



# Juni 2018

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

*Trots att starten på året var svagare än väntat, bedöms den ekonomiska expansionen i euroområdet likväl förbli robust och fortsätta i en takt över den potentiella tillväxten. Precis som i tidigare framtdsbedömningar väntas den reala BNP-tillväxten mattas av gradvis under bedömningsperioden, från 2,1 procent 2018 till 1,7 procent 2020<sup>2</sup>, eftersom en viss medvind långsamt avtar. HIKP-inflationen väntas bli 1,7 procent varje år under bedömningsperioden, dock med en viss volatilitet i kvartalsprofilen. Den genomsnittliga årliga inflationstaktens stabila bana följer en försvagning av energikomponentens årliga takt, vilket kompenseras av en gradvis stigande HIKP-inflation exklusive energi och livsmedel när kapacitetsbegränsningarna blir alltmer omfattande.*

1

### Realekonomin

**Inbromsningen i real BNP-tillväxt under det första kvartalet 2018 speglade till viss del tillfälliga faktorer, men innebär även att inbromsningen har kommit tidigare än väntat.** Efter fyra kvartal med stark tillväxt på 0,7 procent under 2017 dämpades den reala BNP-tillväxten till 0,4 procent under det första kvartalet 2018. Inbromsningen kan delvis förklaras av ett antal tillfälliga faktorer, inbegripet dåliga väderförhållanden, strejker i vissa euroländer och ovanligt många sjukskrivningar under ett utbrott av säsongsinfluensa i Tyskland. Därutöver kan den ogynnsamma effekten av eurons tidigare appreciering ha blivit starkare än väntat och tillgången på arbetskraft begränsats tidigare än beräknat. Slutligen speglar inbromsningen möjligtvis även en återgång från den mycket starka tillväxttakt som observerades under hela 2017.

<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 maj 2018 (se ruta 1). Stoppdatum för andra uppgifter till bedömningarna var den 31 maj 2018. De aktuella makroekonomiska framtdsbedömningarna omfattar perioden 2018–2020. Bedömningar för en så lång period omgärdas dock av stor osäkerhet, vilket inte får glömmas bort när man tolkar dem. Se artikeln "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections" i ECB:s månadsrapport från maj 2013. Se <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> för en tillgänglig version av de data som ligger till grund för de olika tabellerna och diagrammen.

<sup>2</sup> Siffrorna avser kalenderjusterade uppgifter.

**Den reala BNP-tillväxten bedöms dock förbli solid under de närmaste kvartalen, i linje med den stora framtidstro som fortfarande finns bland företag och konsumenter.** Efter en kraftig nedgång under det första kvartalet 2018 stabiliserades förtroendet bland företag och konsumenter i april och maj då det fortfarande låg på en historiskt sett hög nivå. Även om vissa indikatorer som offentliggjorts efter stoppdatumet har varit något svagare än väntat är de fortfarande i linje med den förväntade tillväxtbanan.

**Tabell 1**

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

(årliga procentuella förändringar)

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

1) Real BNP och komponenter avser kalenderjusterade uppgifter. Eurostats statistik från den 7 juni 2018 för BNP och dess huvudkomponenter (som offentliggjordes efter stoppdatumet) indikerar en kalenderjusterad real BNP-tillväxttakt på 2,6 procent under 2017.

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 av 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 genomsnitt av skatteeffekter på HIKP.

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

**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 ackommoderande penningpolitik fortsätter att få genomslag i ekonomin. Utlåningen till den privata sektorn fortsätter att öka, vilket drivs av låga räntor och gynnsamma villkor för bankutlåning. Lägre behov av skuldreducering kommer också att bidra till dynamik i de privata utgifterna. Dessutom torde privat konsumtion och bostadsinvesteringar gynnas av goda förhållanden på arbetsmarknaden och en allt högre nettoförmögenhet. Samtidigt kommer företagsinvesteringarna att fortsätta expandera, vilket även speglar stigande vinster i samband med ökat efterfrågetryck och högt kapacitetsutnyttjande. Euroområdets 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.

