



ECB'S STABS MAKROØKONOMISKE FREMSKRIVNINGER FOR EUROOMRÅDET, SEPTEMBER 2015¹

1. UDSIGTER FOR EUROOMRÅDET: OVERBLIK OG HOVEDTRÆK

Stigningen i aktiviteten i euroområdet forventes at fortsætte, om end i et noget lavere tempo end tidligere forventet, og dette afspejles i en række nedjusteringer af vækstudsigterne. Opsvinget vil blive understøttet af en gunstig udvikling i euroområdet, mens udviklingen udenfor er blevet mindre gunstig. Inflationen forventes at forblive meget lav i 2015 og ventes i løbet af fremskrivningsperioden at stige til 1,7 pct. i 2017. Stigningen i den årlige inflation forventes nu at slå igennem noget langsommere end forventet i juni. Således medfører fremskrivningen af HICP-inflationen også nedjusteringer, som primært skyldes de lavere oliepriser.

Fremskrivningerne er baseret på antagelser om oliepriser og valutakurser, hvor skæringsdatoen var 12. august 2015. Udviklingen i oliepriserne og eurokursen siden skæringsdatoen tyder på nedadrettede risici i tilknytning til stabens makroøkonomiske fremskrivninger af væksten i realt BNP og HICP-inflationen.

Det økonomiske opsving forventes at fortsætte, om end i et noget lavere tempo end tidligere forventet. Udviklingen i euroområdet bør gradvist blive styrket. Den understøttes af ECB's pengepolitik, herunder de ekstraordinære foranstaltninger. På verdensplan er udsigterne blevet mindre gunstige, hvilket afspejler en negativ udvikling i nogle af vækstøkonomierne. Generelt forventes den globale vækst dog stadig at blive styrket i løbet af fremskrivningsperioden, primært på grund af en gunstig udvikling i aktiviteten i de avancerede økonomier.

Eksterne faktorerers bidrag til aktiviteten i euroområdet forventes at blive mindre, end det fremgik af juni 2015-fremskrivningerne. Mens den forventede vækst i de avancerede økonomier forbliver stort set uændret i forhold til junifremskrivningerne, er udsigterne for aktiviteten og importen i de større vækstøkonomier blevet nedjusteret væsentligt. Det forventes derfor, at den udenlandske efterspørgsel i euroområdet vil stige betydeligt langsommere, end det fremgik af junifremskrivningerne. Den seneste depreciering af euroen forventes dog stadig at påvirke euroområdets eksportvækst positivt.

Den positive effekt af ECB's ekstraordinære foranstaltninger bliver fortsat transmitteret til økonomien. Bankernes udlånsrenter faldt yderligere i 2. kvartal 2015 og forventes at forblive historisk lave i fremskrivningsperioden. Den samlede efterspørgsel, og især anlægsinvesteringerne og eksporten, forventes at blive påvirket positivt af den meget lempelige pengepolitik.

Den økonomiske tilpasningsproces efter krisen fortsætter og understøtter væksten. Efter mange års finanspolitisk konsolidering indtil 2013 forventes finanspolitikens stramhedsgrad – målt som ændring i den konjunkturkorrigerende primære saldo, ekskl. offentlig støtte til den finansielle sektor – at blive svagt ekspansiv i fremskrivningsperioden. Kreditudbudsforholdene er blevet yderligere forbedret, hvilket

¹ ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger 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 de tekniske antagelser, som fx oliepriser og valutakurser, var 12. august 2015 (se boks 2). Skæringsdatoen for at inkludere anden information i disse fremskrivninger var 21. august 2015.

De aktuelle makroøkonomiske fremskrivninger dækker perioden 2015-2017. En så langvarig fremskrivningsperiode er forbundet med meget stor usikkerhed, hvilket bør tages i betragtning ved fortolkningen af de makroøkonomiske fremskrivninger. Se artiklen *An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections* i ECB Månedsoversigt for maj 2013.

fremgår af indberetninger om en nettolempe af både kreditstandarder og udlånsbetingelser i den seneste udlånsundersøgelse i euroområdet. Ikke-finansielle virksomheders gearing (målt som gæld i forhold til egenkapital) faldt fortsat indtil begyndelsen af 2015 og er nu tilbage på niveauet før krisen. Husholdningerne har gjort fremskridt med at nedbringe deres gæld, og deres nettoformue er fortsat med at stige i de seneste kvartaler. Samtidig synes det, som om boligpriserne har nået bunden og, i gennemsnit, er begyndt at stige igen i de fleste eurolande. Endelig er udviklingen på arbejdsmarkedet vendt og understøtter i stigende grad en vækst i det private forbrug.

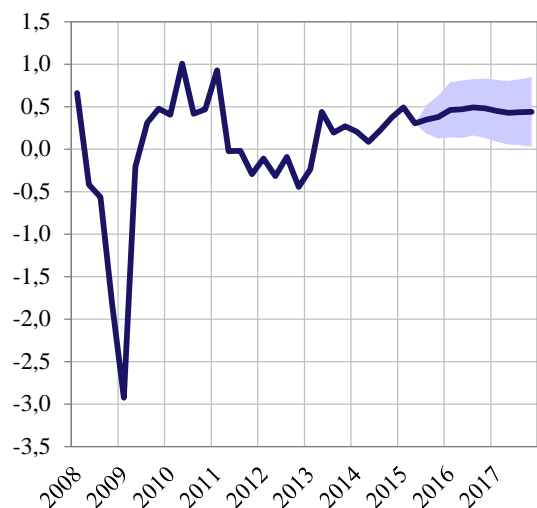
Adskillige faktorer påvirker dog stadig vækstudsigterne negativt. Både den private og den offentlige sektors gældsætning er stadig meget høj i nogle lande. Den strukturelle arbejdsløshed er også fortsat meget høj. Dette gælder især for en række stressramte lande i euroområdet. Bekymringer om det langsigtede vækspotentiale og de langsomme fremskridt med hensyn til at gennemføre strukturelle reformer vil fortsat bremse investeringerne. Endelig er der foretaget en markant nedjustering af udsigterne for Grækenland som følge af de seneste begivenheder i landet.

