



MAKROØKONOMISKE FREMSKRIVNINGER FOR EUROOMRÅDET UDARBEJDET AF EUROSYSTEMETS STAB OG OFFENTLIGGJORT I DECEMBER 2014¹

Aktiviteten var svagere end forventet ved årets begyndelse, hvilket primært var drevet af en uventet dæmpet vækst i investeringer og eksport. Den aktuelle fase med moderat vækst forventes at fortsætte ind i 2015. Dog forventes det, at effekten af en række understøttende eksterne og indenlandske faktorer vil vise sig i løbet af 2015, heriblandt euroområdet meget lempelige pengepolitik, som blev styrket af de ordinære og ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger, der blev gennemført i juni og september 2014, og væksten i realt BNP, som efterfølgende forventes at nå et noget højere niveau. Realt BNP ventes at stige med 0,8 pct. i 2014, 1,0 pct. i 2015 og 1,5 pct. i 2016. Da disse vækstrater i stigende grad overgår den estimerede potentielle vækst, bidrager de til, at produktionsgabets langsomt mindskes i løbet af fremskrivningsperioden, men dog forbliver negativt i 2016. Der blev foretaget betydelige nedjusteringer af væksten i realt BNP i forhold til de fremskrivninger, der blev offentliggjort i ECB Månedsoversigt for september 2014.

HICP-inflationen i euroområdet forventes at forblive lav i den nærmeste fremtid og kun stige gradvist i løbet af fremskrivningsperioden. Den ventes at stige med gennemsnitligt 0,5 pct. i 2014, 0,7 pct. i 2015 og 1,3 pct. i 2016. Det seneste fald i oliepriserne har lagt en betydelig dæmper på inflationsudsigterne på kort sigt. Dog forventes den gradvise indsnævring af det negative produktionsgab og det eksterne prispres, som styrkes af den lavere eurokurs, at bidrage til en stigning i HICP-inflationen i fremskrivningsperioden. Den resterende uudnyttede kapacitet i økonomien vil imidlertid forhindre en kraftig stigning i inflationen. Sammenholdt med de fremskrivninger, der blev offentliggjort i ECB Månedsoversigt for september 2014, er udsigterne for HICP-inflationen blevet væsentligt nedjusteret.

Denne artikel sammenfatter de makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet i perioden 2014-16. En så langvarig fremskrivningsperiode er forbundet med meget stor usikkerhed², hvilket bør tages i betragtning ved fortolkningen af fremskrivningerne. Det bør desuden understreges, at der i disse fremskrivninger kun er taget højde for de seneste ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger i det omfang, de allerede har påvirket de finansielle variabler. Yderligere transmissionskanaler er ikke indarbejdet. Dette indebærer, at basisscenariet sandsynligvis undervurderer virkningen af de pengepolitiske pakker.

INTERNATIONALE FORHOLD

Det globale opsving ventes fortsat at tage til i styrke, omend gradvist. I fremskrivningsperioden ventes der en stigning i væksten i realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet) fra 3,6 pct. i 2014 til 4,2 pct. i 2016. Opsvinget forventes imidlertid fortsat at forblive uensartet i de forskellige regioner. Efter en forholdsvis dæmpet aktivitet i begyndelsen af 2014 har flere udviklede økonomier uden for euroområdet oplevet en stabil stigning i væksten samlet set. Derimod er stigningen i væksten på vækstmarkederne forblevet dæmpet overordnet set med visse regionale forskelle. På lidt længere sigt burde den globale aktivitet blive gradvist styrket, men opsvinget forventes at forblive beskedent. På trods af, at nogle af de vigtigste udviklede økonomier nyder godt af en aftagende økonomisk modvind, er det på grund af

¹ De makroøkonomiske fremskrivninger, der er udarbejdet af Eurosystemets stab, indgår i Styrelsesrådets vurdering af den økonomiske udvikling og de forhold, der udgør en risiko for prisstabiliteten. Information om de anvendte procedurer og metoder findes i "A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises", ECB, juni 2001, der findes på ECB's websted. Skæringsdatoen for at inkludere de seneste informationer i disse fremskrivninger var 20. november 2014.

² Se artiklen "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections" i ECB Månedsoversigt for maj 2013.

stigende strukturelle udfordringer og stramme finansielle forhold usandsynligt, at vækstøkonomierne vender tilbage til vækstraterne fra før krisen.

Væksten i verdenshandlen var fortsat svag i 1. halvår 2014. Dog forventes væksten i verdenshandlen at have nået et lavpunkt i 2. kvartal, og den ventes at stige i fremskrivningsperioden fra 2,7 pct. i 2014 til 5,2 pct. i 2016 (på verdensplan ekskl. euroområdet). Ved slutningen af fremskrivningsperioden forventes verdenshandlen at have en mindre elasticitet i forhold til den globale aktivitet end før den globale finansielle krise. Mens importefterspørgslen fra euroområdets vigtigste handelspartnere forventes at stige langsommere end importefterspørgslen fra resten af verden, ventes en lidt svagere stigning i væksten i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet end i væksten i verdenshandlen (se tabel 1).

Tabel 1 Internationale forhold

(Årlige ændringer i procent)

	December 2014				September 2014			Justeringer siden september 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet)	3,7	3,6	4,0	4,2	3,7	4,2	4,3	-0,1	-0,1	-0,1
Verdenshandlen (ekskl. euroområdet) ¹⁾	3,4	2,7	3,9	5,2	3,9	5,5	5,9	-1,2	-1,6	-0,7
Udenlandsk efterspørgsel i euroområdet ²⁾	2,9	2,3	3,4	4,9	3,5	5,0	5,6	-1,2	-1,6	-0,6

Bemærk: Justeringer beregnes på grundlag af uafrundede tal.

1) Beregnet som et vægtet gennemsnit af importen.

2) Beregnet som et vægtet gennemsnit af euroområdets handelspartneres import.

I forhold til de makroøkonomiske fremskrivninger, der blev offentliggjort i ECB Månedsoversigt for september 2014, er de globale vækstudsigter blevet nedjusteret en smule, mens der er foretaget en kraftigere nedjustering af udsigterne for den udenlandske efterspørgsel i euroområdet. De justerede forventninger til den udenlandske efterspørgsel i euroområdet afspejler dårligere økonomiske nøgletal og en nedjustering af udviklingen i elasticiteten i verdenshandlen i forhold til aktiviteten hen imod det langsigtede niveau for at tage højde for tidligere prognosefejl.