**Trots detta förmodas den reala BNP-tillväxten mattas av gradvis under bedömningsperioden, i takt med att några medvindsfaktorer successivt avtar.**

Effekterna av tidigare penningpolitiska åtgärder väntas gradvis minska under bedömningsperioden. En inbromsning i tillväxttakten för den utländska efterfrågan på export från euroområdet väntas dämpa exporttillväxten. Sysselsättningstillväxten väntas också avta, delvis beroende på en alltmer omfattande brist på arbetskraft i vissa euroländer. Dessutom väntas den privata konsumtionstillväxten avta, vilket speglar en normalisering av sparkvoten från låga nivåer i samband med den cykliska expansionen i vissa euroländer.

**Tillväxten i real disponibel inkomst väntas bli starkare under 2018 och 2019 på grund av löneuppgångar och lättnader i direkta skatter, för att sedan mattas av under 2020.**

Bruttolönernas bidrag till tillväxten i disponibel inkomst väntas öka markant under 2018, drivet av en starkare löneutveckling, för att sedan försvagas något under återstoden av perioden då ytterligare nominella löneökningar inte helt kan motverka effekterna av en långsammare sysselsättningstillväxt. Tillväxten i andra personliga inkomster väntas öka marginellt, i linje med stigande vinster. Bidraget från nettotransfereringar väntas bli mindre negativt under 2018 och 2019 på grund av lättnader i sociala avgifter och direkta skatter, för att sedan stramas åt igen under 2020. Sammansättningen av tillväxten i real disponibel inkomst väntas överlag bli mindre gynnsam för hushållens utgifter, eftersom konsumtionen vanligtvis reagerar något starkare på inkomsttillskott till följd av ökad sysselsättning än på förändringar i reallöner.

**Den privata konsumtionen bedöms bli en viktig tillväxtfaktor under bedömningsperioden.**

Konsumenternas starka förtroende, ytterligare förbättringar av läget på arbetsmarknaden och stigande reallöner per anställd talar för en stark konsumtionstillväxt under de kommande kvartalen. Den privata konsumtionstillväxten väntas dock halka något efter ökningen i real disponibel inkomst under bedömningsperioden, då hushållen torde komma att lägga en större del av sina inkomster på sparande.

**Den privata konsumtionstillväxten lär stödjas av förbättrade villkor för bankutlåning, förstärkta genom ECB:s penningpolitiska åtgärder och de framsteg som gjorts med skuldreducering.**

Låga räntor har påverkat både ränteintäkterna och räntekostnaderna för hushållen, men de tenderar att gynna nettolåntagare i förhållande till nettosparare. I och med att den förstnämnda

kategorin vanligtvis har en högre marginell benägenhet att konsumera lär detta ytterligare stödjande aggregerad privatkonsumtion. Vidare bör både den ökade nettoförmögenheten för hushåll och de framsteg som gjorts i skuldneddragning också gynna konsumtionen.

**Hushållens sparkvot väntas öka gradvis under bedömningsperioden, från historiskt låga nivåer.** Sparkvoten har sjunkit på senare tid, vilket främst beror på förbättringar i hushållens ekonomiska och finansiella situation, en viss avveckling av uppdämd efterfrågan mot bakgrund av tidigare uppskjutna stora inköp samt de mycket låga räntorna som påverkar hushållens vilja att spara. Sparkvoten väntas öka under bedömningsperioden, främst beroende på en normalisering i samband med den cykliska expansionen. Hushållens sparkvot väntas också stiga på grund av lättnader i direkta skatter i vissa länder.

## Ruta 1

Tekniska antaganden om räntor, växelkurser och råvarupriser

---

**Jämfört med framtidsbedömningarna från mars 2018 innehåller de tekniska antagandena en svagare växelkurs för euron, särskilt mot US-dollar, högre oljepriser i US-dollar samt lägre räntor.** De tekniska antagandena om räntor och råvarupriser baseras på marknadsförväntningar med stoppdatum den 22 maj 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 0,2 procent 2020. Marknadens förväntningar för de nominella tioåriga statsobligationsräntorna i euroområdet tyder på en genomsnittlig nivå på 1,2 procent 2018, 1,5 procent 2019 och 1,7 procent 2020.<sup>3</sup> Jämfört med framtidsbedömningarna från mars 2018 har marknadens förväntningar för de korta räntorna reviderats ned med 10 punkter för 2019 och 20 punkter för 2020, medan förväntningarna för de långa räntorna har reviderats ned med omkring 15 punkter under bedömningsperioden.

