



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

EUROSYSTEMET

## MAKROØKONOMISKE FREMSKRIVNINGER FOR EUROOMRÅDET UDARBEJDET AF EUROSYSTEMETS STAB OG OFFENTLIGGJORT I JUNI 2014<sup>1</sup>

*Det økonomiske opsving i euroområdet ventes at blive gradvis styrket i løbet af fremskrivningsperioden, understøttet af stigninger i den indenlandske og, i mindre grad, den udenlandske efterspørgsel. Den indenlandske efterspørgsel støttes af den lempelige pengepolitik, en tilbagevenden til en stort set neutral finanspolitik, forbedrede finansieringsforhold og en voksende tillid på baggrund af mindre usikkerhed. Desuden understøttes den disponible realindkomst af en gradvis stigende lønvækst og af faldende energipriser. Samtidig forventes den negative indvirkning, som behovet for yderligere justering af balancerne og den høje arbejdsløshed har på de økonomiske udsigter, kun at mindskes langsomt i løbet af fremskrivningsperioden. Den udenlandske efterspørgsel forventes at blive understøttet af et gradvist globalt opsving, selv om den positive effekt på euroområdets eksport sandsynligvis i første omgang vil blive delvis udlignet af virkningerne af den styrkede eurokurs. Realt BNP ventes at stige med 1,0 pct. i 2014, 1,7 pct. i 2015 og 1,8 pct. i 2016. Disse stigninger ligger over den skønnede potentielle vækst og bidrager herved til en gradvis reduktion af det negative produktionsgab samtidig med en svag nedgang i arbejdsløsheden.*

*HICP-inflationen i euroområdet ventes at stige gradvis i løbet af fremskrivningsperioden, men at forblive lav. Den samlede inflation forventes at stige fra 0,7 pct. i 1. kvartal 2014 til 1,5 pct. i 4. kvartal 2016 og at være i gennemsnit 0,7 pct. i 2014, 1,1 pct. i 2015 og 1,4 pct. i 2016. Den forventede stigning i den samlede HICP-inflation afspejler den gradvise styrkelse af det økonomiske opsving, som fører til stigende vækst i indenlandske lønninger og avancer. Antagelsen om stigende priser på råvarer ekskl. energi og importerede industrivarer indebærer også en opadrettet virkning på inflationen. Samtidig vil den ventede stigning i inflationen sandsynligvis blive begrænset af det fald i oliepriserne, som antages, den forsinkede virkning af den markante appreciering af eurokursen siden midten af 2012 og den resterende uudnyttede kapacitet i økonomien. HICP-inflationen ekskl. fødevarer og energi ventes at stige gradvis fra 1,0 pct. i 2014 til 1,2 pct. i 2015 og til 1,5 pct. i 2016, hvorefter den når op på 1,7 pct. ved udgangen af 2016.*

*I forhold til de makroøkonomiske fremskrivninger, som blev offentliggjort i ECB Månedsoversigt for marts 2014, er fremskrivningen af væksten i realt BNP for 2014 blevet nedjusteret fra 1,2 pct. til 1,0 pct. som følge af et svagere resultat end forventet for 1. kvartal. Fremskrivningen for 2015 er derimod blevet opjusteret fra 1,5 pct. til 1,7 pct. på baggrund af en stærkere opgang i den disponible realindkomst. HICP-inflationen i 2014 er blevet nedjusteret fra 1,0 pct. til 0,7 pct., hvilket hovedsagelig afspejler de lavere end forventede resultater for HICP-inflationen i de seneste måneder. For 2015 og 2016 er fremskrivningerne af HICP-inflationen blevet nedjusteret fra henholdsvis 1,3 pct. til 1,1 pct. og fra 1,5 pct. til 1,4 pct.*

*Denne artikel sammenfatter de makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet for perioden 2014-16. En så langvarig fremskrivningsperiode er forbundet med meget stor usikkerhed<sup>2</sup>, hvilket bør tages i betragtning ved fortolkningen af de makroøkonomiske fremskrivninger.*

### INTERNATIONALE FORHOLD

I fremskrivningsperioden ventes der en gradvis stigning i væksten i realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet) fra 3,6 pct. i 2014 til 4,0 pct. i 2015 og til 4,1 pct. i 2016. Foreliggende nøgletal tyder på aftagende vækst i de udviklede økonomier i årets første kvartal, hvilket delvis hænger sammen med midlertidige faktorer som fx det ekstremt kolde vejr i Nordamerika. Hvis der ses bort fra den kortsigtede

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 21. maj 2014.

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

volatilitet, peger konjunkturbarometrene dog på en rimelig robust vækst. På vækstmarkederne er væksten aftaget som følge af en svag indenlandsk efterspørgsel, vendingen af kapitalstrømme til disse økonomier og et mere begrænset råderum for yderligere stimulerende indenlandske politikker. De finansielle markeder i vækstøkonomierne har stabiliseret sig efter den kortvarige volatilitet i begyndelsen af 2014, men i mange lande er de finansielle forhold blevet strammet betydeligt siden medio 2013, hvilket dæmper aktiviteten. Den globale aktivitet forventes at stige fremover. En mere moderat nedgearing i den private sektor og mindre finanspolitisk konsolidering, kombineret med en bedring på arbejdsmarkederne, vil sandsynligvis støtte den indenlandske efterspørgsel i de udviklede økonomier. En stærkere efterspørgsel i de udviklede økonomier bør desuden føre til et opsving i resten af verden. I nogle af vækstøkonomierne vil væksten dog sandsynligvis blive holdt nede af strukturelle faktorer, herunder flaskehalse i infrastrukturen og kapacitetsbegrænsninger, mens aktiviteten i de lande, som har været stærkt afhængige af kapitalindstrømning og en stærk kreditvækst, sandsynligvis vil være behersket, mens deres økonomier bringes i balance og tilpasses den ændrede amerikanske pengepolitik.

