



Ιούνιος 2016

Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ¹

1 Προοπτικές για τη ζώνη του ευρώ: Συνοπτική παρουσίαση και βασικά χαρακτηριστικά

Η οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να συνεχιστεί, υποστηριζόμενη από τη διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, τις χαμηλές τιμές του πετρελαίου, τη βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας και μια κάποια χαλάρωση της δημοσιονομικής πολιτικής το 2016. Η πρόοδος που επιτεύχθηκε ως προς την απομόχλευση σε όλους τους τομείς αναμένεται επίσης να στηρίξει την αύξηση της εγχώριας ζήτησης στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Ταυτόχρονα, η αρνητική επίδραση από την υποτονική αύξηση των εξαγωγών αναμένεται, βάσει των προβολών, να αποδυναμωθεί χάρη στην αναμενόμενη σταδιακή ανάκαμψη του παγκόσμιου εμπορίου. Σε ετήσια βάση, το πραγματικό ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί κατά 1,6% το 2016 και κατά 1,7% το 2017 και το 2018. Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται να παραμείνει πολύ χαμηλός το 2016, σε 0,2%, περιοριζόμενος σημαντικά από την προηγηθείσα πτώση των τιμών της ενέργειας. Όσον αφορά το 2017 προβλέπεται σημαντική αύξηση του μετρούμενου πληθωρισμού σε 1,3%, προερχόμενη σε μεγάλο βαθμό από τις ανοδικές επιδράσεις της βάσης σύγκρισης στη συνιστώσα της ενέργειας. Η υποχώρηση του βαθμού υποαπασχόλησης των πόρων στην οικονομία αναμένεται να ωθήσει κατά τι περαιτέρω ανοδικά τον πληθωρισμό σε 1,6% το 2018.

¹ Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος συμβάλλουν στην αξιολόγηση που διενεργεί το Διοικητικό Συμβούλιο για τις οικονομικές εξελίξεις και τους κινδύνους διατάραξης της σταθερότητας των τιμών. Πληροφορίες για τις διαδικασίες και τις τεχνικές που χρησιμοποιούνται παρέχονται στο κείμενο με τίτλο *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, ΕΚΤ, Ιούνιος 2001, το οποίο διατίθεται στον δικτυακό τόπο της ΕΚΤ. Η τελευταία ημερομηνία που καλύπτουν οι τεχνικές υποθέσεις, όπως οι τιμές του πετρελαίου και οι συναλλαγματικές ισοτιμίες, ήταν η 10η Μαΐου 2016 (βλ. Πλαίσιο 1). Η τελευταία ημερομηνία για τη συμπερίληψη άλλων στοιχείων στις παρούσες προβολές ήταν η 18η Μαΐου 2016. Οι παρούσες μακροοικονομικές προβολές καλύπτουν την περίοδο 2016-2018. Οι προβολές που αφορούν τόσο μεγάλο χρονικό ορίζοντα χαρακτηρίζονται από πολύ υψηλή αβεβαιότητα. Αυτό θα πρέπει να ληφθεί υπόψη κατά την ερμηνεία των προβολών αυτών. Βλ. το άρθρο με τίτλο *An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections* που δημοσιεύθηκε στο Μηνιαίο Δελτίο της ΕΚΤ του Μαΐου 2013. Πίνακας που θα περιλαμβάνει τις προβολές για ορισμένες εθνικές μεταβλητές στις οποίες στηρίζονται οι προβολές για τα μεγέθη της ζώνης του ευρώ του παρόντος άρθρου θα δημοσιευθεί στον δικτυακό τόπο της ΕΚΤ δύο εβδομάδες μετά τη δημοσίευση του παρόντος άρθρου, έπειτα από τη δημοσίευση των εθνικών προβολών από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες.