När det gäller råvarupriser görs antagandet, baserat på genomsnittet på terminsmarknaderna under den tvåveckorsperiod som slutade på stoppdatumet den 22 maj 2018, att priset på Brentråolja stiger från 54,4 US-dollar per fat 2017 till 74,5 US-dollar 2018 för att därefter sjunka till 73,5 US-dollar 2019 och 68,7 US-dollar 2020. Jämfört med framtidsbedömningarna från mars 2018 tyder denna utveckling på att oljepriserna i US-dollar blir 14,6 procent högre 2018, 20,2 procent högre 2019 och 17,7 procent högre 2020. Mätt i US-dollar väntas priserna på andra råvaror än energi stiga kraftigt 2018 och därefter mera måttligt.<sup>4</sup>

De bilaterala växelkurserna väntas under bedömningsperioden vara oförändrade på de genomsnittliga nivåer som rådde under tvåveckorsperioden fram till stoppdatumet den 22 maj 2018. Detta implicerar en genomsnittlig växelkurs på 1,20 US-dollar per euro 2018 och 1,18 US-dollar per

<sup>3</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 ränta på samtliga tioåriga obligationer i euroområdet ("par yield"), med en initial diskrepans mellan de två serierna som är konstant under bedömningsperioden. Räntespreaden mellan landsspecifika statsobligationsräntor och motsvarande genomsnitt för euroområdet antas vara konstant under bedömningsperioden.

<sup>4</sup> Antaganden 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 till och med andra kvartalet 2019 och därefter utvecklas i linje med den globala ekonomiska aktiviteten.

euro 2019–2020, jämfört med 1,24 US-dollar i framtidsbedömningarna från mars 2018. Eurons effektiva växelkurs (mot 38 handelspartner) är 0,3 procent lägre än i framtidsbedömningarna från mars 2018.

#### Tekniska antaganden

	Juni 2018				Mars 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Tremånaders EURIBOR (i procent per år)	-0,3	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,4
Ränta på tioåriga statsobligationer (i procent per år)	1,0	1,2	1,5	1,7	1,0	1,3	1,6	1,9
Oljepris (i USD/fat)	54,4	74,5	73,5	68,7	54,4	65,0	61,2	58,3
Priser på icke-energirelaterade råvaror i USD, (årlig procentuell förändring)	7,9	9,3	2,5	4,1	7,9	7,4	3,2	4,5
USD/EUR växelkurs	1,13	1,20	1,18	1,18	1,13	1,23	1,24	1,24
Eurons nominella effektiva växelkurs (EER38) (årlig procentuell förändring)	2,2	4,4	-0,1	0,0	2,2	4,5	0,1	0,0

#### Uppgången i bostadsinvesteringar väntas fortsätta, om än i långsammare takt än de senaste två åren.

Tillväxten i bostadsinvesteringar avtog under andra halvåret 2017, eftersom byggsektorn i vissa euroländer började drabbas av ökande begränsningar på utbudssidan, bland annat brist på arbetskraft. De grundläggande förutsättningarna för en fortsatt återhämtning i bostadsinvesteringar kvarstår under bedömningsperioden, med enkätundersökningar som visar att fler och fler hushåll planerar att köpa eller bygga bostad inom de närmaste två åren, eller i synnerhet att påbörja renovering av bostad. Trots en kraftig efterfrågan på bostäder väntas emellertid expansionen dämpas av alltmer omfattande kapacitetsbegränsningar inom byggsektorn, något stramare finansieringsvillkor och ogynnsamma demografiska trender.