Momentum i verdenshandlen er aftaget noget siden slutningen af 2013. Fremover bør aktivitetsstigningen i de udviklede økonomier – navnlig inden for investeringer, som har et højt importindhold – stimulere en stigning i verdenshandlen i løbet af fremskrivningsperioden. Det anses dog for usandsynligt, at verdenshandlen vil stige med samme hastighed som i 1990'erne og 2000'erne, hvor store vækstøkonomier blev integreret i verdensøkonomien. Derfor antager basisfremskrivningen, sammenlignet med martsfremskrivningerne, en lavere langsigtet elasticitet i verdenshandlen i forhold til aktiviteten på verdensplan end før den globale finansielle krise. Verdenshandlen (ekskl. euroområdet) ventes at stige med 4,3 pct. i 2014, 5,7 pct. i 2015 og 5,9 pct. i 2016. 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 verdenshandlen (se tabel 1).

**Tabel 1 Internationale forhold**

(Årlige ændringer i procent)

	Juni 2014				Marts 2014			Justeringer siden marts 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet)	3,4	3,6	4,0	4,1	3,9	4,0	4,1	-0,3	0,0	0,0
Verdenshandlen (ekskl. euroområdet) <sup>1)</sup>	3,5	4,3	5,7	5,9	5,1	6,2	6,2	-0,8	-0,5	-0,3
Udenlandsk efterspørgsel i euroområdet <sup>2)</sup>	3,0	3,7	5,2	5,6	4,5	5,6	5,8	-0,7	-0,4	-0,2

1) Beregnet som et vægtet gennemsnit af importen.

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

Anm.: Justeringer beregnes på grundlag af uafrundede tal.

I forhold til de makroøkonomiske fremskrivninger, som blev offentliggjort i ECB Månedsoversigt for marts 2014, er væksten i realt BNP på verdensplan blevet nedjusteret fra 3,9 pct. til 3,6 pct. Udsigterne for den udenlandske efterspørgsel i euroområdet er blevet nedjusteret for hele fremskrivningsperioden.

## Boks 1

### TEKNISKE ANTAGELSER OM RENTER, VALUTAKURSER, RÅVAREPRISER OG FINANSPOLITIK

De tekniske antagelser om renter og råvarepriser bygger på markedsforventninger. Skæringsdatoen var 14. maj 2014. De korte renter måles ved 3-måneders EURIBOR, hvor markedsforventningerne udledes af futuresrenten. Metoden giver et gennemsnitligt niveau for disse korte renter på 0,3 pct. i 2014, 0,3 pct. i 2015 og 0,4 pct. i 2016. Markedsforventningerne til den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet tyder på en gennemsnitlig rente på 2,4 pct. i 2014, 2,6 pct. i 2015 og 3,0 pct. i 2016<sup>1</sup>. 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 forblive stort set stabile i 2014 og 2015 for derefter at stige gradvis.

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, at falde fra 108,8 dollar pr. tønde i 2013 til 98,2 dollar i 2016. Priserne på råvarer ekskl. energi i amerikanske dollar antages at stige marginalt i 2014, hvorefter de stiger noget hurtigere i 2015 og 2016<sup>2</sup>.

De bilaterale valutakurser antages at forblive uændrede i fremskrivningsperioden på det gennemsnitlige niveau for den 2-ugers periode, der afsluttedes på skæringsdatoen 14. maj 2014. Det indebærer en EUR/USD-kurs på 1,38 fra 2014 til 2016, hvilket er 4,2 pct. højere end i 2013. Den effektive eurokurs antages at være 2,7 pct. stærkere i fremskrivningsperioden end i 2013.

### Techniske antagelser

	Juni 2014				Marts 2014			Justeringer siden marts 2014 <sup>1)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
3-måneders EURIBOR (i pct., pr. år)	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,8	0,0	-0,1	-0,3
10-årige statsobligationsrenter (i pct., pr. år)	2,9	2,4	2,6	3,0	2,8	3,2	3,6	-0,5	-0,6	-0,6
Oliepris (USD/pr. tønde)	108,8	107,2	102,2	98,2	105,8	101,1	96,9	1,3	1,2	1,3
Råvarepriser, ekskl. energi, i USD (årlige ændringer i pct.)	-5,2	0,3	1,7	4,6	-2,5	3,1	4,8	2,8	-1,4	-0,2
USD/EUR-kurs	1,33	1,38	1,38	1,38	1,36	1,36	1,36	1,7	2,0	2,0
Nominal effektiv eurokurs (EER20) (årlige ændringer i pct.)	3,8	2,6	0,1	0,0	1,6	0,0	0,0	1,0	0,1	0,0

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.  
Anm.: Justeringer beregnes på grundlag af uafrundede tal.

De finanspolitiske antagelser afspejler de enkelte eurolandes vedtagne budgetlove, deres mellemsigtede budgetplaner og veldefinerede foranstaltninger fra de opdaterede stabilitetsprogrammer, der forelå pr. 21. maj 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 disse antagelser, i gennemsnit, kun en mindre finanspolitisk konsolidering i fremskrivningsperioden på grundlag af budgetplaner for 2014 og kun begrænsede oplysninger for 2015 og 2016. Den finanspolitiske konsolidering, som antages i fremskrivningsperioden, er betydeligt lavere end den, der er sket i de seneste år.

I forhold til ECB Månedsoversigt for marts 2014 omfatter de vigtigste ændringer i de tekniske antagelser lavere korte og lange renter i euroområdet. Mens oliepriserne i amerikanske dollar er noget højere end i marts, er der også sket en moderat appreciering af eurokursen.

- 1) Antagelsen om den nominelle 10-årige statsobligationsrente 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 andre råvarer ekskl. energi og fødevarer antages at følge futureskontrakter indtil 2. 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 økonometrisk model, som tager højde for udviklingen i de internationale råvarepriser på fødevarer.