Boks 1

TEKNISKE ANTAGELSER OM RENTER, VALUTAKURSER, RÅVAREPRISER OG FINANSPOLITIK

De tekniske antagelser om renter og råvarepriser bygger på markedsforventninger. Skæringsdatoen var 13. november 2014. De korte renter henviser til 3-måneders EURIBOR, hvor markedsforventningerne udledes af futuresrenten. Metoden giver et gennemsnitligt niveau for disse korte renter på 0,2 pct. i 2014 og 0,1 pct. i 2015 og 2016. Markedsforventningerne til den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet tyder på en gennemsnitlig rente på 2,0 pct. i 2014, 1,8 pct. i 2015 og 2,1 pct. i 2016.¹ Som følge af renteutviklingen på forwardmarkedet og det gradvise gennemslag på udlånsrenten af ændringer i markedsrenten forventes de sammensatte bankudlånsrenter på lån til den ikke-finansielle private sektor i euroområdet at falde noget i 2014 og 2015 for derefter at stige beskedent i 2016.

For så vidt angår råvarepriserne, antages prisen på Brent-råolie på grundlag af udviklingen på futuresmarkederne i den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen 13. november, at falde fra 102,6 dollar pr. tønde i 3. kvartal 2014 til 85,6 dollar i 2015 for derefter at stige til 88,5 dollar i 2016. Priserne på råvarer ekskl. energi i amerikanske dollar antages at falde betydeligt i 2014 og 2015 og stige i 2016².

De bilaterale valutakurser antages at forblive uændrede i fremskrivningsperioden på det gennemsnitlige niveau for den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen 13. november 2014. Det indebærer en EUR/USD-kurs på 1,33 i 2014 og på 1,25 i 2015 og 2016.

Tekniske antagelser

	December 2014				September 2014			Justeringer siden september 2014 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
3-måneders EURIBOR (i pct., pr. år)	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,1	-0,1
10-årige statsobligationsrenter (i pct., pr. år)	2,9	2,0	1,8	2,1	2,3	2,2	2,5	-0,2	-0,4	-0,4
Oliepris (USD/pr. tønde)	108,8	101,2	85,6	88,5	107,4	105,3	102,7	-5,7	-18,8	-13,8
Råvarepriser, ekskl. energi, i USD (årlige ændringer i pct.)	-5,0	-6,3	-4,8	3,8	-4,8	0,1	4,4	-1,5	-4,9	-0,6
USD/EUR-kurs	1,33	1,33	1,25	1,25	1,36	1,34	1,34	-1,9	-6,7	-6,7
Nominal effektiv eurokurs (EER20) (årlige ændringer i pct.)	3,8	0,5	-2,8	0,0	1,4	-0,8	0,0	-0,9	-2,0	0,0

Bemærk: Justeringer beregnes på grundlag af uafrundede tal.

1) Justeringer udtrykkes i procent, for så vidt angår niveauer, forskelle, hvad angår vækstrater, og i procentpoint, for så vidt angår justeringer af renter og obligationsrenter.

De finanspolitiske antagelser afspejler budgetgennemførelsen i 2014, oplysninger fra udkast til eller godkendte budgetplaner for 2015, udkast til budgetplaner indsendt inden for rammerne af Det Europæiske Semester samt nationale mellemlangsigtede budgetplaner, der forelå pr. 20. november 2014. De omfatter alle politiske tiltag, som allerede er vedtaget af de nationale parlamenter, eller som foreligger i form af tilstrækkeligt detaljerede planer fra regeringernes side, som sandsynligvis vil gå igennem lovgivningsprocessen. Samlet set indebærer oplysningerne om budgetgennemførelsen i 2014 og de planlagte finanspolitiske foranstaltninger for 2015 en stort set neutral diskretionær finanspolitik i euroområdet som helhed. Finanspolitiske konsolideringstiltag i flere lande opvejes stort set af lettelser af direkte skatter i nogle lande samt af en stigning i udgifterne.

Sammenholdt med ECB Månedsoversigt for september 2014 omfatter ændringerne i de tekniske antagelser markant lavere oliepriser og råvarepriser ekskl. energi i amerikanske dollar, depreciering af den effektive eurokurs og lavere korte og lange renter i euroområdet.

1 Antagelsen om den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet er baseret på den vægtede gennemsnitlige rente på landenes 10-årige benchmarkobligation, vægtet i forhold til årlige BNP-tal og forlænget med terminsudviklingen, som udledes af ECB's 10-årige par-rente fra rentekurven for alle obligationer i euroområdet, med den indledende forskel mellem de to serier, som er holdt konstant i fremskrivningsperioden. Spændene mellem landespecifikke statsobligationsrenter og det tilsvarende euroområdegennemsnit antages at være konstant i fremskrivningsperioden.

2 Antagelser om olie- og fødevarerpriser er baseret på futureskontrakter indtil udgangen af fremskrivningsperioden. Priserne på råvarer ekskl. energi og fødevarer antages at følge futureskontrakterne indtil 4. kvartal 2015 for derefter at udvikle sig på linje med den globale økonomiske aktivitet. Priser af bedrift (i euro), som anvendes i EU til at udarbejde prognoser for forbrugerpriser på fødevarer, er fremskrevet ved hjælp af en økonomisk model, som tager højde for udviklingen i de internationale råvarepriser på fødevarer.

FREMSKRIVNINGER AF VÆKSTEN I REALT BNP

Den seneste økonomiske udvikling er ikke mundet ud i det opsving, der forventedes ved årets begyndelse. Væksten i realt BNP var beskeden i 2. og 3. kvartal 2014 som følge af en afvikling af midlertidige faktorer, der satte skub i aktiviteten i 1. kvartal. Faldet i aktiviteten, som var svagere end forventet, skyldes en dæmpet udvikling i den globale handel, stigende bekymring over de indenlandske vækstudsigter, som muligvis næres af en økonomisk reformproces, der er gået i stå i visse lande, vedvarende geopolitiske spændinger samt en stigning i boliginvesteringerne i flere lande, som har været svagere end forventet.

