sett på samma nivåer som före krisen. En gradvis nedväxling i företagsinvesteringar under bedömningsperioden speglar den generella avmattningen i både inhemsk och utländsk efterfrågan.

Ruta 2

Omvärlden

Den globala ekonomiska tillväxten väntas gradvis bli måttligare under bedömningsperioden mot bakgrund av ökande risker och osäkerheter. Under det första halvåret 2018 fortsatte den globala ekonomin att expandera i stadig takt. Även om den globala produktionen har dämpats under de senaste månaderna tyder enkäterna på att den globala tillväxten i stort sett upprätthålls. På kort sikt väntas dock takten i den globala ekonomin tappa fart. Å ena sidan fortsätter de utvecklade ekonomierna att dra nytta av stimulerande penningpolitik och den omfattande finanspolitiska stimulansen i USA. Den senaste tidens återhämtning i oljepriserna har också bidragit till att stabilisera investeringarna i många oljeexporterande ekonomier. Å andra sidan har osäkerheten om framtida handelsrelationer ökat, och detta väntas drabba förtroendet och investeringarna inom en nära framtid. Handelsoro, gradvis penningpolitisk normalisering i utvecklade ekonomier samt politisk osäkerhet har under de senaste månaderna lett till en åtstramning av de finansiella förhållandena, särskilt i vissa tillväxtekonomier. När konjunkturen mattas väntas aktiviteten på medellång sikt tappa fart. I de flesta utvecklade ekonomier har negativa produktionsgap antingen redan slutits eller håller på att slutas och politiska stödåtgärder kommer gradvis att minska. Kinas övergång till en lägre tillväxtbana (med mindre behov av politisk stimulans) kommer sannolikt att tynga utsikterna. Även om de råvaruexporterande ekonomierna håller på att återhämta sig är de fortfarande i behov av finanspolitisk konsolidering. Sammantaget beräknas den globala tillväxten (exklusive euroområdet) öka med 3,9 procent 2018 för att därefter sjunka till 3,7 procent under 2020. Jämfört med framtidsbedömningarna från juni 2018 har utsikterna för den globala BNP-tillväxten reviderats ned med 0,1 procentenhet för 2018 och med 0,2 procentenheter för 2019. Dessa nedrevideringar återspeglar de svagare utsikterna i vissa tillväxtekonomier, särskilt Turkiet. Dessutom bedöms ökande handelsspänningar och högre osäkerhet om de globala tillväxtutsikterna komma att dämpa investeringarna i världen under kommande kvartal.

Omvärlden

(årliga procentuella förändringar)

	september 2018				juni 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Global real BNP-tillväxt (exkl. euroområdet)	3,8	3,9	3,7	3,7	3,8	4,0	3,9	3,7
Världshandeln (exkl. euroområdet) ¹⁾	5,4	4,6	3,9	3,8	5,2	5,1	4,6	4,0
Utländsk efterfrågan på export från euroområdet ²⁾	5,3	4,1	3,6	3,6	5,2	5,2	4,3	3,7

1) Beräknat som ett viktat genomsnitt av importen.

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

Efter en kraftig nedgång under det andra kvartalet i år väntas den globala handeln uppvisa en måttlig återhämtning även om den förblir relativt dämpad mot bakgrund av ökad osäkerhet kring handelsprotektionism. Efter stark tillväxt under 2017 bromsade den globala handeln in under de första månaderna i år. En blick framöver visar att hittills införda tulltariffer har påverkat en relativt begränsad del av världshandeln. De har dock inneburit ökad oro för den framtida handelspolitiken och den globala ekonomin vilket väntas drabba den globala aktiviteten och handelsutsikterna. På medellång sikt väntas den globala handeln öka i stort sett samma takt som den globala aktiviteten. Sammantaget väntas efterfrågan på euroområdets export öka med 4,1 procent 2018 för att därefter sjunka till 3,6 procent fram till 2020. Jämfört med framtidsbedömningarna från juni 2018 har efterfrågan reviderats ned med 1,1 procentenhet för

2018, 0,7 procentenheter för 2019 respektive 0,1 procentenhet för 2020. Nedrevideringarna återspeglar främst den avmattning som kan utläsas i data för den närmaste tiden. På lite längre sikt återspeglar de effekterna av högre tulltariffer och svagare aktivitet.