### FREMSKRIVNINGER AF VÆKSTEN I REALT BNP

I 1. kvartal 2014 steg realt BNP i euroområdet med 0,2 pct., hvilket var fjerde kvartal i træk med en stigning. Konjunkturbarometre tyder på en stabilisering af virksomhedstilliden i alle sektorer og lande i de seneste måneder på et niveau, der er tæt på eller over det langsigtede gennemsnit, hvilket peger på en

yderligere stigning i aktiviteten i 2. kvartal 2014. Den underliggende vækst ventes at stige, især i nogle af de stressramte økonomier. Den ventede stigning i aktiviteten vil primært blive understøttet af en styrkelse af den indenlandske efterspørgsel som følge af den ekspansive pengepolitik, en tilbagevenden til en stort set neutral finanspolitik efter flere år med betydelige finanspolitiske stramminger, kreditudbudsforhold, som igen er neutrale, og den forbedrede tillid hos både virksomheder og husholdninger i en situation med mindre usikkerhed. Navnlige det private forbrug bør blive understøttet af den gunstige effekt af en stigende lønvækst og faldende energipriser på den disponible realindkomst. Desuden forventes aktiviteten i stigende grad at blive understøttet af en gradvis styrkelse af den udenlandske efterspørgsel, selv om eksportvæksten i første omgang sandsynligvis vil blive hæmmet af apprecieringen af den effektive eurokurs. Samtidig forventes den negative påvirkning af udsigterne for den indenlandske efterspørgsel på grund af behovet for yderligere balancetilpasning i den private og den offentlige sektor og især på grund af en høj arbejdsløshed i nogle lande kun at mindske gradvis i fremskrivningsperioden, samtidig med at der i andre lande kan opstå begrænsninger af arbejdsudbuddet. Målt som årligt gennemsnit forventes realt BNP at stige med 1,0 pct. i 2014, 1,7 pct. i 2015 og 1,8 pct. i 2016. Dette vækstmønster afspejler et jævnt stigende bidrag fra den indenlandske efterspørgsel kombineret med et lille positivt bidrag fra nettoeksporten. Da den faktiske vækst ventes at overstige den skønnede potentielle vækst, forventes produktionsgabene at blive indsnævret, men forventes dog stadig at være negativt ved udgangen af fremskrivningsperioden.

Et nærmere kig på efterspørgselskomponenterne viser, at der i 2014 og 2015 ventes en tiltagende stigning i eksporten til lande uden for euroområdet som følge af en gradvis styrkelse af den udenlandske efterspørgsel i euroområdet og en gradvis aftagende negativ virkning af euroens seneste appreciering. Euroområdets eksportmarksandele ventes at falde marginalt i løbet af fremskrivningsperioden, men med en temmelig uensartet udvikling i eurolandene, der afspejler forskellige udviklingstendenser med hensyn til konkurrenceevne. Samhandlen inden for euroområdet ventes at stige langsommere end eksporten til lande uden for euroområdet på grund af den stadig forholdsvis svage indenlandske efterspørgsel i euroområdet.

Der ventes en gradvis stigning i erhvervsinvesteringerne i fremskrivningsperioden, som understøttes af den styrkede indenlandske og udenlandske efterspørgsel på et tidspunkt, hvor der er akkumulerede behov for genanskaffelsesinvesteringer, meget lave renter, stigende avancer, mindsket usikkerhed og aftagende effekter af ugunstige kreditudbudsforhold. Den samlede negative effekt af en lavere trendvækst og behovet for yderligere tilpasninger af virksomhedernes balancer i nogle eurolande vurderes dog at lægge en dæmper på stigningen i erhvervsinvesteringer i løbet af fremskrivningsperioden.

På baggrund af lave realkreditrenter ventes en gradvis stigning i boliginvesteringerne, efterhånden som aktiviteten stiger. I de næste par kvartaler vil yderligere behov for tilpasning på boligmarkedet i nogle lande og en svag vækst i den disponible realindkomst dog stadig påvirke udsigterne i en negativ retning. Som følge af de planlagte finanspolitiske konsolideringstiltag i flere eurolande, der opvejer den mere ekspansive offentlige investeringstendens i andre, forventes de offentlige investeringer at forblive beskedne i hele fremskrivningsperioden.

Beskæftigelsen (målt i antal personer) stabiliserede sig i 2. halvår 2013 og ventes at stige moderat herefter. Det svage opsving i beskæftigelsen afspejler den beskedne stigning i aktiviteten, den forsinkelse, hvormed beskæftigelsen reagerer på produktionsvækst, og yderligere nedskæringer i antallet af offentligt ansatte i nogle lande. Disse faktorer vil sandsynligvis opveje den positive effekt af arbejdsmarkedsreformer, som har øget fleksibiliteten og støttet jobkabelsen i den private sektor, især i nogle af de stressramte lande. Der forventes en moderat stigning i arbejdsstyrken i fremskrivningsperioden som følge af immigration og stigninger i visse befolkningssegmenters deltagelse på baggrund af forbedrede arbejdsmarkedsforhold. Arbejdsløsheden er faldet en smule i de seneste måneder og forventes at falde yderligere i løbet af fremskrivningsperioden. Den ventes dog at holde sig over niveauet før krisen. Arbejdskraftsproduktiviteten (mål i produktion pr. beskæftiget) ventes at stige som følge af den forventede stigning i væksten i realt BNP og beskæftigelsens forsinkede reaktion på udviklingen i aktiviteten.

**Tabel 2 Makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet<sup>1)</sup>**

(Årlige ændringer i procent)

	Juni 2014				Marts 2014			Justeringer siden marts 2014 <sup>2)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Realt BNP <sup>3)</sup>	-0,4	1,0	1,7	1,8	1,2	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,0
		[0,6 - 1,4] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,8] <sup>4)</sup>	[0,5 - 3,1] <sup>4)</sup>	[0,8 - 1,6] <sup>4)</sup>	[0,4 - 2,6] <sup>4)</sup>	[0,7 - 2,9] <sup>4)</sup>			
Privat forbrug	-0,6	0,7	1,5	1,6	0,7	1,2	1,4	0,0	0,2	0,2
Offentligt forbrug	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	0,0	0,0	-0,3
Faste bruttoinvesteringer	-2,7	1,7	3,1	3,5	2,1	2,7	3,7	-0,4	0,4	-0,2
Eksport <sup>5)</sup>	1,7	3,6	4,8	5,3	3,6	4,7	5,1	0,1	0,1	0,2
Import <sup>5)</sup>	0,5	3,6	4,8	5,5	3,5	4,7	5,2	0,1	0,1	0,3
Beskæftigelse	-0,8	0,3	0,5	0,7	0,2	0,5	0,7	0,1	0,1	0,0
Arbejdsløshed (pct. af arbejdsstyrken)	12,0	11,8	11,5	11,0	11,9	11,7	11,4	-0,2	-0,3	-0,4
HICP	1,4	0,7	1,1	1,4	1,0	1,3	1,5	-0,3	-0,1	-0,1
		[0,6 - 0,8] <sup>4)</sup>	[0,5 - 1,7] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,2] <sup>4)</sup>	[0,7 - 1,3] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,0] <sup>4)</sup>	[0,7 - 2,3] <sup>4)</sup>			
HICP ekskl. energi	1,4	1,0	1,3	1,6	1,2	1,5	1,7	-0,2	-0,1	-0,1
HICP ekskl. energi og fødevarer	1,1	1,0	1,2	1,5	1,1	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,1
HICP ekskl. energi, fødevarer og afgiftsændringer <sup>6)</sup>	1,0	0,9	1,2	1,5	1,0	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,2
Enhedslønomkostninger	1,2	0,9	0,7	1,1	0,8	1,0	1,2	0,1	-0,3	-0,1
Lønsum pr. ansat	1,7	1,6	1,9	2,2	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1	-0,1
Arbejdskraftsproduktivitet	0,5	0,7	1,1	1,0	0,9	1,0	1,1	-0,2	0,1	-0,1
Offentlig budgetsaldo (pct. af BNP)	-3,0	-2,5	-2,3	-1,9	-2,7	-2,5	-2,1	0,2	0,2	0,2
Strukturel budgetbalance (pct. af BNP)	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,2	-2,2	-2,0	0,3	0,2	0,1
Den offentlige sektors bruttogæld (pct. af BNP)	92,6	93,4	92,6	91,1	93,5	93,2	92,2	0,0	-0,7	-1,1
Betalingsbalancens løbende poster (pct. af BNP)	2,4	2,6	2,6	2,8	2,4	2,6	2,7	0,2	0,0	0,1