Væksten i realt BNP ventes at forblive afdæmpet på kort sigt. Indvirkningen af de negative faktorer, der bremsede væksten tidligere på året, vil stadig tynde væksten i de næste kvartaler. Dette kommer til udtryk i erhvervs- og forbrugertillidsindikatorer, som er faldet siden foråret, og deres nuværende niveauer

indikerer en fortsat, omend beskeden aktivitet på kort sigt. Navnlig de private investeringsaktiviteter forventes at forblive dæmpede indtil begyndelsen af 2015.

Ikke desto mindre er flere grundlæggende faktorer fortsat positive, og de forventes at understøtte det ventede opsving i 2015 og fremefter. Den indenlandske efterspørgsel bør blive understøttet af den lempelige pengepolitik samt en pengepolitisk transmissionsmekanisme, som fungerer bedre og er blevet styrket af ECB's seneste ordinære og ekstraordinære foranstaltninger, en stort set neutral finanspolitik efter flere år med betydelige finanspolitiske stramninger og en vis forbedring i kreditforholdene. Desuden bør det private forbrug drage fordel af en stigning i den disponible realindkomst, der især skyldes de faldende råvareprisers gunstige indvirkning, men også en stigende, omend beskeden løn- og beskæftigelsesvækst, samt, i forbindelse med den forbedrede vækst i indtjeningen, stigninger i anden personlig indkomst (herunder udloddet udbytte). Derudover vil den samlede aktivitet i løbet af fremskrivningsperioden i stigende grad blive understøttet af eksportens gunstige virkning på den antagede gradvise styrkelse af den udenlandske efterspørgsel, som yderligere understøttes af effekten af euroens deprecieringen.

Opsvinget forventes imidlertid at forblive afdæmpet set i et historisk perspektiv, da en række faktorer fortsat vil lægge en dæmper på væksten på mellemlangt sigt. Det resterende behov for justering af den private og den offentlige sektors balancer forventes kun at aftage gradvist i fremskrivningsperioden. Desuden forventes det, at den bremsende effekt af den høje arbejdsløshed på det private forbrug i visse lande kun vil aftage gradvist, mens en rigelig uudnyttet kapacitet i nogle lande fortsat vil lægge en dæmper på investeringerne. Målt som årligt gennemsnit forventes realt BNP at stige med 0,8 pct. i 2014, 1,0 pct. i 2015 og 1,5 pct. i 2016.

Et nærmere kig på efterspørgselskomponenterne viser, at det private forbrug fastholder et moderat momentum i fremskrivningsperioden som følge af en stigning i den reale disponible indkomst. Efter en markant afdæmpning i den disponible realindkomst i adskillige år accelererer den nu takket være en højere arbejdsindkomst (som følge af stigende beskæftigelse og lidt højere lønvækst), et øget bidrag fra anden personlig indkomst (primært relateret til indtjening) og lave råvarepriser. Det private forbrug vil desuden blive understøttet af en stigning i husholdningernes nettoformue samt lave finansieringsomkostninger.

Opsparingskvoten forventes at være flad og forblive på et historisk lavt niveau. Dette afspejler modsatrettede effekter fra den nedadrettede effekt af faldende renter og en gradvis faldende arbejdsløshed på den ene side og opadrettede effekter af den stigende disponible indkomst i visse lande, som mindsker behovet for at bruge opsparing til forbrug, på den anden side. Den faldende forbrugertillid kan øge opsparingen af forsigtighedshensyn. Desuden er nedgearingspresset på husholdningerne fortsat højt i visse lande, hvilket har en yderligere positiv effekt på opsparingskvoten.

Udsigterne for boliginvesteringerne er fortsat afdæmpede. Der ventes en vis stigning i boliginvesteringerne i 2015, efterhånden som aktiviteten stiger på baggrund af lave realkreditrenter og forbedrede kreditudbudsforhold, og boligmarkedets justeringsbehov gradvis aftager. I nogle lande lægger justeringen på boligmarkedet og/eller den fortsat svage vækst i den disponible realindkomst dog stadig en dæmper på boligbyggeriet. I flere lande synes den gunstige virkning af historisk lave realkreditrenter desuden at være svagere end tidligere forventet.

En række faktorer bør understøtte erhvervsinvesteringerne, nemlig den ventede gradvise styrkelse af den indenlandske og den udenlandske efterspørgsel, meget lave renter, behovet for at modernisere kapitalapparatet efter flere år med et lavt investeringsniveau, en forbedring af kreditforholdene og en vis stigning i indtjeningen, efterhånden som aktiviteten stiger. Derudover forventes den negative effekt af virksomhedernes nedgearingsbehov at aftage gradvist efter et fald i den offentlige gæld i forhold til BNP de senere år. Ikke desto mindre er gældsniveauet fortsat højt, så nedgearingsbehovene vil fortsat kunne bremse væksten.

I den nærmeste fremtid forventes stigningen i erhvervsinvesteringer at forblive forholdsvis lav. På trods af de ovennævnte understøttende faktorer, er der på det seneste sket et fald i erhvervstilliden. Effekten af visse negative forhold påvirker tilsyneladende erhvervsinvesteringerne kraftigt, især de forbedrede

finansieringsvilkår i nogle lande, som dog stadig er ugunstige, bekymringerne over visse landes langsomme gennemførelse af strukturreformer og de fortsatte geopolitiske spændinger. Derudover påvirker usikkerheden om efterspørgslen erhvervsinvesteringerne negativt.

Den udenlandske efterspørgsel i euroområdet forventes at stige moderat i takt med, at den globale aktivitet stiger. Eksporten til lande uden for euroområdet vil stige moderat i 2. halvår 2014 stort set som den udenlandske efterspørgsel. Eksporten forventes at stige i 2015, hvilket afspejler den gradvise styrkelse af den udenlandske efterspørgsel og den gunstige effekt af den seneste depreciering af euroen. Eksportmarkedsandelene forventes at forblive stort set uændrede i fremskrivningsperioden. Importen fra lande uden for euroområdet vil kun stige moderat i fremskrivningsperioden, hvilket afspejler den dæmpede efterspørgselsvækst i euroområdet samt den lavere eurokurs. Nettoeksporten ventes at bidrage positivt, omend beskedent, til væksten i realt BNP mod udgangen af fremskrivningsperioden. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster vil stige i løbet af perioden og nå op på 2,4 pct. af BNP i 2016.