Exporttillväxten till länder utanför euroområdet beräknas komma att dämpas i linje med avtagande utländsk efterfrågan.

Exporten till länder utanför euroområdet väntas växa i ungefär samma takt som utländsk efterfrågan på export från euroområdet, vilket innebär i stort sett stabila exportmarknadsandelar under bedömningsperioden. Under de kommande kvartalen väntas importen från länder utanför euroområdet gynnas av den positiva utvecklingen i inhemsk efterfrågan och av den starkare euron. I och med att importen väntas öka något snabbare än exporten, beräknas nettohandels bidrag till den ekonomiska tillväxten vara i stort sett neutral under bedömningsperioden, efter ett mycket positivt bidrag under 2017.

Sysselsättningstillväxten väntas avta p.g.a. en alltmer omfattande brist på arbetskraft i vissa länder.

Antalet sysselsatta i euroområdet ökade med 0,4 procent under det första och det andra kvartalet 2018. Den senaste tidens starka sysselsättningstillväxt har varit brett baserad i olika länder och enligt framåtblickande enkäter ska den fortsätta att vara stadig den närmaste tiden. Därefter väntas sysselsättningstillväxten tappa lite fart. Under 2018 väntas effekterna av vissa gynnsamma tillfälliga faktorer (som t.ex. finanspolitiska stimulansåtgärder i vissa euroländer) gradvis avta. Mot slutet av bedömningsperioden antas bristen på arbetskraft bli mer påtaglig i vissa länder.

Arbetskraftstillströmningen lär dämpas under bedömningsperioden.

Arbetskraften väntas fortsätta att växa under bedömningsperioden, vilket speglar nettoinvandring av arbetstagare, förväntad integration av flyktingar och en stigande förvärvsfrekvens (inbegripet en omsvängning av den s.k. "discouraged worker"-effekten där vissa arbetstagare som inte finner jobb lämnar arbetskraften). Dessa positiva effekter väntas emellertid gradvis kompenseras under bedömningsperioden till följd av de negativa effekterna av en åldrande befolkning, d.v.s. att fler äldre arbetstagare lämnar arbetsstyrkan än unga som tillkommer.

Den totala arbetslöshetstakten väntas sjunka till 7,4 procent 2020.

Arbetslösheten minskade till 8,3 procent under det andra kvartalet 2018, vilket är den lägsta nivå som uppmätts sedan slutet av 2008. Antalet arbetslösa väntas framöver fortsätta att sjunka kraftigt och närma sig nivån från före krisen.

Som en spegelbild av konjunkturmönstret väntas arbetskraftsproduktiviteten åter vända upp 2019 och 2020.

Efter en stark tillväxt under 2017 tappade arbetskraftsproduktiviteten fart under det första halvåret 2018 i och med en oväntad försvagning i aktiviteten. Som återspeglning av den eftersläpande reaktionen i sysselsättning till följd av svagare aktivitet i början av året väntas en måttlig ökning i produktivitetstillväxten under andra hälften av 2018. På lite längre sikt tyder den ovan nämnda långsammare sysselsättningstillväxten, den ökade användningen av kapital mot bakgrund av minskande överkapacitet, en ökning i antalet arbetade timmar per anställd och vissa öknings i total faktorproduktivitet på att

arbetskraftsproduktiviteten ökar under bedömningsperioden och att den gradvis konvergerar mot genomsnittsnivån från före krisen.