#### Företagsinvesteringarna väntas fortsätta att återhämta sig under bedömningsperioden, om än i en långsammare takt.

Ett antal faktorer väntas ge fortsatt stöd åt företagsinvesteringar: Företagens förtroende är fortsatt mycket högt 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 tillverkning. Finansieringsvillkoren väntas fortsätta vara mycket stödjande under bedömningsperioden och vinsterna väntas komma att stärkas inom ramen för en redan kapitalstark icke-finansiell företagssektor. 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 nära historiskt låga nivåer. Den konsoliderade bruttoskulden (skuldkvoten) har dock minskat betydligt mindre och ligger nu på samma nivå som före krisen. En gradvis tempoförlust i företagsinvesteringar under bedömningsperioden speglar också den generella avmattningen i både inhemsk och utländsk efterfrågan.

## Ruta 2

### Omvärlden

**Den globala ekonomiska expansionen har visserligen fortsatt, men nya uppgifter pekar mot att takten har dämpats något.** Stigande räntor, volatilitet på aktiemarknaden samt apprecieringen av US-dollar har bidragit till något stramare finansieringsvillkor – där vissa tillväxtekonomier har noterat uttalade störningar på de finansiella marknaderna under de senaste veckorna.

Oljeprisökningen har dämpat utsikterna i de oljeimporterande ekonomierna. De globala utsikterna under den närmaste tiden förblir emellertid övervägande solida. De utvecklade ekonomierna drar fördel av en ackommoderande penningpolitik, medan i synnerhet USA har gynnats av den omfattande amerikanska finanspolitiska stimulansen. Exportinriktade ekonomier har stärkts av återhämtningen i den globala handeln, och råvaruexportörer får stöd av stigande råvarupriser. Oron för protektionism har visserligen ökat, men de tullhöjningar som hittills har införts (på import av amerikanskt stål och aluminium) kommer sannolikt endast att få smärre direkta makroekonomiska effekter. Den allmänna trenden mot ökad protektionism kan dock inverka negativt på investerarnas förtroende. På medellång sikt väntas aktiviteten avta efterhand som konjunkturcyklerna går in i en mogen fas i de utvecklade ekonomierna och det politiska stödet gradvis minskar. Kinas övergång till en lägre tillväxtbana, som är mindre beroende av politisk stimulans, kommer sannolikt att ha en negativ inverkan på utsikterna. Dessutom behöver de råvaruexporterande ekonomierna fortfarande genomgå en budgetkonsolidering, även om de håller på att återhämta sig. Tillväxten i den globala aktiviteten (exklusive euroområdet) bedöms öka från 3,8 procent 2017 till 4,0 procent 2018 för att därefter minska till 3,7 procent till 2020. Jämfört med framtidsbedömningarna från mars 2018 har utsikterna för den globala BNP-tillväxten reviderats ned med 0,1 procentenhet för 2018 och 2019. Under 2018 speglar detta svagare statistik i början av året i de utvecklade ekonomierna och under 2019 svagare utsikter i vissa tillväxtekonomier.

### Omvärlden

(årliga procentuella förändringar)

	Juni 2018				Mars 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Global real BNP-tillväxt (exkl. euroområdet)	3,8	4,0	3,9	3,7	3,8	4,1	3,9	3,7
Världshandeln (exkl. euroområdet) <sup>1)</sup>	5,2	5,1	4,6	4,0	5,6	4,9	4,5	3,9
Utländsk efterfrågan på export från euroområdet <sup>2)</sup>	5,2	5,2	4,3	3,7	5,5	4,7	4,1	3,6

1) Beräknat som ett viktat genomsnitt av importen.

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

### Efter en stark tillväxt under 2017 pekar indikatorerna för global handel på en måttlig

**inbromsning under de första månaderna i år.** Den fortsatta kraften i konjunkturutvecklingen på kort sikt bör emellertid stärka den globala handeln, vilket uppväger de negativa effekterna av de höjda tullarna i USA och Kina. Efterhand som konjunkturkrafterna avtar väntas emellertid den globala handeln minska, för att i stort sett öka i linje med aktiviteten på medellång sikt. Den utländska efterfrågan på export från euroområdet väntas uppgå till 5,2 procent 2018, för att sedan mattas av till 3,7 procent 2020. Jämfört med framtidsbedömningarna från mars 2018 har den årliga utländska efterfrågan på export från euroområdet reviderats upp med 0,5 procentenhet 2018. Orsaken till detta är en överföringseffekt från en upprevidering av data för det fjärde kvartalet 2017, som motverkar den något svagare importtillväxten i början av 2018. Tillväxten i den utländska efterfrågan på export från euroområdet har reviderats upp något för 2019 och 2020, vilket främst

speglar förväntningar på en mer handelsintensiv tillväxt i vissa central- och östeuropeiska ekonomier.