1) Data for euroområdet omfatter Letland med undtagelse af HICP-data for 2013. Den gennemsnitlige ændring i HICP i pct. år/år i 2014 er beregnet ud fra et euroområde, der allerede i 2013 omfattede Letland.

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. 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.

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. Beregningen følger ESCB's fremgangsmåde i forbindelse med konjunkturkorrigerede budgetsaldi (se Bouthevillain, C. et al., "Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach", Working Paper Series, nr. 77, ECB, september 2001) og ESCB's definition på midlertidige foranstaltninger (se Kremer, J. et al., "A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances", Working Paper Series, nr. 579, ECB, januar 2006). 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. En nærmere diskussion, også med henvisning til Kommissionens metode, findes i boksen "Cyclical adjustment of the government budget balance" i Månedsoversigten for marts 2012.

Der forventes en opgang i det private forbrug i løbet af 2014 og yderligere stigninger i 2015 og 2016, som nøje følger væksten i den disponible realindkomst, mens opsparingskvoten forbliver flad. Væksten i den disponible realindkomst ventes at blive understøttet af en højere arbejdsindkomst som følge af stigende beskæftigelse og højere lønvækst, en mindre ugunstig effekt af budgetkonsolideringen og en lav inflation. Det offentlige forbrug antages at stige moderat i fremskrivningsperioden.

Importen fra lande uden for euroområdet ventes at stige moderat i fremskrivningsperioden, selv om den fortsat begrænses af den beskedne vækst i den samlede efterspørgsel i euroområdet. Nettohandlen forventes at bidrage moderat til væksten i realt BNP i fremskrivningsperioden. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster forventes at stige en smule og at nå op på 2,8 pct. af BNP i 2016.

I forhold til de makroøkonomiske fremskrivninger, som blev offentliggjort i Månedsoversigten for marts 2014, er fremskrivningen af væksten i realt BNP for 2014 blevet nedjusteret fra 1,2 pct. til 1,0 pct. som følge af et svagere resultat end forventet for 1. kvartal. Fremskrivningen af væksten i realt BNP for 2015 er blevet opjusteret fra 1,5 pct. til 1,7 pct. som følge af antagelserne om lavere renter og lavere prisstigninger på råvarer, som støtter realindkomsten. Fremskrivningen for 2016 er stort set uændret.

## FREMSKRIVNINGER AF PRISER OG OMKOSTNINGER

Ifølge Eurostats foreløbige skøn var den samlede HICP-inflation 0,5 pct. i maj 2014. Den aktuelle lave inflation skyldes en stagnation i energipriser, fødevarerpriser og industrivarer ekskl. energi samt en afdæmpet udvikling i priserne på tjenester.

Den samlede HICP-inflation forventes at forblive lav indtil 3. kvartal 2014. Derefter ventes den at stige gradvis til 1,5 pct. i slutningen af fremskrivningsperioden. Den gradvise stigning i den samlede HICP-inflation, som ventes, afspejler den gradvise styrkelse af det økonomiske opsving og virkningerne heraf i form af en indsnævring af det negative produktionsgab og en stigende vækst i løn og avancer. Antagelsen om stigende priser på råvarer ekskl. energi og importerede industrivarer indebærer også en opadrettet virkning på inflationen. Den ventede stigning i inflationen vil dog sandsynligvis være beskeden, idet den især begrænses af antagelsen om faldende oliepriser ifølge futuresmarkederne, den forsinkede effekt af den markante appreciering af eurokursen, der er sket siden medio 2012, og den omstændighed, at der på trods af en indsnævring af produktionsgabets sandsynligvis stadig vil være uudnyttet kapacitet i økonomien indtil 2016.

Nærmere bestemt forventes energiprisinflationen at stige fra den stærkt negative sats i begyndelsen af 2014, men at forblive svagt negativ gennem det meste af fremskrivningsperioden på linje med den faldende kurve for olieprisfutures. Det marginalt negative bidrag fra energipriserne til HICP-inflationen i fremskrivningsperioden skal sammenholdes med et gennemsnitligt bidrag på omkring 0,5 procentpoint i perioden 1999-2013 og forklarer i vidt omfang de moderate inflationsudsigter.

Prisstigningerne på fødevarer ventes fortsat at aftage indtil 3. kvartal 2014 som følge af det forsinkede gennemslag af tidligere fald i råvarepriserne på fødevarer og nedadrettede basiseffekter. På baggrund af den antagede stigning i priser af bedrift i EU og det gradvise økonomiske opsving forventes kontinuerlige prisstigninger på fødevarer gennem fremskrivningsperioden, således at gennemsnittet vil være 1,9 pct. i 2016. Fødevarerprisstigningernes gennemsnitlige bidrag til den samlede inflation er 0,3 procentpoint i fremskrivningsperioden, hvilket skal ses i forhold til et gennemsnitligt bidrag på ca. 0,5 procentpoint siden 1999.