Beskæftigelsesvæksten har på det seneste oplevet en forholdsvis hurtig og stærk stigning. Allerede fra medio 2013 og frem begyndte beskæftigelsen igen at stige, i første omgang målt i antal arbejdstimer, men derefter også målt i antal beskæftigede. I 2. kvartal 2014 steg antallet af beskæftigede med 0,4 pct. år-til-år sammenlignet med en vækst i realt BNP på 0,8 pct. Denne relativt hurtige stigning synes at afspejle den opadrettede effekt af tidligere løntilbageholdenhed og muligvis den positive virkning af arbejdsmarkedsreformer. Disse reformer, som for eksempel øget decentralisering af lønforhandling, mindre sikkerhed i ansættelsen og mere fleksible arbejdsordninger, har tilsyneladende medført en hurtigere og stærkere reaktion fra beskæftigelsen på produktionsudviklingen i forhold til tidligere, dog med betydelige forskelle imellem.

Der ventes en behersket forbedring af arbejdsmarkedsforholdene i euroområdet i fremskrivningsperioden. Antallet af beskæftigede skønnes fortsat at stige beskedent i 2. halvår 2014 og antages generelt at fastholde dette momentum i fremskrivningsperioden. Fremgangen i beskæftigelsen afspejler det fortsatte mønster med en forholdsvis hurtig og stærk reaktion på stigningen i aktiviteten. Arbejdsstyrken forventes at vokse moderat som følge af indvandring, og efterhånden som den gradvist forbedrede arbejdsmarkedssituation stimulerer visse befolkningssegmenters deltagelse. Arbejdsløsheden forventes at falde i fremskrivningsperioden, omend den forbliver langt højere end før krisen.

I forhold til de makroøkonomiske fremskrivninger, som blev offentliggjort i Månedsoversigten for september 2014, er fremskrivningen af væksten i realt BNP for 2014-2016 blevet nedjusteret med 1,0 procentpoint. Justeringen skyldes svagere udsigter for eksporten, eftersom udsigterne for den udenlandske efterspørgsel i euroområdet er blevet nedjusteret betydeligt, hvilket afspejler dårligere økonomiske nøgletal og en nedjustering af udviklingen i elasticiteten i verdenshandlen i forhold til aktiviteten hen imod det langsigtede niveau. Nedjusteringen af væksten skyldes desuden lavere erhvervsinvesteringer på baggrund af det seneste fald i tilliden og stigende bekymringer over udsigterne for den indenlandske vækst. Boliginvesteringerne er ligeledes blevet nedjusteret betydeligt på grund af et større justeringsbehov på boligmarkedet i visse lande og som følge af, at effekten af de historisk lave realkreditrenter tilsyneladende er blevet overvurderet i tidligere fremskrivninger. Det private forbrug er ligeledes blevet nedjusteret, hvilket afspejler en nedjustering af væksten i lønsum pr. ansat og svagere end forventet udloddet udbytte som følge af de generelt svagere økonomiske forhold.

De seneste ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger er kun medtaget i basisscenariet i kraft af deres effekt på de allerede observerede data og i det omfang, de har påvirket de markedsbaserede tekniske finansielle antagelser, dvs. gennem markedsrenter og aktiekurser og gennem valutakursen. Dermed kan basisscenariet undervurdere den gunstige virkning af de seneste ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger, da det ikke medtager andre kanaler (se boks 2).

Tabel 2 Makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet¹

(Årlige ændringer i procent)

	December 2014				September 2014			Justeringer siden september 2014 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Realt BNP ³⁾	-0,4	0,8	1,0	1,5	0,9	1,6	1,9	0,0	-0,6	-0,3
		[0,7 - 0,9] ⁴⁾	[0,4 - 1,6] ⁴⁾	[0,4 - 2,6] ⁴⁾	[0,7 - 1,1] ⁴⁾	[0,6 - 2,6] ⁴⁾	[0,6 - 3,2] ⁴⁾			
Privat forbrug	-0,6	0,8	1,3	1,2	0,7	1,4	1,6	0,1	-0,2	-0,4
Offentligt forbrug	0,3	0,9	0,5	0,4	0,7	0,4	0,4	0,2	0,0	-0,1
Faste bruttoinvesteringer	-2,5	0,7	1,4	3,2	1,1	3,1	3,9	-0,5	-1,8	-0,7
Eksport ⁵⁾	2,2	3,2	3,2	4,8	3,1	4,5	5,3	0,0	-1,3	-0,5
Import ⁵⁾	1,3	3,3	3,7	4,9	3,5	4,5	5,3	-0,3	-0,8	-0,3
Beskæftigelse	-0,9	0,4	0,6	0,5	0,3	0,6	0,7	0,1	0,0	-0,2
Arbejdsløshed (i pct. af arbejdsstyrken)	11,9	11,6	11,2	10,9	11,6	11,2	10,8	0,0	0,0	0,2
HICP	1,4	0,5	0,7	1,3	0,6	1,1	1,4	-0,1	-0,4	-0,1
		[0,5 - 0,5] ⁴⁾	[0,2 - 1,2] ⁴⁾	[0,6 - 2,0] ⁴⁾	[0,5 - 0,7] ⁴⁾	[0,5 - 1,7] ⁴⁾	[0,7 - 2,1] ⁴⁾			
HICP ekskl. energi	1,4	0,8	1,1	1,3	0,8	1,3	1,6	0,0	-0,2	-0,2
HICP ekskl. energi og fødevarer	1,1	0,8	1,0	1,3	0,9	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
HICP ekskl. energi, fødevarer og afgiftsændringer ⁶⁾	1,0	0,7	1,0	1,3	0,8	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
Enhedslønomkostninger	1,3	1,1	1,1	0,8	1,0	0,8	1,1	0,1	0,4	-0,3
Lønsum pr. ansat	1,7	1,6	1,5	1,8	1,6	1,8	2,2	0,0	-0,3	-0,4
Arbejdskraftsproduktivitet	0,4	0,5	0,4	1,0	0,6	1,0	1,1	-0,1	-0,6	-0,1
Offentlig budgetsaldo (i pct. af BNP)	-2,9	-2,6	-2,5	-2,2	-2,6	-2,4	-1,9	0,0	-0,1	-0,3
Strukturel budgetbalance (i pct. af BNP) ⁷⁾	-2,3	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,9	-0,2	-0,1	-0,1
Den offentlige sektors bruttogæld (i pct. af BNP)	90,8	92,0	91,8	91,1	93,9	93,1	91,5	-1,9	-1,3	-0,4
Betalingsbalancens løbende poster (i pct. af BNP)	2,0	2,1	2,2	2,4	2,3	2,3	2,4	-0,1	0,0	0,0

1) Litauen er medtaget i fremskrivningerne for 2015 og 2016. De gennemsnitlige ændringer i pct. år/år i 2015 er beregnet ud fra et euroområde, der allerede i 2014 omfattede Litauen.