---

**Exporttillväxten till länder utanför euroområdet beräknas komma att dämpas av den senaste tidens eurokursförstärkning i kombination med en dämpad utländsk efterfrågan.** Under de kommande kvartalen väntas exporten till länder utanför euroområdet växa i en långsammare takt än den utländska efterfrågan på export från euroområdet. Detta beror på den senaste tidens eurokursförstärkning, som medför vissa begränsade ytterligare förluster i exportmarknadsandelar. Importen från länder utanför euroområdet väntas komma att gynnas av den positiva utvecklingen i inhemsk efterfrågan samt av den starkare euron under de kommande kvartalen. Eftersom importtillväxten väntas avta i mindre utsträckning än exporttillväxten, beräknas nettohandels bidrag till den ekonomiska tillväxten endast vara marginellt positivt, efter ett mycket positivt bidrag under 2017.

**Sysselsättningstillväxten väntas avta eftersom bristen på arbetskraft beräknas bli alltmer omfattande i vissa länder.** Antalet sysselsatta i euroområdet ökade med 0,3 procent under fjärde kvartalet 2017 och beräknas ha ökat ytterligare under första kvartalet i år. Den senaste tidens starka sysselsättningstillväxt har varit bred i länder och enligt framåtblickande undersökningar kommer den fortsätta att vara solid den närmaste tiden. Därefter väntas sysselsättningstillväxten tappa lite fart, eftersom effekterna från vissa gynnsamma tillfälliga faktorer under 2018 (som t.ex. finanspolitiska stimulansåtgärder i vissa euroländer) väntas avta gradvis och sysselsättningstillväxten inom den offentliga sektorn väntas avta i vissa länder. Bristen på arbetskraft antas därefter intensifieras i vissa länder.

**Arbetskraftsökningen beräknas bli alltmer dämpad på grund av arbetskraftsbrist.** Arbetskraften väntas fortsätta att expandera under bedömningsperioden, vilket speglar en nettoinvandring av arbetstagare, förväntad integration av flyktingar och ytterligare höjning av förvärvsfrekvensen. Under bedömningsperioden beräknas emellertid dessa positiva effekter gradvis komma att utjämnas av de negativa effekterna av den åldrande befolkningen, eftersom det är fler äldre arbetstagare som lämnar arbetskraften än vad det tillkommer yngre arbetstagare, och äldre arbetstagare också har lägre sysselsättningsgrad (även om en viss ökning är att vänta).

**Arbetslösheten väntas sjunka till 7,3 procent 2020.** Arbetslösheten minskade till 8,6 procent under första 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 kommer tillväxten i arbetsproduktiviteten att hålla i sig.** Under 2017 ökade arbetsproduktiviteten med 0,9 procent. Framåt under bedömningsperioden tyder den ovan nämnda långsammare sysselsättningstillväxten, den ökade användningen av kapital mot bakgrund av minskande överkapacitet, ökningen i antalet arbetade timmar per anställd och vissa öknings i total faktorproduktivitet på en i stort sett oförminskad

tillväxt i arbetskraftsproduktiviteten per sysselsatt person. Den väntas dock ligga kvar något under sin medelnivå från före krisen (1,0 procent).

**Den reala BNP-tillväxten väntas ligga över den potentiella tillväxten under bedömningsperioden.** Den potentiella produktionen bedöms ha förstärkts de senaste åren med stöd från ökade bidrag från kapital och total faktorproduktivitet. I slutet av bedömningsperioden väntas den potentiella tillväxten öka i en takt som är något lägre än den före krisen, trots en fördröjd faktisk tillväxt i real BNP. Det måste dock påpekas att både potentiell tillväxt och dess pådrivande faktorer inte går att observera direkt, och sådana bedömningar omges av betydande osäkerhet.