HICP-inflationen ekskl. fødevarer og energi forventes at have nået et lavpunkt i 4. kvartal 2013 og de første måneder af 2014. Den ventes at stige i fremskrivningsperioden, i takt med at opsvinget tager til i styrke, idet den fører til stigende vækstrater for løn og avancer og når op på 1,7 pct. i 4. kvartal 2016. Det gennemsnitlige bidrag fra HICP-inflationen ekskl. fødevarer og energi til den samlede inflation i fremskrivningsperioden forventes at være 0,9 procentpoint, hvilket kun er en smule lavere end gennemsnittet siden 1999.

Afgiftsstigninger i de finanspolitiske konsolideringsplaner forventes at yde et lille positivt bidrag på omkring 0,1 procentpoint til HICP-inflationen i 2014. Bidraget er en smule mindre end i 2013. I 2015 og 2016 forventes det på nuværende tidspunkt at være ubetydeligt, da der ikke findes informationer om vedtagne finanspolitiske tiltag for disse år.

Det eksterne prispres aftog betydeligt i løbet af 2013 som følge af virkningen af en træg global vækst på de globale priser, euroens appreciering og fald i oliepriser og priser på råvarer ekskl. olie. Fremover forventes en gradvis stigning i den årlige vækst i importdeflatoren i løbet af fremskrivningsperioden, og den forventes at blive positiv i begyndelsen af 2015. Den ventes at være på gennemsnitlig 1,2 pct. i 2016, hvilket er tæt på dens langsigtede gennemsnitlige stigningstakt. Forøgelsen af importdeflatorens stigningstakt afspejler den styrkelse af den globale vækst, som antages, og de som følge heraf stigende globale priser i fremstillingssektoren, den forventede stigning i råvarepriser ekskl. energi og de aftagende virkninger af euroens tidligere appreciering.

Hvad angår det indenlandske prispres, forventes den gradvise bedring af arbejdsmarkedsforholdene i euroområdet at medføre en stigning i lønsum pr. ansat. I de to første år af fremskrivningsperioden ventes væksten i enhedslønomskostninger dog at blive dæmpet af en stærkere produktivitetsstigning end

stigningen i den nominelle løn som følge af den konjunkturbetingede stigning i produktiviteten. I 2016 forventes en fortsat styrkelse af lønvæksten, sammen med en svækkelse af produktivitetsvæksten, at bidrage til en stigning i væksten i enhedslønomkostninger.

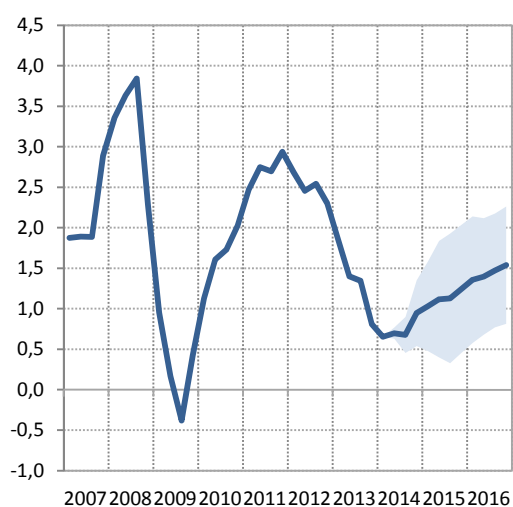
Avancerne (målt som forskellen mellem BNP-deflatoren i faktorpriser og væksten i enhedslønomkostninger) forventes at stige i fremskrivningsperioden understøttet af det økonomiske konjunkturopsving.

**Figur 1 Makroøkonomiske fremskrivninger<sup>1)</sup>**

(Kvartalsvise observationer)

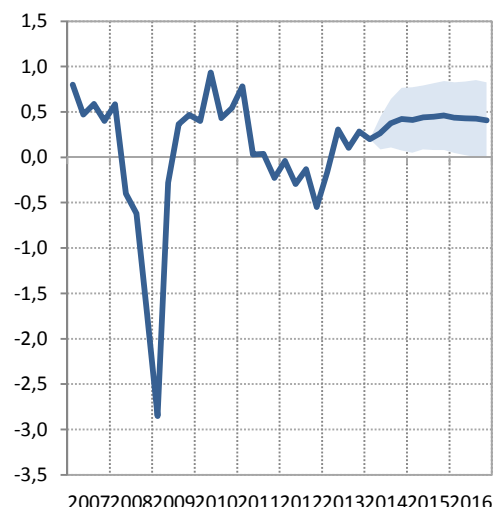
**HICP for euroområdet**

(Ændringer i pct. år-til-år)



**Realt BNP i euroområdet<sup>2)</sup>**

(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 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.

I forhold til de makroøkonomiske fremskrivninger, som blev offentliggjort i ECB Månedsoversigt for marts 2014, er fremskrivningen af den samlede HICP-inflation i 2014 blevet nedjusteret fra 1,0 pct. til 0,7 pct., primært som følge af et svagere resultat end forventet i de seneste måneder. Fremskrivningerne for HICP-inflationen i 2015 og 2016 er blevet nedjusteret henholdsvis fra 1,3 pct. til 1,1 pct. og fra 1,5 pct. til 1,4 pct., hovedsagelig som følge af en lavere vækst i enhedslønomkostninger.

**FINANSPOLITISKE UDSIGTER**

På baggrund af antagelserne i boks 1 ventes det offentlige underskud i euroområdet at falde fra 3,0 pct. af BNP i 2013 til 2,5 pct. i 2014 og at falde yderligere til 1,9 pct. i 2016. Dette fald skyldes primært en forbedring af konjunktursituationen. Desuden forventes en forbedring i den konjunkturkorregerede primære saldo som følge af finanspolitiske tiltag i nogle eurolande og en kun ubetydelig statsstøtte til den finansielle sektor. Den strukturelle budgetsaldo ventes at bedres igennem hele fremskrivningsperioden, om end i et langsommere tempo end i de seneste år. Denne bedring er hovedsagelig drevet af den fortsatte moderate vækst i offentlige udgifter, som antages. Eurorådets offentlige bruttogæld ventes at toppe på 93,4 pct. af BNP i 2014 for derefter at falde til 91,1 pct. i 2016.

Nedenstående bokse indeholder følsomhedsanalyser (boks 2), bemærkninger med hensyn til euroområdet eksponering i forbindelse med krisen i Ukraine (boks 3) og en sammenligning med andre foreliggende prognoser (boks 4).