Figur 1 Makroøkonomiske fremskrivninger¹⁾

(Kvartalsvise observationer)

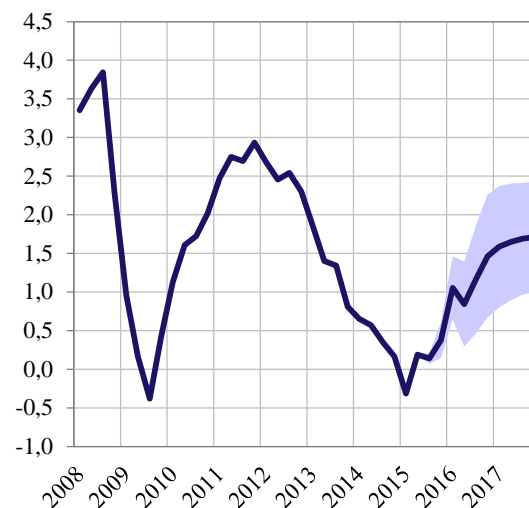
Realt BNP i euroområdet²⁾

(Ændringer i pct. kvartal-til-kvartal)



HICP for euroområdet

(Ændringer i pct. år-til-år)



1) Intervallerne omkring de centrale fremskrivningsværdier er baserede på forskellen mellem den egentlige udvikling og tidligere fremskrivninger, der er blevet udarbejdet over en årrække. Intervallernes bredde er to gange den gennemsnitlige absolutte værdi af disse forskelle. 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.

HICP-inflationen har stort set stabiliseret sig på et lavt, positivt niveau i de seneste måneder. Den samlede inflation svingede omkring 0,2 pct. i månederne frem til august 2015 efter at være steget i forhold til lavpunktet på -0,6 pct. i januar 2015. Den har været stort set uændret de seneste par måneder, hvilket dog skjuler modsatrettede udviklingstendenser i dens forskellige komponenter. Faldet i inflationen i energi og fødevarer afspejler fald i oliepriser og råvarepriser på fødevarer, som for olieprisernes vedkommende blev delvist opvejet af en kraftig stigning i raffineringsmarginerne for benzin. HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer er derimod så småt begyndt at stige i løbet af de seneste par måneder drevet af inflationen i priserne på industrivarer ekskl. energi, mens inflationen i priserne på tjenesteydelser har været forholdsvis stabil.

HICP-inflationen ventes at forblive lav på kort sigt og at stige mod slutningen af 2015. Selv om det forventes, at den gennemsnitlige inflation bliver 0,1 pct. i 2015, ventes den at stige til 1,1 pct. i 2016 og 1,7 pct. i 2017. Opadrettede basiseffekter forventes sammen med antagelsen om en stigning i oliepriser

målt i euro at føre til et mindre nedadrettet bidrag fra HICP's energikomponent fra og med 4. kvartal 2015. Der ventes dog først et større positivt bidrag fra energikomponenten til den samlede HICP-inflation fra og med 4. kvartal 2016. HICP-inflationen ekskl. energi forventes gradvist at blive styrket i løbet af fremskrivningsperioden, hvilket afspejler en stabilisering af væksten i både lønninger og avancer. Nedgangen i den ledige kapacitet i økonomien og på arbejdsmarkedet samt et strammere arbejdsmarked er afspejlet i et fald i arbejdsløshedsprocenten til 10,1 pct. i 2017 og forventes at presse den underliggende inflation op de næste par år. Endvidere vil stigende eksterne prispres som følge af valutakursens langsomme gennemslag i forbrugerpriserne samt opadrettede effekter fra den forventede stigning i priserne på energi og råvarer ekskl. energi bidrage til stigningen i den underliggende inflation.

2. REALØKONOMIEN

Opsvinget i aktiviteten i euroområdet ventes at fortsætte, om end i et noget lavere tempo end tidligere forventet. Efter det kraftige løft fra de lavere oliepriser omkring årsskiftet 2014/2015 har aktiviteten ikke fastholdt helt samme momentum som tidligere på året. Væksten i realt BNP aftog til 0,3 pct. i 2. kvartal og forventes at forblive stort set uændret i 2. halvår 2015. Selv om de svage udsigter for handlen lægger en dæmper på væksten i euroområdet, støtter den seneste depreciering af den effektive eurokurs og de lave renter sandsynligvis erhvervsinvesteringerne, mens udviklingen på arbejdsmarkedet og lavere energipriser vil understøtte forbruget. På grund af de svagere vækstudsigter i vækstøkonomierne og en lavere udenlandsk efterspørgsel, bliver konjunkturopsvinget svagere end hidtil forventet og det negative outputgab noget mere vedholdende. Målt som årligt gennemsnit ventes en betydelig vækst i realt BNP fra 0,9 pct. i 2014 til 1,4 pct. i 2015, 1,7 pct. i 2016 og 1,8 pct. i 2017.

Det private forbrug ventes fortsat at blive den største drivkraft bag opsvinget. På kort sigt er udsigterne for væksten i den disponible realindkomst stadig gode og understøttes af effekten af det seneste fald i energipriserne på realindkomsten. Derefter forventes det, at lønindtægten tiltager på baggrund af en stabil beskæftigelsesvækst og en stigende nominel lønsum pr. ansat, samtidig med at anden personindkomst også ventes at stige, efterhånden som den overordnede økonomi atter styrkes. Forstærket af ECB's ekstraordinære foranstaltninger bør de lave finansieringsomkostninger og lempeligere finansieringsvilkår understøtte det private forbrug samt en vis stigning i husholdningernes nettoformue, hvilket afspejler prisstigninger på finansielle aktiver i 2015 og yderligere forbedringer på boligmarkederne i perioden 2016-2017. Samlet set ventes en gennemsnitlig årlig vækst i det private forbrug på 1,7 pct. i fremskrivningsperioden (efter en stigning på 1,0 pct. i 2014).