**Jämfört med framtidsbedömningarna från mars 2018 har den reala BNP-tillväxten reviderats ned för 2018 och förblir i stort sett oförändrad för 2019–2020.** Nedrevideringen för 2018 beror främst på att den reala BNP-tillväxten var svagare än tidigare förväntat under första kvartalet.

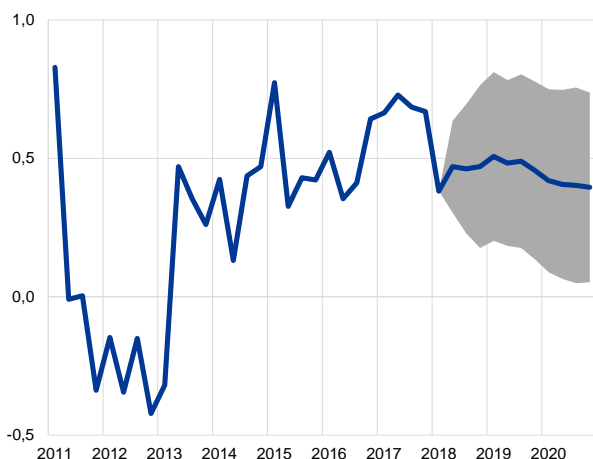
## Diagram 1

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

(kvartalsuppgifter)

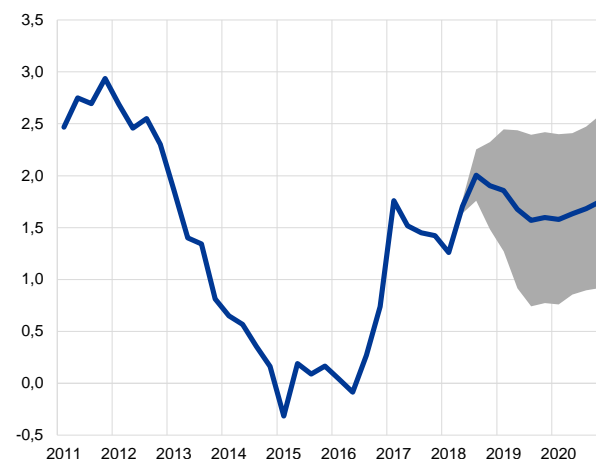
#### Real BNP i euroområdet<sup>2)</sup>

(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.

<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>

2) Kalenderjusterade data.

## 2 Priser och kostnader

**HIKP-inflationen väntas oförändrat uppgå till 1,7 procent varje år under perioden, eftersom en sjunkande profil för HIKP-energiinflationen motverkar en gradvis förstärkning av HIKP-inflationen exklusive energi och livsmedel.**

Även om HIKP-energiinflationen väntas bli starkare under de kommande månaderna beroende på den senaste tidens stigande oljepriser och vissa uppåtriktade baseffekter, torde den gå ner kraftigt från slutet av 2018 till mitten av 2019 på grund av starka nedåtriktade baseffekter. Därefter väntas den bidra negativt till den totala



HIKP-inflationen, vilket speglar den nedåtriktade oljeterminspriskurvan, trots vissa uppåtriktade effekter från energiskatter. HIKP:s livsmedelsinflation väntas förbli i stort sett oförändrad på cirka 2,0 procent under perioden. HIKP-inflationen exklusive energi och livsmedel väntas stiga när utbudsbegränsningarna blir alltmer omfattande. Framför allt väntas de allt stramare förhållandena på arbetsmarknaden, med intensifierade begränsningar i arbetskraftsutbudet i vissa länder, driva upp lönerna. Mot bakgrund av att prognosen för arbetsproduktivitet är tämligen oförändrad torde detta resultera i högre ökning i enhetsarbetskostnaderna som åtminstone delvis slår igenom i priserna. Vissa ytterligare uppåtriktade effekter på HIKP-inflationen exklusive energi och livsmedel väntas komma från den utländska prisutvecklingen eftersom tidigare oljeprisökningar och de antagna prisökningarna på icke-energirelaterade råvaror har en indirekt effekt på denna inflationskomponent. HIKP-inflationen exklusive energi och livsmedel väntas öka gradvis och nå 1,9 procent 2020.