Den reala BNP-tillväxten väntas ligga kvar över den potentiella tillväxten under bedömningsperioden. Den potentiella produktionen bedöms ha förstärkts de senaste åren med stöd från ökade bidrag från arbetskraften och den totala faktorproduktiviteten. I slutet av bedömningsperioden väntas den potentiella produktionen öka i en takt som understiger den reala BNP-tillväxttakten, men som också är något lägre än den från före krisen. Det måste dock påpekas att varken potentiell tillväxt eller dess drivande faktorer går att observera direkt, och att sådana bedömningar omges av betydande osäkerhet.

Jämfört med framtidsbedömningarna från juni 2018 har real BNP-tillväxt reviderats ned något för 2018 och 2019. Dessa nedrevideringar återspeglar främst att det förväntade bidraget från nettohandeln var svagare än tidigare väntat, p.g.a. nedrevidering av utländsk efterfrågan och eurons starkare effektiva växelkurs. Dessa effekter mer än uppväger den positiva effekten av lägre låneräntor på inhemsk från efterfrågan och viss finanspolitisk stimulans.

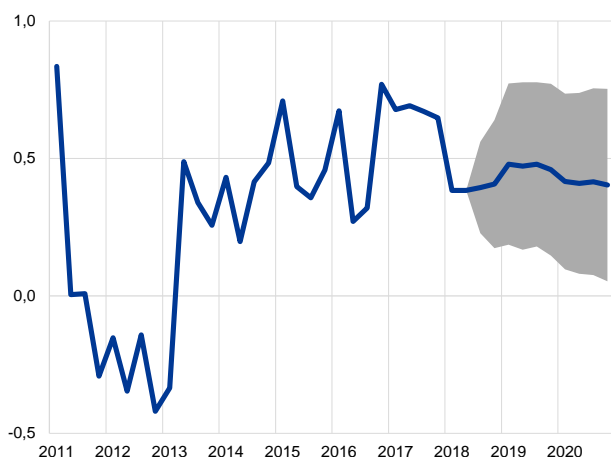
Diagram 1

Makroekonomiska indikatorer¹⁾

(kvartalsuppgifter)

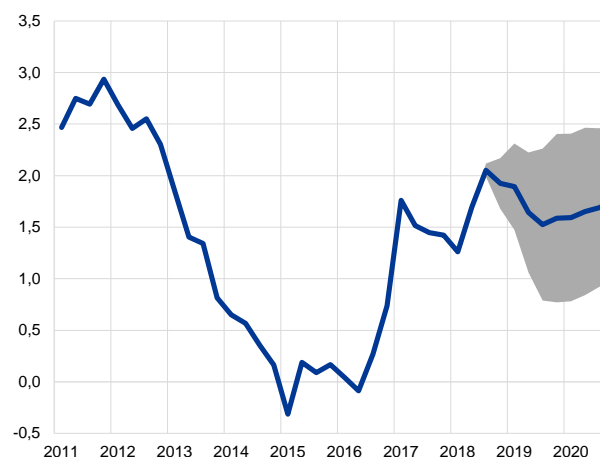
Real BNP i euroområdet²⁾

(procentuella förändringar på kvartalsbasis)



HIKP i euroområdet

(procentuella förändringar på årsbasis)



1) Intervallen beräknas utifrån skillnaden mellan faktiska utfall och bedömningar från tidigare år. Bredden på intervallen är två gånger genomsnittet av det absoluta värdet på dessa skillnader. Metoden som används för att beräkna intervallen, med justering för exceptionella händelser, beskrivs i *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, ECB, december 2009, publicerad på ECB:s webbplats.
<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>

2) Kalenderjusterade data.