Udviklingsmønsteret for opsparingskvoten forventes at blive pukkelformet i de næste par kvartaler som følge af en vis udjævning af forbruget på baggrund af den senere tids svage udvikling i oliepriserne. Efter en lille stigning i opsparingskvoten i løbet af 2015, som skyldes opsparringen af nogle af de uventede indtægter som følge af den lavere oliepris, forventes der et lille fald i opsparingskvoten i løbet af 2016, i takt med at denne effekt ophører. Hvis man ser bort fra denne midlertidige effekt, forventes opsparingskvoten at forblive stort set uændret i resten af fremskrivningsperioden på grund af en række effekter, som udligner hinanden. På den ene side har meget lave renteindtægter en tendens til at modvirke opsparring på grund af en intertemporal substitutionseffekt. Desuden kan en yderligere forbedring af forbrugertilliden i nogle lande sammen med en gradvist faldende arbejdsløshed resultere i en lavere opsparring af forsigtighedshensyn. Hertil kommer, at husholdningerne måske i stigende grad vil foretage større indkøb, som tidligere er blevet udskudt, og dermed mindske opsparingskvoten. På den anden side forventes den høje arbejdsløshed og gældsniveauet at opretholde et vist opadrettet pres på opsparringen. Det meget lave renteniveau kan endvidere føre til, at der bliver behov for yderligere opsparring til pensionsformål i nogle lande.

Boliginvesteringerne i euroområdet forventes igen at stige, om end fra et lavt niveau. Efter en alvorlig recession på over otte år og et akkumuleret fald på mere end 25 pct. ventes boliginvesteringerne at stabilisere sig i 2015. Fremadrettet bør boliginvesteringerne dog tiltage i fremskrivningsperioden, understøttet af en vedvarende vækst i den disponible realindkomst, meget lave realkreditrenter og lempeligere finansieringsvilkår, der yderligere forstærkes af ECB's ekstraordinære foranstaltninger. Dette bør resultere i en større vækst i udlån til husholdninger. Husholdningernes høje gældsniveau i nogle lande

og ugunstige demografiske effekter i andre lande vil dog sandsynligvis modvirke en kraftigere stigning i boliginvesteringerne.

Erhvervsinvesteringerne forventes gradvist at tiltage, understøttet af ECB's ekstraordinære foranstaltninger og konjunkturopsvinget. Betingelserne for et gradvist opsving er til stede. Efterspørgslen, behovet for at modernisere kapitalapparatet efter flere år med et lavt investeringsniveau, den meget lempelige pengepolitik og en stigning i avancerne ventes at understøtte kapitaludgifterne. Desuden bør det samlede pres fra nedgearingen i euroområdet virksomheder i mindre grad end tidligere begrænse erhvervsinvesteringerne i fremskrivningsperioden. Stigningen i erhvervsinvesteringer vil dog blive bremset af de resterende finansielle flaskehalse og en høj gældsætning i nogle lande samt forventninger om en svagere vækst i produktionspotentialet end hidtil.

Den udenlandske efterspørgsel i euroområdet ventes gradvist at blive styrket i løbet af fremskrivningsperioden. Det vil dog ske i et langsommere tempo end tidligere forventet på grund af en betydeligt svagere importvækst i vækstøkonomierne. Væksten i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet ventes at ligge et godt stykke under niveauet før krisen som følge af både en lavere global aktivitet og en lavere handelselasticitet i forhold til væksten. Sidstnævnte afspejler primært en nedjustering af den forventede importandel i væksten i vækstøkonomierne (se boks 1).

Væksten i eksport til lande uden for euroområdet bør ikke desto mindre stige moderat i løbet af fremskrivningsperioden, idet den også understøttes af den hidtidige depreciering af euroen. Eksporten til lande uden for euroområdet ventes at udgøre en stigende markedsandel. Væksten i import fra lande uden for euroområdet forventes at stige gradvist i fremskrivningsperioden som følge af stigningen i den samlede efterspørgsel i euroområdet. På grund af udviklingen i bytteforholdet forventes overskuddet på betalingsbalancens løbende poster at stige fra 2,1 pct. af BNP i 2014 til 3,0 pct. i 2015, inden det falder til 2,7 pct. i 2017.

Produktionsgabets forventes at blive reduceret, primært på baggrund af den svage vækst i produktionspotentialet. Væksten i produktionspotentialet skønnes at blive ca. 1 pct. i fremskrivningsperioden, hvilket stadig er klart under niveauet før krisen. Da væksten i realt BNP ventes at ligge over potentialet, ventes det negative produktionsgab gradvist at blive reduceret i fremskrivningsperioden.

Boks 1

INTERNATIONALE FORHOLD

Den globale vækst er fortsat gradvis og ujævn. Den var moderat i 1. kvartal 2015, og de seneste indikatorer og data peger også i retning af en afdæmpet global aktivitet på kort sigt. På længere sigt forventes den globale vækst at stige. Lave oliepriser, fortsat lempelige finansieringsvilkår på globalt plan, en aftagende finanspolitisk konsolidering, et forbedret arbejdsmarked og stigende tillid bør understøtte en stigning i væksten i de avancerede økonomier. Derimod er udsigterne i vækstøkonomierne blevet betydeligt forværret, i takt med at nogle af de nedadrettede risici, som er påpeget i tidligere fremskrivninger, har gjort sig gældende. Strukturelle hindringer og makroøkonomiske ubalancer hæmmer væksten i nogle vækstøkonomier, mens andre påvirkes negativt af lavere råvarepriser, politisk usikkerhed og strammere eksterne finansieringsvilkår. Efter en svag start på året ventes væksten i realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet) at stige fra 3,2 pct. i 2015 til 4 pct. i 2017.

Verdenshandlen aftog mærkbart i 1. halvår 2015 og forventes kun gradvist at blive styrket i fremskrivningsperioden. Betydelige fald i importen i nogle af de store vækstøkonomier har dæmpet den globale import, selv om handlen har været mere modstandsdygtig, for så vidt angår de avancerede økonomier. Efter vedvarende negative overraskelser i relation til verdenshandlen de seneste fire år og forventningen om, at de afdæmpede udsigter for vækstøkonomiernes import varer ved, ventes der ikke længere et kraftigt opsving i verdenshandlen. Undersøgelser og kortfristede modeller peger i retning af en meget beskeden fremgang resten af året. Derefter ventes den globale import at vokse på linje med globalt

BNP. Væksten i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet forventes at accelerere fra 1,5 pct. i 2015 til 4,1 pct. i 2017.