2) Justeringer er beregnet på grundlag af uafrundede tal.

3) Data korrigeret for antal arbejdsdage.

4) Intervallerne omkring fremskrivningerne er baserede på forskellen mellem den faktiske udvikling og tidligere fremskrivninger, der er blevet udarbejdet over en årrække. Intervallernes bredde er to gange den gennemsnitlige absolutte værdi af denne forskel. Metoden, som er anvendt til at beregne intervallerne, og som indbefatter en korrektion for ekstraordinære begivenheder, er beskrevet i "New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges", ECB, december 2009, der findes på ECB's websted.

5) Omfatter samhandlen i euroområdet.

6) Delindekset er baseret på skøn over afgifters reelle effekt. Dette kan afvige fra Eurostats data, som antager et fuldstændigt og umiddelbart gennemslag af skatteeffekten på HICP.

7) Beregnet som den offentlige budgetsaldo fratrukket den midlertidige effekt af den økonomiske konjunktur og regeringernes midlertidige foranstaltninger (læs mere om ESCB's fremgangsmåde i *Working Paper Series*, nr. 77, ECB, september 2001, og *Working Paper Series*, nr. 579, ECB, januar 2007). Fremskrivningen af den strukturelle saldo er ikke udledt af et samlet mål for produktionsgabet. Ifølge ESCB's metode beregnes de konjunkturrelle komponenter separat for forskellige indtægts- og udgiftskomponenter. Læs mere i boksen "Cyclical adjustment of the government budget balance" i Månedsoversigten for marts 2012 og i boksen "The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position" i ECB Månedsoversigt for september 2014.

Boks 2

INDREGNING AF DE SENESTE EKSTRAORDINÆRE PENGEPOLITISKE FORANSTALTNINGER I FREMSKRIVNINGERNE

De pengepolitiske pakker, der skulle lette adgangen til kredit, blev offentliggjort 5. juni og 4. september 2014 og bestod af en række ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger gennemført ved hjælp af

kreditoperationer, navnlig målrettede langfristede markedsoperationer, og rene markedsoperationer, navnlig et program til opkøb af asset-backed securities og et program til opkøb af covered bonds.

Disse foranstaltningers indvirkning på vækstudsigterne og inflationen afspejles kun i basisscenariet i det omfang, de allerede har haft en afsmittende effekt på finansielle variabler, især renten, aktiekurser og eurokursen. Som følge af denne tekniske fremgangsmåde indgår visse yderligere potentielle kanaler ikke i basisscenariet, for eksempel den direkte gennemslagskanal, som forbindes med nedsættelsen af euroområdet bankers finansieringsomkostninger hidrørende fra disse foranstaltninger. En anden kanal, som ikke indgår i basisscenariet, er kanalen til porteføljustering, hvilket afspejler, at store likviditetstilførsler, som er forbundet med samtlige tre politiske foranstaltninger, kan øge investorernes incitament til at reducere deres overskydende kontantbeholdning ved at købe og dermed byde prisen op på andre finansielle instrumenter end dem, der opkøbes af centralbanken, hvilket dermed vil nedbringe renten.

Derfor vil basisscenariet sandsynligvis undervurdere virkningen af de pengepolitiske pakker, hvilket udgør en opadrettet risiko for basisfremskrivningerne for vækst og inflation.

FREMSKRIVNINGER AF PRISER OG OMKOSTNINGER

Ifølge Eurostats foreløbige skøn var den samlede HICP-inflation 0,3 pct. i november 2014. Den lave aktuelle inflation afspejler dæmpede energipriser, som er forbundet med de seneste fald i råoliepriserne, en lav stigning i fødevarerpriserne samt en beskeden udvikling i priserne på industrivarer ekskl. energi og tjenesteydelser.

HICP-inflationen ventes at forblive lav i den nærmeste fremtid. Derefter forventes den kun at stige gradvist indtil udgangen af fremskrivningsperioden, hvor den når op på 1,4 pct. i 4. kvartal 2016. Stigningen i HICP-inflationen i fremskrivningsperioden forventes at ske på baggrund af en gradvis indsnævring af det negative produktionsgab og et stigende eksternt prispres. Sidstnævnte afspejler især et skift fra et nedadgående til et opadgående pres fra råvarepriser og fra gennemslaget af den seneste svækkelse af eurokursen.

Den resterende uudnyttede kapacitet i euroområdet og den forventede moderate udvikling i råvarepriserne vil hindre en mere betydelig stigning i euroområdet inflation. Der ventes kun en delvis indsnævring af det negative produktionsgab frem til 2016, hvilket indebærer beskeden stigninger i løn og avance. Samlet set ventes den gennemsnitlige HICP-inflation at forblive meget dæmpet på 0,5 pct. i 2014, 0,7 pct. i 2015 og 1,3 pct. i 2016. Den gennemsnitlige HICP-inflation ekskl. energi og fødevarer forventes at ligge på 0,8 pct. i 2014, 1,0 pct. i 2015 og 1,3 pct. i 2016.

På nuværende tidspunkt lægger det eksterne prispres en dæmper på inflationsudsigterne, men det forventes dog at stige i fremskrivningsperioden, hvilket afspejler den forventede stigning i den globale efterspørgsel, en lavere eurokurs og, i 2016, en forventet stigning i råvarepriserne. Den eksterne prisudvikling har bidraget til det nedadrettede prispres i euroområdet i den seneste tid. Træg global vækst, fald i oliepriserne og i råvarepriserne ekskl. olie og euroens tidligere appreciering har medført et fald i importpriserne i euroområdet i 2013 og 2014. Fremadrettet, og i takt med at disse effekter efterhånden aftager, forventes importdeflatoren, for så vidt angår import fra lande uden for euroområdet, at stige i 2016.