2 Priser och kostnader

HIKP-inflationen väntas i genomsnitt ligga på 1,7 procent varje år under bedömningsperioden, eftersom en sjunkande profil för HIKP-energiinflationen motverkar en gradvis förstärkning av HIKP-inflation exklusive energi och livsmedel. Energiinflation beräknas sjunka under hela bedömningsperioden, vilket

återspeglar nedåtriktade baseeffekter och en viss nedgång i terminspriserna på råolja. Den underliggande inflationen beräknas öka mot bakgrund av det förbättrade konjunkturläget i ekonomin och den därmed sammanhängande uppgången i lönetillväxten. Vissa ytterligare uppåtriktade effekter på den underliggande inflationen väntas komma från den utländska prisutvecklingen eftersom tidigare oljeprisökningar har haft en indirekt påverkan på HIKP-inflationen exklusive energi och livsmedel. Totalt väntas HIKP-inflationen exklusive energi och livsmedel öka gradvis från 1,1 procent 2018 till 1,8 procent 2020.

Lönetillväxten väntas komma att stärkas märkbart under bedömningsperioden i och med att arbetsmarknaderna stramas åt och eftersom effekterna av de faktorer som hittills har dämpat lönetillväxten i vissa länder avtar. Ökningen i ersättning per anställd väntas stiga rejält under bedömningsperioden, och hamna på 2,7 procent 2020. Enhetsarbetskostnaderna torde stärkas i linje med ökningen i ersättning per anställd beroende på den relativt måttliga ökningen i produktivitetstillväxten under bedömningsperioden. Den huvudsakliga drivkraften bakom uppgången i löneutvecklingen är den förväntade ytterligare förbättringen av förhållandena på arbetsmarknaden i euroområdet, med allt stramare villkor och en tydlig arbetskraftsbrist i vissa delar av euroområdet. Gynnsamma arbetsmarknadsvillkor har redan blivit tydliga i och med att de förhandlade lönerna har stigit. I euroländer där lönebildningsprocesserna omfattas av retroaktiv indexering kan löneuppgången också väntas få stöd av den senaste tidens betydande inflationsåterhämtning. De lönedämpande effekterna av krisrelaterade faktorer – såsom behovet av en återhållsam löneutveckling för att återfå priskonkurrensförmågan i vissa länder samt uppdämda lönerestriktioner i samband med nedåtriktade stelheter i nominella löner under krisen – torde gradvis avta i och med att den ekonomiska expansionen fortsätter och breddas i euroländerna. Vissa statliga åtgärder som tidigare har bromsat löneutvecklingen väntas också få allt mindre betydelse.

Vinstmarginalerna beräknas inte skapa ytterligare inflationstryck under bedömningsperioden. Ökningarna i enhetsarbetskostnader och i indirekta skatter (netto) väntas utgöra den främsta källan till stigande inflationstryck i termer av BNP-deflatorn. Ökningen av vinstmarginalerna väntas bli begränsade, framför allt mot slutet av bedömningsperioden, vilket återspeglar den mildt avtagande tillväxttakten i den ekonomiska aktiviteten.

Det externa pristrycket väntas förbli positivt, men torde bli måttligt under bedömningsperioden. Den nedåtgående trenden i importdeflatorn, med början nästa år, återspeglar antaganden om svagt sjunkande oljepriser, vilket kommer att begränsa effekten av de stigande priserna på andra råvaror än olja samt av det gradvis ökande underliggande globala pristrycket i samband med att den globala överkapaciteten minskar.

HIKP-inflationen har inte reviderats sedan framtidsbedömningarna i juni 2018. HIKP-inflationen exklusive livsmedel och energi har reviderats ned något för 2019 och 2020, i linje med något svagare tillväxtutsikter. Dessa revideringar kompenseras av en upprevidering i HIKP-inflationen på grund av högre el- och gaspriser i vissa

länder under 2018 samt av oljeprisantagandena i euro, som uppvisar en mildare nedgång än vad som antagits i tidigare framtidsbedömningar.