Η ανάκαμψη έχει ως κινητήρια δύναμη την εγχώρια ζήτηση, η οποία αναμένεται να στηριχθεί από διάφορους ευνοϊκούς παράγοντες. Πιο συγκεκριμένα, η διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ συνεχίζει να μεταδίδεται στην οικονομία. Η ιδιωτική κατανάλωση, ενώ επιβραδύνθηκε κάπως, αναμένεται να παραμείνει εύρωστη, ιδίως το 2016, καθώς τα νοικοκυριά είναι πιθανόν να δαπανήσουν το μεγαλύτερο μέρος από τα προηγηθέντα έκτακτα εισοδηματικά τους οφέλη που συνδέονται με τις τιμές του πετρελαίου σε ένα περιβάλλον βελτίωσης των συνθηκών στην αγορά εργασίας και συσσωρευμένης καταναλωτικής ζήτησης. Η αναμενόμενη ανάκαμψη θα συμβάλει επίσης σε μια συνεχιζόμενη, αν και σταδιακή, ενίσχυση των επενδύσεων, εν μέρει λόγω επιδράσεων του επιταχυντή. Η εγχώρια ζήτηση επίσης θα ωφεληθεί από τη σχετική χαλάρωση της δημοσιονομικής πολιτικής βραχυπρόθεσμα.

Οι εξωτερικές αρνητικές επιδράσεις μετριάζουν τη βραχυπρόθεσμη προοπτική, αλλά αναμένεται να αποδυναμωθούν μεσοπρόθεσμα. Η εξωτερική ζήτηση της ζώνης του ευρώ θα εξακολουθήσει να ανακάμπτει συγκρατημένα μόνο το α' εξάμηνο του 2016, ενώ εξακολουθεί να επηρεάζεται αρνητικά από την υποτονική ζήτηση στις αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς. Αυτός ο αρνητικός αντίκτυπος στον ρυθμό αύξησης των εξαγωγών προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ εξακολουθεί να μετριάζεται εν μέρει μόνο από τις ευνοϊκές επιδράσεις, οι οποίες εμφανίζονται με χρονική υστέρηση, της προηγηθείσας ισχυρής υποτίμησης του ευρώ. Σε ό,τι αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται να ενισχυθεί σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, ενισχύοντας έτσι την εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ και επομένως τις εξαγωγές προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ.

Οι εξελίξεις στις τιμές της ενέργειας (βάσει του ΕνΔΤΚ) εξακολουθούν να έχουν σημαντική σημασία για την ερμηνεία τόσο του χαμηλού επιπέδου του μετρούμενου πληθωρισμού το 2016 όσο και της απότομης ανόδου που προβλέπεται να σημειωθεί μεταξύ του 2016 και του 2017. Η μεγάλη αρνητική συμβολή του πληθωρισμού της ενέργειας (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται να διατηρηθεί το 2016 και να επηρεάσει αρνητικά τον μετρούμενο πληθωρισμό. Οι σημαντικές ανοδικές επιδράσεις της βάσης σύγκρισης υποδηλώνουν ισχυρή ανάκαμψη του πληθωρισμού της ενέργειας (βάσει του ΕνΔΤΚ) σε θετικές τιμές το 2017. Μόλις αυτές οι ανοδικές επιδράσεις της βάσης σύγκρισης αποδυναμωθούν, ο πληθωρισμός της ενέργειας (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται να παραμείνει σχετικά σταθερός στο υπόλοιπο διάστημα του χρονικού ορίζοντα προβολής. Οι ανοδικές πιέσεις στον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής αναμένεται να ενισχυθούν σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Οι βελτιώσεις των συνθηκών στην αγορά εργασίας και η αναμενόμενη περαιτέρω ενίσχυση της οικονομικής ανάκαμψης αναμένεται να στηρίξουν τις μισθολογικές αυξήσεις και τα περιθώρια κέρδους. Με βάση την υπόθεση για αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου και των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων, θα αναπτυχθούν ανοδικές έμμεσες επιδράσεις στον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής που προκύπτουν από αυτές τις αυξήσεις και τελικά θα υπεραντισταθμίσουν τις φθίνουσες καθοδικές επιδράσεις των προηγηθεισών μειώσεων των τιμών των βασικών εμπορευμάτων. Επιπλέον,

αναμένονται συνεχιζόμενες ανοδικές επιδράσεις σε όλη τη διάρκεια του 2017 λόγω της εν εξελίξει μετακύλισης της προηγηθείσας υποτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ.