Sammenlignet med junifremskrivningerne er den globale aktivitet blevet nedjusteret i hele fremskrivningsperioden som følge af de svagere udsigter for vækstøkonomierne. Den udenlandske efterspørgsel i euroområdet er også blevet nedjusteret betydeligt, idet en svag aktivitet i vækstøkonomierne ventes at påvirke importen mere negativt end tidligere forventet.

Internationale forhold

(Årlige ændringer i procent)

	September 2015				Juni 2015			Justeringer siden juni 2015		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet)	3,7	3,2	3,8	4,0	3,4	4,1	4,1	-0,2	-0,3	-0,1
Verdenshandlen (ekskl. euroområdet) ¹⁾	3,2	1,4	3,3	4,1	2,0	4,8	5,2	-0,6	-1,5	-1,1
Udenlandsk efterspørgsel i euroområdet ²⁾	3,3	1,5	3,3	4,1	2,2	4,6	5,0	-0,7	-1,2	-0,9

Anm.: 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.

Forbedringen på arbejdsmarkedet i euroområdet forventes at fortsætte i fremskrivningsperioden.

Beskæftigelsen steg i 1. halvår 2015 med 1,9 millioner i forhold til lavpunktet medio 2013. Den er dog stadig 3,9 millioner under det toppunkt, der blev nået før krisen. Antallet af beskæftigede skønnes fortsat at stige betydeligt i fremskrivningsperioden, især drevet af det økonomiske opsving, og i nogle lande også understøttet af finanspolitiske incitament, løntilbageholdenhed og tidligere arbejdsmarkedsreformer. Antal arbejdstimer pr. ansat ventes at stige noget i fremskrivningsperioden, men stadig at ligge langt under niveauet før krisen. Arbejdsstyrken forventes kun at vokse moderat, idet væksten dæmpes af demotivations-effekter på grund af den fortsat høje arbejdsløshed i nogle lande og en ugunstig demografi i andre. Arbejdsløshedsprocenten er faldet en smule til 11,1 pct. i 2. kvartal 2015, og den forventes at falde til 10,1 pct. i 2017.

Boks 2

TEKNISKE ANTAGELSER OM RENTER, VALUTAKURSER OG RÅVAREPRISER

Sammenlignet med junifremskrivningerne omfatter ændringerne i de tekniske antagelser betydeligt lavere priser på olie og råvarer ekskl. energi i amerikanske dollar og lidt lavere lange renter i euroområdet.

De tekniske antagelser om renter og råvarepriser bygger på markedsforsventningerne på skæringsdatoen 12. august 2015. De korte renter refererer til 3-måneders EURIBOR, hvor markedsforsventningerne udledes af futuresrenten. Denne metode giver et gennemsnit på 0,0 pct. i 2015 og 2016 og 0,1 pct. i 2017 for disse korte renter. Markedsforsventningerne til den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet indebærer en gennemsnitlig rente på 1,3 pct. i 2015, 1,6 pct. i 2016 og 1,8 pct. i 2017.¹ Som følge af renteutviklingen på forwardmarkedet og det gradvise gennemslag af ændringer i markedrenten på udlånsrenten forventes de sammensatte bankudlånsrenter på lån til den ikke-finansielle private sektor i euroområdet at falde noget i 2015 for derefter at stige beskedent i 2016 og 2017. 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 12. august, at falde fra 98,9 dollar pr. tønde i 2014 til 55,3 dollar i 2015 for derefter at stige til 56,1 dollar i 2016 og 60,9 dollar i 2017. Priserne på råvarer ekskl. energi i amerikanske dollar antages at falde betydeligt i 2015 og 2016 og

at stige noget i 2017.² De bilaterale valutakurser antages at forblive uændrede i fremskrivningsperioden på det gennemsnitlige niveau for den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen 12. august. Dette indebærer en dollarkurs på 1,10 USD pr. euro i fremskrivningsperioden.

Tekniske antagelser

	September 2015				Juni 2015			Justeringer siden juni 2015 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
3-måneders EURIBOR (i pct., pr. år)	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,1
10-årige statsobligationsrenter (i pct., pr. år)	2,0	1,3	1,6	1,8	1,3	1,7	1,9	0,0	-0,1	-0,1
Oliepris (USD/pr. tønde) Råvarepriser, ekskl. energi, i USD (årlige ændringer i pct.)	98,9	55,3	56,1	60,9	63,8	71,0	73,1	-13,3	-21,0	-16,7
USD/EUR-kurs Nominel effektiv eurokurs (EER 19) (årlige ændringer i pct.)	1,33	1,11	1,10	1,10	1,12	1,12	1,12	-0,9	-1,9	-1,9
	0,6	-9,8	-0,2	0,0	-9,5	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0

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

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 futureskontrakter indtil 3. kvartal 2016 for derefter at udvikle sig på linje med den globale økonomiske aktivitet.

Vækstudsigterne er blevet nedjusteret i forhold til junifremskrivningerne. Justeringen afspejler primært en mindre gunstig udvikling i den udenlandske efterspørgsel – hovedsagelig på grund af en svagere vækst på vækstmarkederne – hvilket har medført, at der forventes en nedgang i eksporten og, i 2016 og 2017, en lavere vækst i investeringerne. Hertil kommer, at den seneste krise i Grækenland har ført til væsentlige nedjusteringer i vækstudsigterne for dette land i fremskrivningsperioden.