**Lönstillväxten väntas komma att stärkas markant under bedömningsperioden i och med att arbetsmarknaderna stramas åt och åtgärder som hittills har dämpat lönstillväxten i vissa länder löper ut.** Ökningen i ersättning per anställd väntas stiga från 1,6 procent 2017 till 2,7 procent 2020.<sup>5</sup> Enhetsarbetskostnaderna väntas komma att stärkas i motsvarande grad som tillväxten i ersättningen per anställd beroende på den i stort sett oförändrade produktivitetstillväxten under bedömningsperioden. Den huvudsakliga drivkraften bakom uppgången i löneutvecklingen är emotsedda vidare förbättringar i euroområdet av förhållandena på arbetsmarknaden, med allt stramare villkor och med tydliga begränsningar av arbetskraftsutbudet i vissa delar av euroområdet. De senaste löneuppgörelserna i flera euroländer talar för en gynnsam löneökningstakt när överkapaciteten minskar. Utöver kraften i konjunkturutvecklingen kan den väsentliga inflationsuppgången 2017 jämfört med de tre föregående åren väntas bidra till högre löneökningstakt i euroländer där lönebildningsprocesserna omfattas av retroaktiv indexering. Faktorer relaterade till krisen som hade en dämpande inverkan på löneutvecklingen – 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 – lär 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 mindre betydelse.

**Vinstmarginalerna väntas inte underblåsa inflationstrycket under bedömningsperioden.** De beräknade ökningarna av enhetsarbetskostnaderna, liksom av indirekta skatter (netto) per enhet, väntas hålla tillbaka takten i ökningen av vinstmarginalerna, mot bakgrund av företagens begränsade prissättningsförmåga, särskilt under slutet av bedömningsperioden.

<sup>5</sup> En temporär nedgång väntas 2019 som resultat av implementering av finanspolitiska åtgärder i Frankrike, närmare bestämt omvandlingen av ett skatteavdrag i Frankrike (CICE) till en permanent sänkning av arbetsgivaravgifterna. Eftersom minskningen i ökningstakten i ersättning per anställd och enhetsarbetskostnader till stor del uppvägs av större vinstmarginaler torde effekterna på prissättningen vara begränsade.

**Det externa pristrycket väntas förbli positivt, men torde bli måttligt under bedömningsperioden.** Importdeflatorn steg kraftigt under 2017, vilket speglar vändningen i olje- och andra råvarupriser. Under bedömningsperioden torde importprisutvecklingen bli måttlig. Detta speglar en nedåtgående oljeprisutveckling och den senaste tidens euroförstärkning, som 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.

**Jämfört med framtidsbedömningarna från mars 2018 har utsikterna för HIKP-inflationen reviderats upp betydligt för 2018 och 2019.** Den betydande upprevideringen av antagandena om oljepriserna räknat i US-dollar tillsammans med eurons depreciering gentemot dollarn medför en stark upprevidering av utsikterna på kort sikt för energikomponenten i HIKP. HIKP-inflationen exklusive energi och livsmedel har reviderats upp något för 2019 och 2020, vilket beror på fördröjda indirekta effekter av tidigare oljeprishöjningar samt mindre upprevideringar av ökningen av ersättningen per anställd.

### 3 Utsikter för de offentliga finanserna

**Finanspolitiken i euroområdet beräknas vara milt expansiv 2018 samt i genomsnitt i stort sett neutral mellan 2019 och 2020.** Den finanspolitiska inriktningen mäts som förändringen av det konjunkturjusterade primärsaldot exklusive statligt stöd till finanssektorn. Under 2018 drivs den expansiva penningpolitiken främst av lättnader i direkta skatter och sociala avgifter samt antagandet om en mer dynamisk tillväxt i de offentliga utgifterna. Under 2019–2020 väntas den finanspolitiska inriktningen vara i stort sett neutral, då fler lättnader i direkta skatter och sociala avgifter förmodas komma att kompenseras av en mer dämpad tillväxt i de offentliga utgifterna.