Forbedringer på arbejdsmarkedet og mindre uudnyttet kapacitet i økonomien forventes at udløse en moderat stigning i det indenlandske prispres i løbet af fremskrivningsperioden. Væksten i lønsummen pr. ansat ventes at stige svagt i perioden, men fortsat at befinde sig på et lavt niveau som følge af den løbende justering og løntilbageholdenhed i adskillige lande i euroområdet. Den lave inflation bidrager ligeledes til de beskeden udsigter for lønnen. Væksten i enhedslønomkostninger forventes at falde en smule i fremskrivningsperioden. Dette afspejler, at den lille stigning i lønsummen pr. ansat mere end udlignes af en stærkere vækst i produktiviteten. Den beskeden udvikling i enhedslønomkostningerne er en af de vigtigste årsager til det forventede lave indenlandske omkostningspres indtil udgangen af fremskrivningsperioden.

Avancerne (målt som forskellen mellem BNP-deflatoren i faktorpriser og væksten i enhedslønøkonomkostninger) forventes at falde i 2014, stabilisere sig i 2015 og begynde at stige igen i 2016 som følge af en styrket økonomisk aktivitet og navnlig en afdæmpet udvikling i enhedslønøkonomkostningerne.

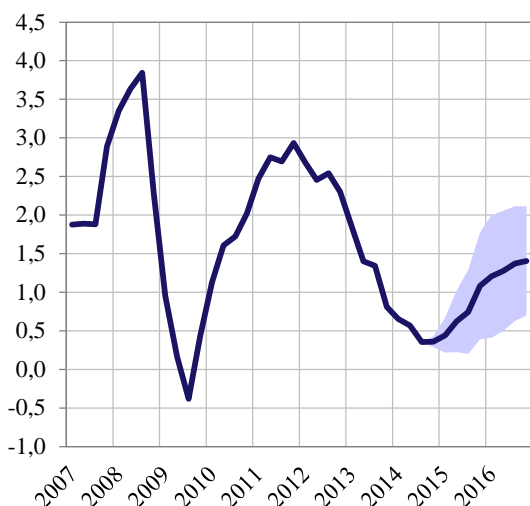
I forhold til de makroøkonomiske fremskrivninger, der blev offentliggjort i ECB Månedsoversigt for september 2014, er fremskrivningen af den samlede inflation blevet nedjusteret med 0,1 procentpoint for 2014, 0,4 procentpoint for 2015 og 0,1 procentpoint for 2016. Dette afspejler hovedsageligt lavere oliepriser i euro, nedadrettede overraskelser vedrørende de seneste resultater for komponenterne ekskl. energi og effekten af de nedjusterede vækstudsigter. For så vidt angår 2016, udlignes denne effekt delvist af en stærkere opadrettet virkning fra inflationen i HICP's energikomponent drevet af en svagere eurokurs og en opadrettet ændring i priserne på olie futures i forhold til septemberfremskrivningerne. HICP-inflationen ekskl. fødevarer og energi er også blevet nedjusteret på grund af svage løn- og avancestigninger samt det indirekte gennemslag af den seneste depreciering af eurokursen.

Figur 1 Makroøkonomiske fremskrivninger¹⁾

(Kvartalsvise observationer)

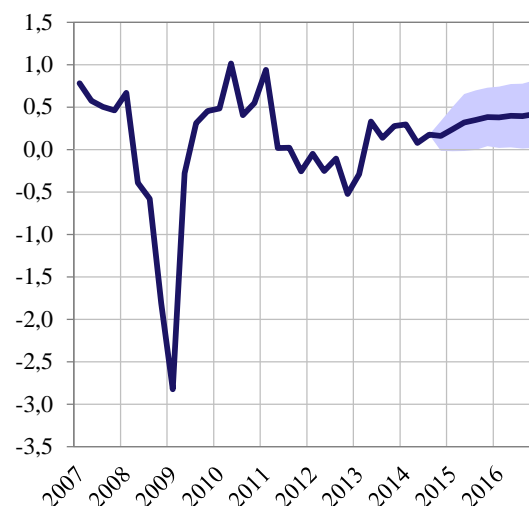
HICP for euroområdet

(Ændringer i pct. år-til-år)



Realt BNP i euroområdet²⁾

(Ændringer i pct. kvartal-til-kvartal)



1) Intervallerne omkring de centrale fremskrivningsværdier er baserede på forskellen mellem den egentlige udvikling og tidligere fremskrivninger, der er blevet udarbejdet over en årrække. Intervallerne bredde er to gange den gennemsnitlige absolutte værdi af denne forskel. Metoden, som er anvendt til at beregne intervallerne, og som indbefatter en korrektion for ekstraordinære begivenheder, er beskrevet i "New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges", ECB, december 2009, der findes på ECB's websted.

2) Data korrigeret for antal arbejdsdage.

FINANSPOLITISKE UDSIGTER

Finanspolitikken vil være stort set neutral i fremskrivningsperioden. Den finanspolitiske linje, målt som en ændring i den konjunkturkorregerede primære saldo, forventes at være marginalt ekspansiv i 2014-2015 og neutral i 2016 i modsætning til de markante stramminger de senere år.

Det offentlige underskud forventes at falde gradvist i fremskrivningsperioden. Dette fald vil blive understøttet af en forbedring af konjunktursituationen i euroområdet. Der forventes kun en mindre forbedring af den strukturelle budgetsaldo i fremskrivningsperioden, hvilket afspejler en stort set neutral finanspolitik. Den offentlige gældskvote vil begynde at falde fra 2015 og frem som følge af de seneste forbedringer i den primære saldo og et gunstigere forhold mellem rente og vækst.

I forhold til de finanspolitiske fremskrivninger, der blev offentliggjort i ECB Månedsoversigt for september 2014, er der sket en forværring i udsigterne for underskuddet og gældsudviklingen som følge af mindre gunstige makroøkonomiske udsigter og en marginal lempelse af den diskretionære finanspolitik. Nedjusteringen af den offentlige gældskvote som andel af BNP sker primært som følge af gennemførelsen af den nye statistiske standard ESA 2010.