3. PRISER OG OMKOSTNINGER

Den gennemsnitlige HICP-inflation ventes at blive 0,1 pct. i 2015 og at stige til 1,1 pct. i 2016 og 1,7 pct. i 2017. HICP-inflationen forventes at forblive lav i de kommende måneder, men at stige ved årsskiftet, hvilket for en stor dels vedkommende skyldes opadrettede basiseffekter i energikomponenten samt antagelsen om en stigning i oliepriserne. Dette bør øge bidraget fra HICP's energikomponent væsentligt, men også at føre til et vist gradvist opadrettet prispres på HICP ekskl. energi. Overordnet set afspejler den forventede stigning i HICP-inflationen i fremskrivningsperioden stigende priser i euroområdet, som skyldes faldet i den ledige kapacitet i økonomien og på arbejdsmarkedet og den gradvise indsnævring af produktionsgab samt stigningen i det eksterne prispres på grund af det forsinkede gennemslag af den hidtidige depreciering af euroen i forbrugerpriserne og de forventede prisstigninger på energi og råvarer ekskl. energi.

Opadrettede basiseffekter i energipriserne og den hidtidige depreciering af euroen forventes at bidrage til en stigning i den årlige inflation fra og med udgangen af 2015. Et skifte fra nedadrettede til opadrettede eksterne prispres er en vigtig faktor bag den forventede stigning i HICP-inflationen. De seneste prisfald på energi og råvarer ekskl. energi samt den forsinkede effekt af den hidtidige depreciering af euroen er – for en stor dels vedkommende – årsag til den meget lave inflation for tiden. Det seneste kraftige fald i olieprisen vil især på kort sigt lægge et yderligere nedadrettet pres på inflationen. På

længere sigt vil opadrettede basiseffekter samt de forventede stigninger i energipriser og råvarepriser ekskl. energi bidrage til stigende forbrugerpriser i fremskrivningsperioden. Det samme er tilfældet med effekterne af den hidtidige depreciering af euroen.

De indenlandske prispres forventes at stige i fremskrivningsperioden, i takt med at der sker en forbedring på arbejdsmarkedet, og den ledige kapacitet i økonomien aftager. Den faldende arbejdsløshedsprocent og stigninger i virksomhedernes "pricing power" ventes at blive afspejlet i en stigning i både lønvækst og avancer, i takt med at det økonomiske opsving fortsætter, og efterspørgslen styrkes.

Stigningen i lønvæksten i det igangværende økonomiske opsving ventes at blive begrænset af en række faktorer. Disse omfatter den lave inflation, den resterende uudnyttede kapacitet på arbejdsmarkedet de næste to år og en sandsynlig afdæmpning af lønvæksten i det nuværende opsving, som skyldes strukturelle arbejdsmarkedsreformer, der blev gennemført under krisen med henblik på at øge fleksibiliteten på arbejdsmarkedet. Desuden ventes den justeringsproces, der finder sted i nogle eurolande, for så vidt angår omkostningskonkurrenceevnen, fortsat at få en afdæmpende virkning på lønvæksten i euroområdet.

Den moderate lønvækst og en konjunkturrelateret styrkelse af produktiviteten vil påvirke vækstmønstret for enhedslønomkostningerne i fremskrivningsperioden. Væksten i enhedslønomkostningerne ventes at forblive på samme niveau i 2017 (1,1 pct.), som den befandt sig på i 2014 (1,2 pct.). Den ventede konjunkturbestemte acceleration i produktiviteten, der indtræffer tidligere end den, der ventes i lønningerne, tyder på et midlertidigt dyk i væksten i enhedslønomkostningerne i 2015 og 2016.

Det ventede økonomiske opsving giver mulighed for stigende avancer indtil 2017. Efter en langvarig svaghedsperiode i de seneste par år, forventes avancerne at stige i løbet af fremskrivningsperioden. Stigninger i virksomhedernes "pricing power" som følge af den øgede efterspørgsel og uventede gevinster i forbindelse med det kraftige fald i oliepriserne forventes at påvirke avancerne positivt i fremskrivningsperioden. Øget konkurrence som følge af strukturelle reformer på produktmarkederne, der blev gennemført under og efter krisen, ventes dog at dæmpe udsigterne for avancerne.

I forhold til junifremskrivningerne er udsigterne for HICP-inflationen blevet nedjusteret, hovedsagelig på grund af lavere oliepriser. Den samlede inflation er blevet nedjusteret i 2015 og 2016, primært på grund af en svagere udvikling i HICP's energikomponent som følge af den nedadrettede effekt af det forventede lavere udviklingsmønster for oliepriser i amerikanske dollar, som kun delvis opvejes af en noget svagere USD/EUR-kurs. Nedjusteringen af HICP-inflationen i 2017 afspejler de marginalt svagere udsigter for BNP-væksten og de lavere olieprisers forsinkede indirekte effekt på den underliggende inflation.

4. FINANSPOLITISKE UDSIGTER

Den finanspolitiske stramhedsgrad, målt som ændringen i den konjunkturkorrigerede primære saldo, forventes at yde et lille positivt bidrag til efterspørgslen i fremskrivningsperioden. Selv om de diskretionære finanspolitiske foranstaltninger antages at blive stort set neutrale, vil der blive et meget lille bidrag til en finanspolitisk lempelse fra ikke-diskretionære faktorer, nemlig et lille fald i de vigtigste makroøkonomiske skattegrundlags andel i BNP i 2015 (BNP-sammensætningseffekt) og et marginalt fald i ikke-skatterelaterede indtægter i 2016.²

² De finanspolitiske antagelser afspejler indholdet af finanslove og tillæggsbudgetter for 2015 og de nationale mellemfristede budgetplaner og opdaterede stabilitetsprogrammer, som forelå 21. august 2015. 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.

De offentlige underskuds- og gældskvoter ventes at falde. Faldet i det offentlige underskud målt i forhold til BNP skyldes udelukkende det konjunkturbetingede opsving i økonomien i euroområdet og faldende renteudgifter, mens den strukturelle primære budgetsaldo ventes at forringes noget i fremskrivningsperioden. Den offentlige gælds andel af BNP ventes at begynde at falde fra og med 2015.

Sammenlignet med junifremskrivningerne er de finanspolitiske udsigter blevet noget forværret. Den lille nedjustering af den offentlige budgetsaldo skyldes delvis reducerede konsolideringstiltag og delvis en noget mindre gunstig udvikling i nogle makroøkonomiske skattegrundlag. Den noget større opjustering af gældskvoten er forstærket af en nedjustering af væksten i nominelt BNP.