## Boks 2

### FØLSOMHEDSANALYSER

Fremskrivninger er i høj grad baseret på tekniske antagelser vedrørende udviklingen i visse centrale variable. Da nogle af disse variable kan have en stor effekt på fremskrivningerne for euroområdet, kan fremskrivningernes følsomhed over for alternative udviklingsmønstre for disse underliggende antagelser bidrage til analysen af usikkerheden 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.<sup>1</sup>

#### 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. De forudsiger et fald i oliepriserne i fremskrivningsperioden (se boks 1). Der hersker dog fortsat usikkerhed vedrørende udviklingen. Der er usikkerhed om udviklingen i både efterspørgsel og udbud.

Det forventede fald i oliepriserne kan afspejle den markedsopfattelse, at olieproduktionen i flere OPEC-lande, som for nylig er blevet reduceret på grund af politisk ustabilitet eller geopolitiske spændinger, delvis vil stige igen og/eller vil blive opvejet af en stigning i den amerikanske produktion af skiferolie. Der kan dog komme højere oliepriser i tilfælde af uventede geopolitiske begivenheder i større olieproducerende lande på kort sigt eller et stærkere globalt opsving på mellemlangt sigt.

Alt i alt ser en højere oliepris end antaget i basisfremskrivningen, i sammenhæng med et globalt opsving, ud til at være sandsynlig. Derfor er der i denne følsomhedsanalyse taget højde for en opjustering af udviklingen i priserne på olie futures.<sup>2</sup> Den alternative udvikling antager oliepriser, der er 1 pct., 7 pct. og 13 pct. højere end futurespriserne for henholdsvis 2014, 2015 og 2016. På grundlag af Eurosystemets stabs makroøkonomiske modeller ville den højere oliepris føre til en HICP-inflation, der er 0,2 procentpoint højere end basisfremskrivningen for 2015 og 2016. Samtidig ville højere oliepriser også dæmpe væksten i realt BNP, som ville være 0,1 procentpoint lavere i 2015 og 2016.

#### 2) EN LAVERE UDENLANDSK EFTERSPØRGSEL

Sammenhængen mellem verdenshandlen og væksten i globalt BNP har tilsyneladende ændret sig i de seneste år. Før den finansielle krise steg den globale import typisk betydeligt hurtigere end aktiviteten (den historiske elasticitet i handlen i forhold til aktivitetsvæksten var 1,8 i perioden fra 1982 til 2007). Siden 2011 er det globale BNP og den globale import imidlertid steget i samme tempo (med en gennemsnitlig elasticitet på 1,1 fra 2011 til 2013). Verdenshandlen har fortsat denne periode med en forholdsvis svag handelsudvikling og er aftaget en smule i begyndelsen af 2014.

Basislinjefremskrivningen antager, at væksten i verdenshandlen gradvis tager til igen i løbet af fremskrivningsperioden, om end med en noget lavere langsigtet elasticitet i forhold til aktiviteten end før den finansielle krise. I denne følsomhedsanalyse tages højde for virkningerne af en lavere udviklingstendens for den globale import og den udenlandske efterspørgsel i euroområdet. Det antages, at verdenshandlens elasticitet forbliver på samme niveau som i den senere tid, dvs. på 1,1. Dette indebærer en vækstnedgang i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet på 0,3 procentpoint i 2014 og 1,4 procentpoint i både 2015 og 2016.

Resultaterne af Eurosystemets stabs makroøkonomiske modeller peger på en lavere vækst i realt BNP (-0,2 procentpoint i 2015 og 2016) og lavere HICP-inflation i 2016 (-0,1 procentpoint).



### 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 afspejles i store træk 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. De er derfor ikke taget med i betragtning i basisfremskrivningen. Dette gælder navnlig perioden 2015-2016, som for de fleste landes vedkommende ikke er omfattet af de aktuelle budgetter. Derfor er det ikke kun nødvendigt, men også sandsynligt, at de fleste regeringer inden 2016 vedtager yderligere finanspolitiske konsolideringstiltag end dem, som er medtaget i basisfremskrivningen.

#### Antagelser, som ligger til grund for den finanspolitiske følsomhedsanalyse

Udgangspunktet for den finanspolitiske følsomhedsanalyse er det "finanspolitiske gab" mellem regeringernes budgetmål og basisfremskrivningen 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 og de dermed forbundne makroøkonomiske feedbackeffekter.

Med udgangspunkt i denne fremgangsmåde vurderes den yderligere konsolidering i euroområdet at blive omkring 0,1 pct. af BNP i 2014, mens flere yderligere tiltag vurderes at være sandsynlige i 2015 (omkring 0,4 pct. af BNP) og noget færre i 2016 (omkring 0,2 pct. af BNP), hvilket giver en samlet yderligere konsolidering på ca. 0,7 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 følsomhedsanalyse vurderes den samlede finanspolitiske konsolidering for euroområdet i højere grad at være rettet mod udgiftssiden af budgettet, men også at omfatte stigninger i afgifter, direkte skatter og sociale bidrag.

#### 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<sup>3</sup>.

Effekten på væksten i realt BNP af yderligere finanspolitisk konsolidering er begrænset i 2014, men skønnes at blive ca. -0,3 procentpoint i 2015 og -0,2 procentpoint i 2016. Effekten på HICP-inflationen skønnes at blive ca. 0,1 procentpoint i 2015.

Den aktuelle analyse indeholder således en række nedadrettede risici i forhold til basisfremskrivningen for væksten i realt BNP, især i 2015 og 2016, idet ikke alle påtænkte finanspolitiske konsolideringstiltag indgår i basisfremskrivningen. Der er dog også mindre opadrettede risici i tilknytning til inflationen, idet en del af den yderligere konsolidering vurderes at komme fra afgiftsstigninger.

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.<sup>4</sup> Derfor bør resultaterne af denne analyse ikke fortolkes, som om der sættes spørgsmålstegn ved behovet for yderligere finanspolitiske konsolideringsbestræbelser i fremskrivningsperioden. For der er helt klart behov for yderligere konsolideringsbestræbelser 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.