3 Utsikter för de offentliga finanserna

Finanspolitiken i euroområdet beräknas vara i stort sett neutral 2018, mildt expansiv 2019 och åter i stort sett neutral 2020. Den finanspolitiska inriktningen mäts som förändringen av det konjunkturjusterade primärsaldot exklusive statligt stöd till finanssektorn. Diskretionära åtgärder 2018 är expansiva, delvis beroende på nedskärningar i socialförsäkringsavgifter och bolagsskatter och delvis beroende på en mer dynamisk tillväxt i offentliga utgifter. Dock uppvägs stimulansen från dessa diskretionära åtgärder till stor del av stigande direkta intäkter. Under 2019 kommer det huvudsakliga bidraget till den expansiva finanspolitiken från sänkningar av direkta skatter och högre offentliga utgifter i ett land i euroområdet, vilket delvis uppvägs av konsolidering i ett annat land i euroområdet. Ytterligare sänkningar av direkta skatter och nedskärningar i socialförsäkringsavgifter under 2020 kommer delvis att uppvägas av en mer dämpad tillväxt i transfereringar och subventioner samt i offentlig konsumtion.

Under bedömningsperioden väntas budgetunderskotten och den offentliga skuldsättningen gå ned. De finanspolitiska beräkningarna innebär ett sjunkande offentligt underskott under bedömningsperioden, främst beroende på en förbättring i konjunkturkomponenten och en minskning i räntebetalningarna, som resulterar av att gamla högräntelån ersatts med nya lån till lägre ränta. Detta uppvägs delvis av en försämring i det konjunkturjusterade primärsaldot. Den nedåtgående utvecklingen i den offentliga skuldkvoten stöds av ihållande positiva primärsaldon och en gynnsam räntedifferens⁴. Jämfört med framtidsbedömningarna från juni 2018 ser underskottet ut att vara i stort sett oförändrat, medan skuldkvoten i förhållande till BNP har reviderats upp något för 2020, främst beroende på en mindre gynnsam räntedifferens.

Ruta 3

Känslighetsanalyser

Framtidsbedömningarna 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.

⁴ Differensen beräknas som skillnaden mellan den nominella effektiva skuldräntan och den nominella BNP-tillväxten.

1) En alternativ oljeprisutveckling

Alternativa oljeprismodeller pekar på en risk för högre oljepriser under bedömningsperioden än vad oljepristerminerna antyder.

De tekniska antagandena för oljeprisutvecklingen som bedömningens grundscenario bygger på och som baseras på oljeterminsmarknaderna förutspår en något sjunkande profil för oljepriserna med ett pris på Brentråolja på ungefär 69 US-dollar per fat 2020. Denna utveckling överensstämmer med en fortsatt tillväxt i den globala efterfrågan på olja. Vad gäller utbudsfaktorer återspeglar oljeterminerna sannolikt också dämpande effekter på oljepriserna till följd av lättnader i OPEC-policyn om utbudsminskningar, vilket på kort sikt något kan uppväga förväntningar om lägre produktion av US-olja (beroende på flaskhalsar i transporten) samt även oro om lägre oljeutbud från Iran till följd av US-sanktioner. En kombination av alternativa modeller som ECB:s experter⁵ använt för att förutsäga oljepriserna under bedömningsperioden pekar mot en högre oljeprisbana än i de tekniska antagandena. Skulle den alternativa oljeprisbana som härletts från dessa modeller realiseras, där oljepriserna 2020 är 4,7 procent högre än i grundbedömningen, skulle detta innebära en marginell dämpning av den reala BNP-tillväxten (med mindre än 0,1 procentenhet 2019 och 2020) och samtidigt innebära en snabbare ökning av HIKP-inflationen (en uppgång med 0,1 procentenhet 2020).

2) En alternativ växelkursutveckling

I känslighetsanalysen undersöks effekterna av en förstärkning av eurons växelkurs.