Tabel 1 Makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet¹⁾

(Årlige ændringer i procent)

	September 2015				Juni 2015			Justeringer siden juni 2015 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Realt BNP ³⁾	0,9	1,4	1,7	1,8	1,5	1,9	2,0	-0,1	-0,2	-0,1
		[1,3 - 1,5] ⁴⁾	[0,8 - 2,6] ⁴⁾	[0,6 - 3,0] ⁴⁾	[1,2 - 1,8] ⁴⁾	[0,8 - 3,0] ⁴⁾	[0,7 - 3,3] ⁴⁾			
Privat forbrug	1,0	1,7	1,7	1,7	1,9	1,6	1,6	-0,1	0,0	0,0
Offentligt forbrug	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,0	0,1	-0,1
Faste bruttoinvesteringer	1,3	2,1	3,4	3,9	1,9	3,5	3,9	0,2	-0,1	0,0
Eksport ⁵⁾	3,8	4,5	4,9	5,2	4,2	5,4	5,6	0,3	-0,5	-0,5
Import ⁵⁾	4,2	4,7	5,4	5,7	4,8	5,8	5,9	-0,1	-0,3	-0,2
Beskæftigelse	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	-0,1	-0,2	-0,1
Arbejdsløshed (i pct. af arbejdsstyrken)	11,6	11,0	10,6	10,1	11,1	10,6	10,0	-0,1	0,1	0,2
HICP	0,4	0,1	1,1	1,7	0,3	1,5	1,8	-0,2	-0,3	-0,1
		[0,0 - 0,2] ⁴⁾	[0,5 - 1,7] ⁴⁾	[0,9 - 2,5] ⁴⁾	[0,2 - 0,4] ⁴⁾	[0,9 - 2,1] ⁴⁾	[1,0 - 2,6] ⁴⁾			
HICP ekskl. energi	0,7	0,9	1,3	1,6	0,9	1,4	1,7	0,0	-0,1	-0,2
HICP ekskl. energi og fødevarer	0,8	0,9	1,4	1,6	0,8	1,4	1,7	0,1	0,0	-0,2
HICP ekskl. energi, fødevarer og afgiftsændringer ⁶⁾	0,7	0,9	1,4	1,6	0,8	1,4	1,7	0,1	0,0	-0,2
Enhedslønomkostninger	1,2	1,0	0,6	1,1	0,8	0,7	1,3	0,2	-0,1	-0,2
Lønsum pr. ansat	1,5	1,6	1,6	2,1	1,4	1,7	2,3	0,2	-0,1	-0,2
Arbejdskraftsproduktivit	0,3	0,7	1,0	1,0	0,6	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Offentlig budgetsaldo (i pct. af BNP)	-2,4	-2,1	-2,0	-1,7	-2,1	-1,8	-1,5	-0,1	-0,1	-0,3
Strukturel budgetbalance (i pct. af BNP) ⁷⁾	-1,8	-1,8	-1,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,4	-0,1	-0,2	-0,3
Den offentlige sektors bruttogæld (i pct. af BNP)	91,7	91,6	90,7	89,4	91,5	90,2	88,4	0,1	0,5	1,0
Betalingsbalancens løbende poster (i pct. af BNP)	2,1	3,0	2,9	2,7	2,1	2,0	2,0	0,9	0,9	0,7

1) Dataene refererer til et euroområde, der omfatter Litauen, med undtagelse af HICP-data for 2014. For 2015 er den gennemsnitlige ændring i HICP i pct. år/år beregnet ud fra et euroområde, der allerede i 2014 omfattede Litauen.

2) Justeringerne er beregnet på grundlag af uafrundede tal.

3) Data korrigeret for antal arbejdsdage.

4) Intervallerne omkring fremskrivningerne er baserede på forskellene mellem den faktiske udvikling og tidligere fremskrivninger, der er blevet udarbejdet over en årrække. Intervallernes bredde er to gange den gennemsnitlige absolute værdi af disse forskelle. 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 produktionsgab. Ifølge ESCB's metode beregnes de konjunktuelle komponenter separat for forskellige indtægts- og udgiftskomponenter. Læs mere i boksen *Cyclical adjustment of the government budget balance* i ECB Månedsoversigt for marts 2012 og i boksen *The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position* i Månedsoversigten for september 2014.

FØLSOMHEDSANALYSER

Fremskrivinger baseres i stor udstrækning på tekniske antagelser om udviklingen i en række centrale variabler. Da nogle af disse kan have en stor effekt på fremskrivingerne for euroområdet, kan undersøgelsen af sidstnævntes følsomhed i relation til alternative udviklingsmønstre i de underliggende antagelser være en hjælp til at analysere risici i forbindelse med fremskrivingerne. I denne boks drøftes usikkerheden om oliepriser og valutakurser samt fremskrivingernes følsomhed i relation til disse variabler.

1) En alternativ udvikling i oliepriserne

Alternative modeller for oliepriserne viser noget højere oliepriser i 2017 end dem, futuresmarkederne indikerer. De tekniske antagelser om udviklingen i oliepriserne, der ligger til grund for basisfremskrivingerne, og som er baseret på futuresmarkederne, forudsiger en stigning i oliepriserne i fremkrivningsperioden (se boks 2). Andre modeller, som ECB's stab¹ anvender til at udarbejde fremskrivinger af oliepriserne i fremkrivningsperioden, peger i øjeblikket i retning af en højere oliepris i fremkrivningsperioden end antaget i de tekniske antagelser. Dette ville svare til et kraftigere opsving i den globale efterspørgsel efter olie på mellemlangt sigt og en vis nedgang i olieforsyningen som følge af lavere investeringer i oliesektoren og således en nedgang i olieudvindingskapaciteten i nogle lande som reaktion på de seneste fald i oliepriserne. Effekten af denne alternative udvikling, hvor oliepriserne ville være 8,1 pct. højere end i grundscenariet for 2017, ville dæmpe væksten i realt BNP en anelse (med 0,1 procentpoint i 2017), samtidig med at den ville medføre en noget hurtigere stigning i HICP-inflationen i 2016 og 2017 (med ca. 0,1-0,2 procentpoint i 2016 og 2017).