### 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 <sup>1)</sup>	-2,5	-1,8	-1,2
Finanspolitiske basisfremskrivninger	-2,5	-2,3	-1,9
Yderligere finanspolitisk konsolidering (akkumuleret) <sup>2)</sup>	0,1	0,5	0,7
Effekten af yderligere finanspolitisk konsolidering (procentpoint) <sup>3)</sup>			
Vækst i realt BNP	-0,1	-0,3	-0,2
HICP-inflation	0,0	0,1	0,0

- 1) Nominelle mål i det seneste EU-/IMF-program for de relevante lande og opdaterede stabilitetsprogrammer for 2014 for de øvrige lande.
- 2) Følsomhedsanalyse baseret på vurderinger foretaget af Eurosystemets stab.
- 3) Afvigelser fra basisforløbet 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.

- 1 Alle simuleringer er foretaget ud fra den antagelse, at der ikke sker politiske ændringer eller ændringer af andre variable, der vedrører de tekniske antagelser og de internationale forhold uden for euroområdet.
- 2 En detaljeret beskrivelse af den model, som er anvendt til at udlede denne opjustering, kan ses i Pagano, P. og Pisani, M., "Risk-adjusted forecasts of oil prices", The B.E. Journal of Macroeconomics, bd. 9, nr. 1, art. 24, 2009.
- 3 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.
- 4 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 3

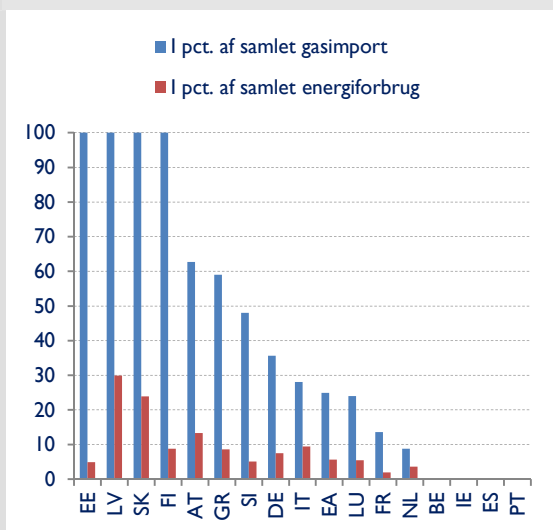
#### EUROOMRÅDETS EKSPONERING I FORBINDELSE MED KRISEN I UKRAINE

I den seneste tid har der været voksende bekymring for, om spændingerne mellem Ukraine og Rusland eskaleres. Denne boks indeholder en gennemgang af euroområdet eksponering over for Rusland og Ukraine og en beskrivelse af de vigtigste kanaler, hvorigennem euroområdet kan blive påvirket, såfremt krisen eskaleres yderligere, og Rusland pålægges flere sanktioner.

Indtil videre har krisen haft en betydelig negativ effekt på Ukraines og Ruslands økonomi, men kun en begrænset effekt på euroområdet økonomi. Mens "hårde" data for euroområdet synes at være stort set uberørte, tyder observationer på en eventuelt forhøjet usikkerhed i tilknytning til krisen. Indtil videre har aktiekurser og råvarepriser imidlertid været forholdsvis stabile.

De vigtigste potentielle kanaler for en negativ afsmittning på euroområdet er handels- og finansielle forbindelser med Rusland, i højere grad end med Ukraine. Euroområdet importerer meget energi fra Rusland, idet ca. 25 pct. af gasimporten og næsten 30 pct. af olieimporten kommer derfra (se figur A og B). Nogle eurolande importerer næsten al deres gas fra Rusland. Euroområdet eksporterer også til Rusland og i mindre omfang til Ukraine. Ca. 5 pct. af vareeksporten til lande uden for euroområdet går til Rusland, mens vareeksporten til Ukraine udgør ca. 1 pct. af eksporten til lande uden for euroområdet (se figur C). Hvad angår finansiell eksponering, svarer euroområdet bankers fordringer i Rusland til ca. 1 pct. af euroområdet BNP (se figur D). Der er dog stor forskel på tværs af eurolandene med hensyn til handels- og finansielle forbindelser.

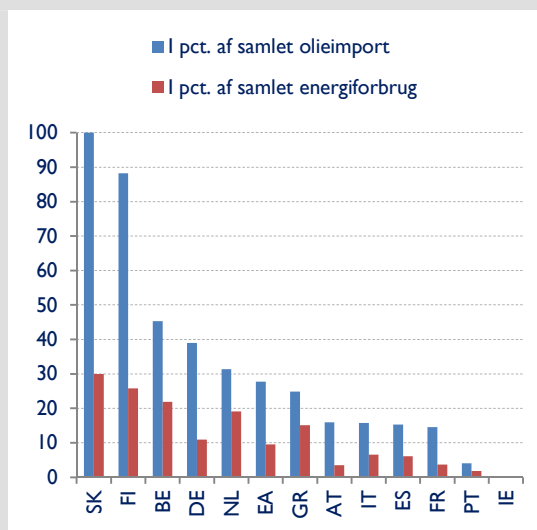
**Figur A: Gasimport fra Rusland (i 2011)**



Kilde: Eurostat.

Anm.: Der foreligger ikke observationer for Cypern og Malta. Landene er opstillet efter den procentvise andel, som gasimporten fra Rusland udgør af deres samlede gasimport.

**Figur B: Olieimport fra Rusland (i 2011)**

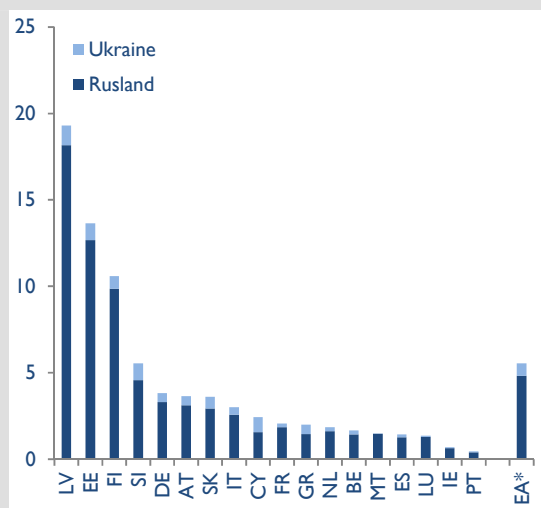


Kilde: Eurostat.