Boks 3

FØLSOMHEDSANALYSER

Fremskrivninger er i høj grad baseret på tekniske antagelser vedrørende udviklingen i visse centrale variabler. Da nogle af disse variabler kan have en stor effekt på fremskrivningerne for euroområdet, kan fremskrivningernes følsomhed over for alternative udviklingsmønstre for disse underliggende antagelser bidrage til risikoanalysen i forbindelse med fremskrivningerne. I denne boks gennemgås den usikkerhed, der findes i tilknytning til tre vigtige underliggende antagelser samt fremskrivningernes følsomhed med hensyn til disse antagelser.¹

1) En alternativ udvikling i oliepriserne

Antagelserne for oliepriserne i de aktuelle fremskrivninger, der er udarbejdet af Eurosystemets stab, er udledt af markedsforventninger, der måles ved priserne på olie futures. På skæringsdatoen 13. november forventedes det på baggrund af udviklingen i oliepriserne på futuresmarkederne i den foregående 2-ugers periode, at prisen på Brent-råolie ville falde fra 102,6 dollar pr. tønde i 3. kvartal 2014 til 85,6 dollar i 2015 for derefter at stige til 88,5 dollar i 2016. Efter skæringsdatoen faldt oliepriserne og priserne på olie futures imidlertid yderligere som følge af regelmæssige olieforbrug og lav efterspørgsel efter olie, navnlig efter at OPEC 27. november 2014 besluttede at fastholde den nuværende produktion af olie. Den 2. december 2014 antydede priserne på olie futures, at prisen på Brent-råolie ville falde til 73,2 dollar pr. tønde i 2015 og stige til 78,1 dollar i 2016, dvs. henholdsvis 14,5 pct. og 11,7 pct. lavere end basisfremskrivningens tal.

På grundlag af Eurosystemets stabs makroøkonomiske modeller anslås det, at den alternative udvikling i oliepriserne vil medføre en HICP-inflation i euroområdet på ca. 0,4 procentpoint under basisfremskrivningen for 2015 og 0,1 procentpoint under basisfremskrivningen for 2016. Samtidig vil den alternative udvikling i oliepriserne understøtte væksten i realt BNP med ca. 0,1 procentpoint i både 2015 og 2016.

2) En alternativ valutakursudvikling

Basisscenariet antager en uændret effektiv eurokurs indtil afslutningen af fremskrivningsperioden. En svækkelse af euroen kunne dog blive resultatet af forværrede vækstudsigter i euroområdet i forhold til den amerikanske økonomi og af forventninger om forskellige pengepolitikker i de to økonomier, som ville medføre markedsforventninger om en længere periode med lave renter i euroområdet og en hurtigere normalisering i USA. En alternativ udvikling i eurokursen, som indebærer en stærkere depreciering, er udledt af 25 pct.-fraktilen af den fordeling, der fremkommer ved de implicite risikoneutrale tætheder (risk-neutral densities), udledt ved optioner, for EUR/USD-kursen 13. november 2014. Denne udvikling indebærer en gradvis depreciering af euroen over for den amerikanske dollar til en kurs på 1,17 i 2016, som er 6,1 pct. under basisantagelsen. De tilsvarende antagelser for den nominelle effektive eurokurs afspejler tidligere regelmæssige mønstre, hvorved ændringer i EUR/USD-kursen afspejler ændringer i den effektive valutakurs med en elasticitet på ca. 52 pct. Dette giver en gradvis divergens i den effektive eurokurs fra basisscenariet, som vil være 3,2 pct. under basisscenariet i 2016. I dette scenarie peger resultaterne af Eurosystemets stabs makroøkonomiske modeller i retning af en højere vækst i realt BNP (0,1-0,3 procentpoint) og højere HICP-inflation (0,1-0,4 procentpoint) i 2015 og 2016.

3) Yderligere finanspolitisk konsolidering

Som anført i boks 1 omfatter de finanspolitiske antagelser alle politiske tiltag, der allerede er vedtaget af de nationale parlamenter, eller hvor der foreligger tilstrækkeligt detaljerede planer fra regeringernes side, som sandsynligvis vil gå igennem lovgivningsprocessen. For de fleste landes vedkommende lever de foranstaltninger, som er indeholdt i basisfremskrivningen, ikke op til de finanspolitiske konsolideringskrav i stabilitets- og vækstpaktens korrigerende og forebyggende del. Forpligtelsen til at leve op til disse krav er stort set afspejlet i stabilitetsprogrammerne for 2014 og i EU-/IMF-programmer. Imidlertid mangler de bagvedliggende tiltag for at nå disse mål ofte, eller de er ikke tilstrækkeligt udspecificerede. Som følge heraf er der ikke taget hensyn til disse forhold i basisfremskrivningen. Derfor er det ikke kun nødvendigt, men også sandsynligt, at adskillige regeringer inden 2016 vedtager yderligere finanspolitiske konsolideringstiltag end dem, som er medtaget i basisscenariet.

Antagelser, som ligger til grund for den finanspolitiske følsomhedsanalyse

Udgangspunktet for den finanspolitiske følsomhedsanalyse er det "finanspolitiske gab" mellem regeringernes budgetmål og basisfremskrivningerne af budgettet. Til at måle den sandsynlige yderligere finanspolitiske konsolidering inddrages landespecifikke forhold og informationer om størrelse og sammensætning. De landespecifikke oplysninger skal bl.a. forklare usikkerhed i relation til de finanspolitiske mål, sandsynligheden for yderligere finanspolitiske konsolideringstiltag, som påvirker den samlede efterspørgsel i modsætning til andre underskudsreducerende faktorer, og de dermed forbundne makroøkonomiske feedbackeffekter.

På grundlag af denne tilgang vurderes en række yderligere finanspolitiske konsolideringstiltag, som har indvirkning på efterspørgslen, at være sandsynlige i 2015 og 2016, hvilket giver en samlet yderligere konsolidering på ca. 0,2 pct. af BNP ved udgangen af 2016. For så vidt angår sammensætningen af de finanspolitiske foranstaltninger, søger følsomhedsanalysen at inddrage lande- og tidsspecifikke profiler på de yderligere konsolideringsbestræbelser, der er mest sandsynlige. I den aktuelle analyse vurderes den samlede finanspolitiske konsolidering for euroområdet at være rettet mod udgiftssiden af budgettet.

Den makroøkonomiske effekt af yderligere finanspolitisk konsolidering

I tabellen nedenfor findes en sammenfatning af simuleringresultaterne, for så vidt angår effekten af den finanspolitiske følsomhedsanalyse på væksten i realt BNP og HICP-inflationen i euroområdet, på baggrund af ECB's New Area-Wide Model (NAWM²).