I modsætning til ovennævnte tekniske scenarier, som indebærer højere oliepriser end i grundscenariet, er oliepriserne faldet siden skæringsdatoen for de tekniske antagelser, delvis som følge af den seneste finansielle uro i nogle af vækstøkonomierne. Når antagelserne om olieprisen opdateres på baggrund af den information, der var til rådighed i tiden frem til 1. september 2015,² ligger antagelsen om olieprisen i gennemsnit ca. 6 pct. lavere i fremkrivningsperioden end den antagelse, som fremskrivingerne bygger på. Dette kunne være en indikation på små opadrettede risici knyttet til fremskrivingen af væksten og nedadrettede risici knyttet til inflationsfremskrivingen.

2) En alternativ udvikling i valutakursen

De seneste spændinger på de finansielle markeder har betydet, at den effektive eurokurs igen er blevet styrket. Til illustration af de risici, som findes i tilknytning til fremskrivingen, indeholder denne følsomhedsanalyse en alternativ udvikling i eurokursen i forhold til basisscenariet, som peger i retning af en yderligere appreciering. Den er udledt af 75 pct.-fraktilen af den fordeling, som fremgår af de risikoneutrale tætheder (risk-neutral densities), udledt ved optioner, for USD/EUR-kursen 12. august 2015. Denne udvikling indebærer en gradvis appreciering af euroen i forhold til den amerikanske dollar til en kurs på 1,21 i 2017, hvilket er 10,6 pct. over basisscenariet for dette år. De tilsvarende antagelser om den nominelle effektive eurokurs afspejler tidligere forløb, hvorved ændringer i USD/EUR-kursen afspejler ændringer i den effektive valutakurs med en elasticitet på ca. 52 pct. Dette giver en gradvis opadrettet divergens i euroens effektive eurokurs i forhold til basisscenariet, som medfører, at den når et niveau, der ligger 5,3 pct. over basisscenariet i 2017. I dette scenarier peger resultaterne fra en række af stabens makroøkonomiske modeller i retning af en lavere vækst i realt BNP (0,2-0,4 procentpoint lavere) og lavere HICP-inflation (0,1-0,5 procentpoint lavere) i 2016 og 2017.

1 Se den kombination af fire modeller, der blev præsenteret i artiklen *Forecasting the price of oil*, Economic Bulletin, Issue 4, ECB, 2015.

2 Opdateringen er baseret på udviklingen på futuresmarkederne for olie i den 2-ugers periode, der afsluttedes 1. september.

EFFEKTEN AF EN STIGENDE GLOBAL USIKKERHED PÅ AKTIVITETEN I EUROOMRÅDET

De seneste spændinger på de finansielle markeder har vist, at de globale udsigter fortsat er sårbare over for en række usikkerhedsmomenter. Især kan en voksende bekymring om vækstudsigterne i Kina – som den seneste udvikling har vist – meget hurtigt føre til pludselige stemningsskift på de finansielle markeder, som kan indvirke negativt på udsigterne for euroområdet. I denne boks gennemgås den potentielle effekt af udvalgte globale stød på vækstudsigterne for euroområdet i et alternativt scenario.

En af kilderne til global usikkerhed vedrører omfanget af vækstnedgangen i Kina. Selv om basisscenariet allerede omfatter en nedgang i væksten i Kina, kunne en yderligere afvikling af ubalancer i forbindelse med Kinas opbygning af gæld føre til øget finansiell stress og en kraftigere konjunkturedgang. I et sådant scenario kunne de kinesiske bankers mulighed for og vilje til at yde kredit til økonomien blive alvorligt svækket, i takt med at kvaliteten af deres aktiver hurtigt forringes. En mulig katalysator for et sådant kraftigere end forventet fald i bankernes kreditgivning kunne blive en negativ udvikling på boligmarkedet (som følge af bankernes betydelige eksponering mod højt gearede byggeentreprenører). Hertil kommer, at aktiekurserne i Kina kunne falde yderligere, i takt med at de indenlandske investorer foretager en revurdering af risikopræmierne. En faldende aktivkvalitet og højere risikopræmier ville desuden lægge et opadrettet pres på statsobligationsrenterne, fordi staten ville være tvunget til at iværksætte store støtteaktioner for banksektoren. Investeringerne og – i mindre udstrækning – forbruget ville som følge heraf vokse meget langsommere end forventet i det aktuelle grundscenario. Fordi en nedgang i væksten ville føre til en betydelig stigning i arbejdsløsheden, antages de kinesiske myndigheder at ville gribe hårdt ind med pengepolitiske og finanspolitiske tiltag samt eventuelt med en yderligere depreciering af renminbien for at forhindre væksten i at falde endnu mere. Samlet set anses Kinas vækst i dette scenario at blive 1 procentpoint lavere i 2016 og 2017, end det forventes i basisscenariet.

En anden kilde til global usikkerhed vedrører normaliseringen af USA's pengepolitik. De markedsforventninger til udviklingen i de korte renter i USA, der anvendes som en underliggende teknisk antagelse i forbindelse med fremskrivningerne, tyder for tiden på en langsom gradvis stigning i de korte renter, der kun når op på 1,6 pct. mod udgangen af 2017. Hvis renterne i USA imidlertid følger medianen for Federal Open Market Committees (FOMC's) rentefremskrivning, vil de stige hurtigere end de renter, som markederne har taget højde for. Ydermere er risikopræmierne i USA stadig tæt på at være rekordlave på trods af den forventede normalisering af USA's pengepolitik. Hvis den globale usikkerhed stiger – hvilket vil øge usikkerheden om den amerikanske pengepolitik fremover – er der risiko for en brat opjustering af risikopræmierne i USA. For at afspejle sidstnævnte antages det i dette scenario, at de amerikanske risikopræmier stiger med 130 basispoint, som slår igennem i form af højere lange renter i USA. Samtidig ville højere lange renter i USA dog også have en afsmittende virkning og føre til højere lange renter i andre vigtige udviklede økonomier.