En riskkälla till en sådan förstärkning är att den ekonomiska återhämtningen i euroområdet blir starkare än väntat, vilket leder till ett ökat inflationstryck. Detta scenario överensstämmer med fördelningen av den implicita riskneutrala täthetsfunktionen för växelkursen USD/EUR den 21 augusti 2018, som uppvisar en kraftig skevhet för en förstärkning av euron. Den 75:e percentilen i den fördelningen implicerar en appreciering av euron mot US-dollar till en växelkurs på 1,33 per euro 2020, vilket är omkring 16,5 procent högre än antagandet i grundscenariot för det året. Det motsvarande antagandet för eurons nominella effektiva växelkurs återspeglar historiska mönster varvid förändringar i växelkursen USD/EUR motsvarar förändringar i den effektiva växelkursen med en elasticitet på strax över en halv. I detta scenario pekar det genomsnittliga resultatet från ett flertal av Eurosystemets experters makroekonomiska modeller på att den reala BNP-tillväxten blir 0,4 procentenheter lägre 2019 och 0,5 procentenheter lägre 2020. HIKP-inflationen skulle bli 0,5 procentenhet lägre 2019 och 0,6 lägre procent 2020.

Ruta 4

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 sinsemellan eller med de makroekonomiska framtidsbedömningarna som görs av ECB:s/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).

⁵ Se kombinationen av fyra modeller som presenteras i artikeln "Forecasting the price of oil", *Economic Bulletin*, Utgåva 4, ECB, 2015.

Såsom anges i tabellen ligger aktuella prognoser för den reala BNP-tillväxten och HIKP-inflationen från andra institut inom intervallerna kring de aktuella bedömningarna av ECB:s experter (anges inom parentes i tabellen).

Jämförelse mellan prognoser för den reala BNP-tillväxten och HIKP-inflationen i euroområdet

(årliga procentuella förändringar)

	Datum för offentliggörande	BNP-tillväxt			HIKP-inflation		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Framtidsbedömningar av ECB:s experter	September 2018	2,0	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7
		[1,8 – 2,2]	[1,0 – 2,6]	[0,6 – 2,8]	[1,6 – 1,8]	[1,1 – 2,3]	[0,9 – 2,5]
Europeiska kommissionen	Juli 2018	2,1	2,0	-	1,7	1,7	-
OECD	Maj 2018	2,2	2,1	-	1,6	1,8	-
Euro Zone Barometer	augusti 2018	2,1	1,8	1,6	1,7	1,6	1,7
Consensus Economics Forecasts	augusti 2018	2,1	1,8	1,3	1,7	1,6	1,6
Survey of Professional Forecasters	Juli 2018	2,2	1,9	1,6	1,7	1,7	1,7
IMF	juli/april 2018	2,2	1,9	1,7	1,5	1,6	1,8

Källor: Europeiska kommissionens prognos, sommaren 2018; IMF World Economic Outlook, uppdaterad i juli 2018 (BNP); IMF World Economic Outlook, april 2018 (HIKP); OECD Interim Economic Outlook, maj 2018; Consensus Economics Forecasts, augusti 2018; 2020-års sifferuppgifter för Consensus Economics har tagits från augusti 2018 enkät om trender för produktivitet och löner och 2020-års sifferuppgifter för HIKP-inflationen har tagits från juli 2018 långfristiga enkätförväntningar; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, augusti 2018; samt ECB's Survey of Professional Forecasters, juli 2018.

Anm.: Både Eurosystemets och ECB:s experters makroekonomiska framtidsbedömningar och prognoserna från OECD avser tillväxtsiffror på årsbasis som är kalenderjusterade medan Europeiska kommissionen och IMF rapporterar tillväxtsiffror på årsbasis som inte är kalenderjusterade. För andra prognoser anges inte om uppgifterna är kalenderjusterade eller ej.

© Europeiska centralbanken, 2018

Postadress: 60640 Frankfurt am Main, Tyskland
 Telefon: +49 69 1344 0
 Webbplats: www.ecb.europa.eu

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

ISSN 2529-4628 (pdf)
 EU katalognr QB-CE-18-002-SV-N (pdf)