Anm.: Der foreligger ikke observationer for Estland, Cypern, Letland, Luxembourg, Malta og Slovenien. Landene er opstillet efter den procentvise andel, som olieimporten fra Rusland udgør af deres samlede olieimport.

**Figur C: Vareeksport til Rusland og Ukraine (2013 K3)**

(I pct. af den samlede vareeksport)



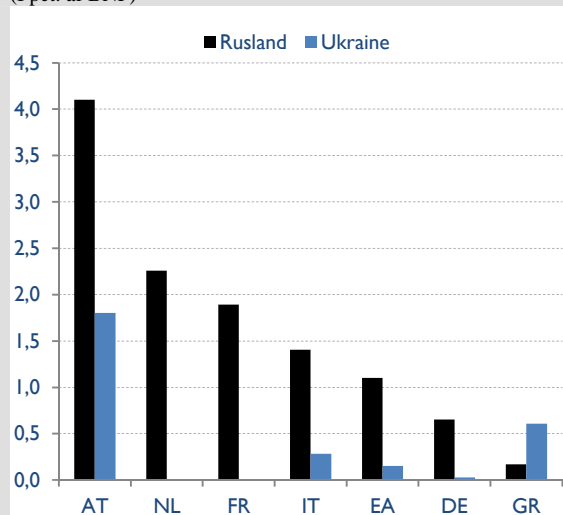
Kilder: IMF's og ECB's beregninger.

\* euroområdet ekskl. vareeksport inden for euroområdet.

Anm.: Landene er opstillet efter den procentvise andel, som deres vareeksport til Rusland og Ukraine udgør af deres samlede vareeksport.

**Figur D: Udenlandske fordringer, som udvalgte banker i euroområdet (opdelt efter land) har i Ukraine og Rusland**

(I pct. af BNP)



Kilder: BIS' konsoliderede bankstatistik og ECB.

Notes: Landene er opstillet efter den procentvise andel, som euroområdebankernes udenlandske fordringer i Rusland udgør af BNP i 2013. Kun eurolande, som har indberettet, at deres banker har udenlandske fordringer i Rusland og Ukraine, vises i figuren. Frankrig og Holland har ikke indberettet fordringer i Ukraine. De seneste data fra Østrig er fra 3. kvartal 2012. Tallet for euroområdet er vejledende, da det er baseret på lantedata på forskellige tidspunkter.

Den potentielle negative effekt, som en eskalering af konflikten vil have på euroområdet økonomi, afhænger af, hvilken type sanktioner Den Europæiske Union og USA pålægger Rusland, og af de gengældelsesforanstaltninger, som Rusland sandsynligvis vil indføre. Selv om der er uvished om, hvad disse sanktioner består i, kan de eventuelt medføre olieprisstigninger, en nedgang i Ruslands eksport til euroområdet – med negative virkninger på aktiviteten i Rusland – og kapitaludstrømning, som fører til depreciering af rublen. Ugunstige effekter for euroområdet kan også opstå som følge af et fald i aktiekurserne og faldende tillid, fordi aktørerne bliver bekymrede over krisens intensitet og følger.

I euroområdet ville disse kanaler sandsynligvis lægge en dæmper på BNP-væksten på grund af virkningen på handels- og oliepriser. Samtidig ville højere oliepriser medføre højere HICP-inflation i euroområdet, end det fremgår af basisfremskrivningen.

På baggrund af eurolandenes forskellige handelseksponeringer og finansielle forbindelser med Rusland og Ukraine vil eventuelle effekter af krisen altid være forskellige fra land til land, således at lande med en stor eksponering over for Rusland og Ukraine, såsom de baltiske lande, oplever de største negative virkninger.

I nogle eurolande kan der også være en negativ effekt som følge af indirekte effekter fra negativt påvirkede tredjelande, fx i Østeuropa. I nogle eurolande kan særlig vigtige sektorer og brancher, fx landbrugs-, fødevarer-, ejendoms-, turistsektoren og visse banksektorer, i særlig høj grad blive påvirket af en langvarig eller eskaleret krise. Endelig vil de eurolande, der importerer en stor del af deres gas og olie fra Rusland, blive særlig negativt påvirket, hvis energiforsyningen fra landet skulle blive afbrudt.

#### Boks 4

#### PROGNOSE 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. Hertil kommer, at de anvender forskellige (delvis uspecificerede) metoder til at udlede antagelser om finanspolitiske, finansielle og eksogene variable, herunder oliepriser 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	Juni 2014	1,0	1,7	1,8	0,7	1,1	1,4
		[0,6-1,4]	[0,6-2,8]	[0,5-3,1]	[0,6-0,8]	[0,5-1,7]	[0,6-2,2]
Europa-Kommissionen	Maj 2014	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
OECD	Maj 2014	1,2	1,7	-	0,7	1,1	-
Euro Zone Barometer	Maj 2014	1,2	1,6	1,6	0,8	1,2	1,7
Consensus Economics Forecast	Maj 2014	1,1	1,4	1,6	0,8	1,3	1,5
Survey of Professional Forecasters	Maj 2014	1,1	1,5	1,7	0,9	1,3	1,5
IMF	April 2014	1,2	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Kilder: Europa-Kommissionens økonomiske forårsprognose 2014; IMF, World Economic Outlook, april 2014; OECD, Economic Outlook, maj 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 blive en smule højere, end det fremgår af fremskrivningerne udarbejdet af Eurosystemets stab. Fremskrivningerne for væksten i reelt BNP i 2015 og 2016 er de samme eller en smule lavere end Eurosystemets stabs fremskrivninger. For så vidt angår inflationen, peger prognoserne fra flertallet af de andre organisationer og institutioner i retning af en gennemsnitlig årlig HICP-inflation i 2014 og 2015, der ligger tæt på eller en smule højere end Eurosystemets stabs fremskrivninger. Den gennemsnitlige HICP-inflation forventes at blive mellem 1,3 pct. og 1,7 pct. i 2016 ifølge de øvrige foreliggende fremskrivninger, mod 1,4 pct. i Eurosystemets stabs fremskrivninger. På nuværende tidspunkt ligger alle foreliggende prognoser inden for de intervaller i Eurosystemets fremskrivninger, som er anført i tabellen.

© Den Europæiske Centralbank, 2014

Adresse: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Tyskland

Postadresse: Postfach 16 03 19, 60066 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 tilladt, såfremt kilden angives.