Væksten i andre vækstøkonomier vil sandsynligvis blive påvirket negativt af disse stød. Rusland er midt i en dyb recession, og lavere olieindtægter forventes at føre til kraftige fald i de offentlige udgifter. I Brasilien, hvor inflationen er stigende, er udsigterne betydeligt forværrede. En kraftigere konjunkturedgang i Kina kunne indebære betydelige nedadrettede risici i tilknytning til udsigterne, især for eksportører af råvarer. Nye data tyder på, at kapitalstrømmene til vækstøkonomierne igen er aftaget, hvilket minder om det, der skete i forbindelse med "taper tantrum"-episoden medio-2013. Sådanne omslag i kapitalstrømmene i forhold til vækstøkonomierne er tegn på øget global usikkerhed og investorerens øgede mistillid til vækstudsigterne for vækstøkonomierne. I en sådan situation kunne yderligere negative overraskelser i forbindelse med Kinas vækstudsigter og/eller en uventet stigning i de lange renter i USA forstærke kapitaludstrømningen fra vækstøkonomierne, stramme de finansielle vilkår og dermed reducere væksten i disse lande. I dette scenario er effekten af en stigning i den globale makroøkonomiske usikkerhed på aktiviteten i vækstøkonomierne medregnet som et stød, der svarer til to standardafvigelse, som anvendes på den implicite volatilitet i optioner på S&P 500 aktieindekset (VIX), hvilket påvirker den indenlandske efterspørgsel i disse økonomier negativt.

Stigningen i den globale usikkerhed kunne påvirke økonomien i euroområdet – både via handels- og finansielle forbindelser. Stigningen i den globale usikkerhed ville reducere efterspørgslen i USA (via de højere lange renter i USA) og i andre vigtige avancerede økonomier og vækstøkonomier. Dette ville påvirke den globale vækst og væksten i euroområdet via handelskanalen som følge af en lavere udenlandsk efterspørgsel i euroområdet. Ydermere ville der ske en negativ finansiell afsmittning på de lange renter både globalt og i euroområdet, hvorved finansieringsomkostningerne for virksomheder, husholdninger og stater stiger. Hvad angår den effektive eurokurs, kunne stigende renter i USA føre til en appreciering af den amerikanske dollar over for euro. Samtidig kunne volatiliteten på de finansielle markeder i vækstøkonomierne føre til en appreciering af euroen i forhold til vækstøkonomiernes valutaer.

En større global usikkerhed, hvor der er taget højde for alle tre ovenfor beskrevne kilder, skønnes at reducere væksten i euroområdet, så den bliver mellem 0,1 procentpoint og 0,2 procentpoint lavere end væksten i basisscenariet i 2016. Den svagere vækst i realt BNP i euroområdet skyldes delvis et fald i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet, som afspejler en svagere udvikling i aktiviteten i USA og andre avancerede økonomier samt i Kina og andre vækstøkonomier. Desuden påvirker en negativ finansiell afsmittning (afspejlet i højere lange renter i euroområdet) også vækstudsigterne for euroområdet negativt.

Selv om effekten på euroområdet er beskeden i det scenario, som beskrives her, er der stadig en række forbehold. Eksempelvis er der ikke taget højde for tillidskanaler på virksomheds- og husholdningsniveau. Andre aktivpriser, herunder aktiemarkederne, kan desuden blive udsat for større afsmittningseffekter og nedadrettede korrektioner end dem, der er taget højde for endogent i modellerne. Hertil kommer, at de anvendte modeller er lineære, hvorimod kraftige negative korrektioner af de finansielle markeder kan indebære ikke-lineære samvariationer mellem variabler, som potentielt kan føre til kraftigere effekter. Endelig tager simuleringerne ikke fuldt ud højde for valutakurseffekter eller negative effekter på råvarepriserne. Samtidig kunne de ugunstige stød mod økonomien i euroområdet blive dæmpet, hvis vækstøkonomierne gennemfører udliggende politiske foranstaltninger, eller hvis stramningen af USA's pengepolitik blev udsat som følge af den negative afsmittning fra den øgede svækkelse i vækstøkonomierne.

Boks 5

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 ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger, idet de er afsluttet på forskellige tidspunkter. De anvender desuden forskellige (delvist uspecificerede) metoder til at udlede antagelser om budgetvariabler samt finansielle og eksterne variabler, herunder priser på olie og andre råvarer. Endelig anvendes forskellige metoder til at korrigere for antal arbejdsdage i de forskellige prognoser (se tabellen). Som det fremgår af tabellen, er der ikke stor forskel på de fleste af de foreliggende prognoser fra de andre institutioner og ECB's stabs septemberfremskrivninger. De befinder sig et godt stykke inden for de opstillede intervaller omkring disse fremskrivninger (vist i parentes i tabellen).

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

(Årlige ændringer i procent)

	Offentliggjort	BNP-vækst			HICP-inflation		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
ECB's stabs fremskrivninger	September 2015	1,4 [1,3-1,5]	1,7 [0,8-2,6]	1,8 [0,6-3,0]	0,1 [0,0-0,2]	1,1 [0,5-1,7]	1,7 [0,9-2,5]
Europa-Kommissionen	Maj 2015	1,5	1,9	-	0,1	1,5	-
Euro Zone Barometer	August 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,2	1,6
Consensus Economics Forecast	August 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,3	1,5
Survey of Professional Forecasters.	August 2015	1,4	1,8	1,8	0,2	1,3	1,6
IMF	Juli 2015	1,5	1,7	-	0,1	1,0	-

Kilder: Europa-Kommissionens European Economic Forecast, Spring 2015; IMF World Economic Outlook, opdatering juli 2015 (BNP), IMF World Economic Outlook, april 2015; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics og ECB's Survey of Professional Forecasters.

Anm.: De makroøkonomiske fremskrivninger foretaget af Eurosystemets og ECB's stab 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.

© Den Europæiske Centralbank, 2015

Adresse: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Tyskland

Postadresse: 60640 Frankfurt am Main, Tyskland

Telefon: +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.