Virksomheden på væksten i realt BNP af den yderligere finanspolitiske konsolidering er begrænset i 2014 og 2015, men skønnes at være omkring -0,1 procentpoint i 2016. Virksomheden på HICP-inflationen skønnes at være begrænset i hele fremskrivningsperioden.

Den aktuelle analyse peger således i retning af en beskeden nedadrettet risiko i forhold til basisfremskrivningen for væksten i realt BNP i 2016, idet ikke alle påtænkte finanspolitiske konsolideringstiltag indgår i basisscenariet. Samtidig er der begrænsede risici forbundet med inflationsudsigterne.

Den skønnede makroøkonomiske effekt af yderligere finanspolitisk konsolidering på væksten i realt BNP og HICP-inflationen i euroområdet

(i pct. af BNP)

	2014	2015	2016
Regeringernes budgetmål ¹⁾	-2,7	-2,2	-1,7
Finanspolitiske basisfremskrivninger	-2,6	-2,5	-2,2
Yderligere finanspolitisk konsolidering (akkumuleret) ²⁾	0,0	0,0	0,2
Effekten af yderligere finanspolitisk konsolidering med indvirkning på efterspørgslen (procentpoint) ³⁾			
Vækst i realt BNP	0	0	-0,1
HICP-inflation	0	0	0

1) Nominelle mål i det seneste EU-/IMF-program for de relevante lande og udkast til eller godkendte budgetplaner for 2015 eller opdaterede stabilitetsprogrammer for 2014 for de øvrige lande.

2) Følsomhedsanalyse baseret på vurderinger foretaget af Eurosystemets stab.

3) Afvigelser fra basisscenariet udtrykkes i procentpoint, for så vidt angår væksten i realt BNP og HICP-inflationen (begge på årsbasis). Den makroøkonomiske effekt er simuleret ved hjælp af ECB's New Area-Wide Model.

Det bør understreges, at denne finanspolitiske følsomhedsanalyse kun analyserer mulige kortsigtede effekter af en sandsynlig yderligere finanspolitisk konsolidering. Selv om selv veludformede finanspolitiske konsolideringstiltag ofte har en negativ effekt på væksten i realt BNP på kort sigt, er der positive effekter på aktiviteten på længere sigt, som ligger uden for analysens tidshorisont.³ Derfor bør resultaterne af denne analyse ikke fortolkes, som om der sættes spørgsmålstegn ved behovet for yderligere finanspolitiske konsolideringsbestrebelselser i fremskrivningsperioden. For der er helt klart behov for yderligere konsolideringsbestrebelselser for igen at nå frem til sunde offentlige finanser i euroområdet. Uden denne konsolidering er der risiko for, at prissætningen af statsobligationerne påvirkes negativt. Ydermere kan tilliden blive påvirket negativt, hvilket kan hindre det økonomiske opsving.

1 Alle simuleringer er foretaget ud fra den antagelse, at der ikke sker politiske ændringer eller ændringer af andre variabler, der vedrører de tekniske antagelser og de internationale forhold uden for euroområdet.

2 En beskrivelse af New Area-Wide Model findes i Christoffel, K., Coenen, G. og 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 En mere detaljeret analyse af den makroøkonomiske effekt af den finanspolitiske konsolidering findes i artiklen "Fiscal multipliers and the timing of consolidation", *ECB Månedsoversigt*, april 2014.

Boks 4

PROGNOSER UDARBEJDET AF ANDRE ORGANISATIONER

En række internationale organisationer og private institutioner udarbejder prognoser for euroområdet. Disse prognoser kan imidlertid ikke sammenlignes direkte, hverken indbyrdes eller med de makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdet af Eurosystemets stab, idet de er afsluttet på forskellige tidspunkter. De anvender desuden forskellige (delvis uspecificerede) metoder til at udlede antagelser om budgetvariabler samt finansielle og eksterne variabler, herunder oliepriserne og andre råvarepriser. Endelig anvendes der forskellige metoder i de forskellige prognoser, når det gælder korrigerende for antal arbejdsdage (se tabellen nedenfor).

Sammenligning af prognoser for euroområdet vækst i reelt BNP og for HICP-inflationen

(Årlige ændringer i procent)

	Offentliggjort	BNP-vækst			HICP-inflation		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Fremskrivninger udarbejdet af Eurosystemets stab	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]
Europa-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 Forecast	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

Kilder: Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2014; IMF, World Economic Outlook, oktober 2014; OECD, Economic Outlook, november 2014; Consensus Economics Forecasts, MJEconomics og ECB's Survey of Professional Forecasters.

Anm.: Både de makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdet af Eurosystemets stab og OECD's prognoser opgiver årlige vækstrater, der er korrigeret for antal arbejdsdage pr. år, hvilket ikke gælder de årlige vækstrater, som opgives af Europa-Kommissionen og IMF. I andre prognoser bliver det ikke præciseret, om de opgivne data er korrigeret for antal arbejdsdage.

I de foreliggende prognoser fra disse andre organisationer og institutioner forventes væksten i reelt BNP i euroområdet i 2014 at være i overensstemmelse med fremskrivningerne udarbejdet af Eurosystemets stab. Fremskrivningerne for væksten i reelt BNP i 2015 og 2016 er de samme som eller en smule højere end Eurosystemets stabs fremskrivninger. Den gennemsnitlige årlige HICP-inflation i 2014 forventes at blive den samme som den, der fremgår af Eurosystemets stabs fremskrivninger. De fleste andre organisationers og institutioners fremskrivninger af HICP-inflationen i 2015 ligger en smule højere end Eurosystemets stabs fremskrivninger. Den gennemsnitlige HICP-inflation forventes at blive mellem 1,0 pct. og 1,5 pct. i 2016 ifølge de øvrige foreliggende fremskrivninger, mod 1,3 pct. i Eurosystemets stabs fremskrivninger. På nuværende tidspunkt ligger alle foreliggende prognoser for 2015 og 2016 inden for intervallerne i Eurosystemets fremskrivninger, som er anført i tabellen.

© Den Europæiske Centralbank, 2014

Adresse: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Tyskland

Postadresse: D-60640 Frankfurt am Main, Tyskland

Tlf.: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

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

Alle rettigheder forbeholdt.

Kopiering til uddannelsesformål eller i ikke-kommercielt øjemed er tilladt, såfremt kilden angives.