**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, vilket delvis utjämnas av en svag försämring av det konjunkturjusterade primärsaldot. Den offentliga skuldkvoten väntas ligga kvar på en sjunkande kurva under bedömningsperioden, med stöd av en gynnsam räntedifferens<sup>6</sup> och det förbättrade primärsaldot. Jämfört med framtidsbedömningarna från mars 2018 har underskottsprognosen inte förändrats nämnvärt, medan skuldkvoten har reviderats upp något, vilket främst beror på en mindre gynnsam räntedifferens.

<sup>6</sup> Differensen beräknas som skillnaden mellan den nominella effektiva skuldräntan och den nominella BNP-tillväxten.

## Ruta 3

### 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 grundscenario bygger på och som baseras på oljeterminsmarknaderna väntas oljepriserna följa en sjunkande profil, varvid priset på Brentråolja hamnar på ungefär 67 US-dollar per fat i slutet av 2020. Denna utveckling för oljepristerminerna överensstämmer med en robust tillväxt i den globala efterfrågan på olja, ett scenario som hänger samman med att den globala ekonomiska expansionen tar fart. Vad gäller utbudsfaktorer speglar oljeterminerna också sannolikt att nedåtriktade effekter på oljepriserna till följd av expansionen i skifferoljaproduktionen i USA delvis motverkas av geopolitiska spänningar samt avtalet mellan OPEC och vissa icke-OPEC-länder om att skära ned produktionen. En kombination av alternativa modeller som ECB:s experter<sup>7</sup> 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 8,8 procent högre än i grundbedömningen, skulle detta innebära en marginell dämpning av real BNP-tillväxt (med mindre än 0,1 procentenhet 2019 och 2020) och samtidigt innebära en snabbare ökning av HIKP-inflationen (en uppgång med 0,1 procentenhet 2019 och med 0,2 procentenheter 2020).

#### 2) En alternativ växelkursutveckling

**I känslighetsanalysen undersöks effekterna av att eurons växelkurs förstärks kraftigare än i grundscenariot.** En riskkälla till en sådan förstärkning är att den ekonomiska återhämtningen i euroområdet blir starkare än väntat, vilket leder till uppåtgående inflationstryck. Detta scenario överensstämmer med fördelningen av den implicita riskneutrala täthetsfunktionen för växelkursen USD/EUR den 22 maj 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 1,36 USD/EUR under 2020, som är omkring 14,8 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 0,5 procentenheter lägre 2019 och 0,3 procentenheter lägre 2020. HIKP-inflationen skulle bli 0,5 procentenhet lägre under både 2019 och 2020.

---

<sup>7</sup> Se fyrmodellskombinationen som presenteras i artikeln "Forecasting the price of oil", *Economic Bulletin*, Utgåva 4, ECB, 2015.

## 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 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).

**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
Eurosystemets ekonomiska bedömningar	Juni 2018	2,1 [1,8 – 2,4]	1,9 [0,9 – 2,9]	1,7 [0,6 – 2,8]	1,7 [1,6 – 1,8]	1,7 [1,0 – 2,4]	1,7 [0,9 – 2,5]
Europeiska kommissionen	Maj 2018	2,3	2,0	-	1,5	1,6	-
OECD	Maj 2018	2,2	2,1	-	1,6	1,8	-
Euro Zone Barometer	Maj 2018	2,3	1,9	1,6	1,5	1,5	1,8
Consensus Economics Forecasts	Maj 2018	2,3	1,9	1,4	1,5	1,5	1,7
Survey of Professional Forecasters	April 2018	2,4	2,0	1,6	1,5	1,6	1,7
IMF	April 2018	2,4	2,0	1,7	1,5	1,6	1,8

Källor: Europeiska kommissionens prognos, våren 2018; IMF World Economic Outlook, april 2018; OECD Economic Outlook, maj 2018; Consensus Economics Forecasts, maj 2018; 2020 års sifferuppgifter för Consensus Economics har tagits från april 2018 långfristiga enkätförväntningar; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, maj 2018, samt ECB:s Survey of Professional Forecasters, april 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](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-18-001-SV-N (pdf)