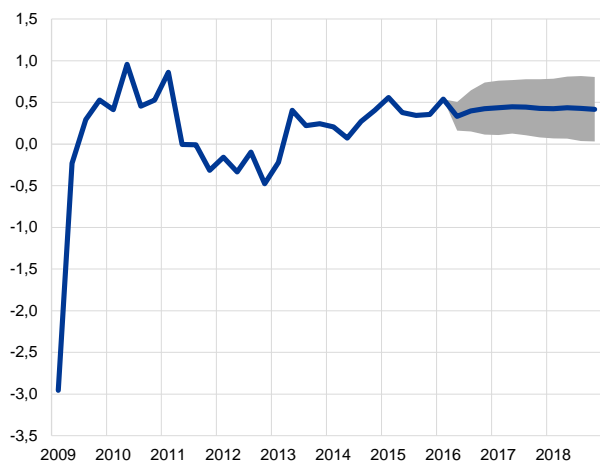
Διάγραμμα 1

Μακροοικονομικές προβολές¹⁾

(τριμηνιαία στοιχεία)

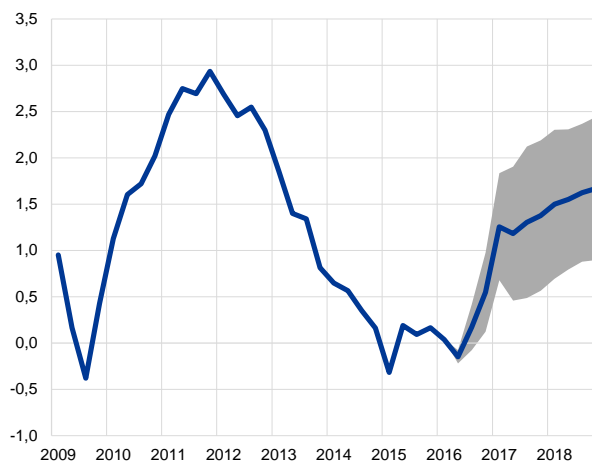
Πραγματικό ΑΕΠ ζώνης ευρώ²⁾

(τριμηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές)



ΕνΔΤΚ ζώνης ευρώ

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



1) Τα διαστήματα που παρουσιάζονται γύρω από τις κεντρικές προβολές βασίζονται στις διαφορές μεταξύ των πραγματοποιήσεων και των προηγούμενων προβολών που είχαν καταρτιστεί επί σειρά ετών. Το εύρος κάθε διαστήματος είναι διπλάσιο από τον μέσο όρο της διαφοράς, σε απόλυτες τιμές. Η μέθοδος που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό των διαστημάτων, βάσει της οποίας γίνεται και η διόρθωση για έκτακτα γεγονότα, περιγράφεται στο κείμενο με τίτλο *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, ΕΚΤ, Δεκέμβριος 2009, το οποίο διατίθεται στον δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

2) Στοιχεία που έχουν διορθωθεί ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών.

2

Πραγματική οικονομία

Η ανάκαμψη της δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να παραμείνει ανθεκτική. Ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ επιταχύνθηκε σε 0,5% το α' τρίμηνο του 2016. Σύμφωνα με τα πρόσφατα στοιχεία ερευνών, οι προσδοκίες των επιχειρήσεων και των καταναλωτών σταθεροποιήθηκαν σε επίπεδα άνω των μακροχρόνιων μέσων όρων τους, υποδηλώνοντας διατήρηση θετικών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.

Η ιδιωτική καταναλωτική δαπάνη αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να αυξηθεί έντονα το 2016 και να παραμείνει ανθεκτική στη συνέχεια. Ο ρυθμός αύξησης του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος αναμένεται σταδιακά να επιταχυνθεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, στηριζόμενος από την αύξηση της απασχόλησης και την επιταχυνόμενη άνοδο της ονομαστικής μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό. Τα ατομικά εισοδήματα από πηγές εκτός της εργασίας θα συμβάλουν θετικά στην άνοδο του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος, συμβαδίζοντας σε γενικές γραμμές με την εξέλιξη των κερδών. Η αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος αναμένεται να επιταχυνθεί το 2016 και στη συνέχεια να ανακοπεί το 2017 και μετά, αντανακλώντας κυρίως την

πορεία του πληθωρισμού των τιμών της ενέργειας. Το χαμηλό κόστος χρηματοδότησης, η μέτρια ανάκαμψη του ρυθμού αύξησης των δανείων και η συγκρατημένα αυξανόμενη καθαρή θέση των νοικοκυριών, υπό την επίδραση των μέτρων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, αναμένεται να στηρίξουν την ιδιωτική κατανάλωση και να αντισταθμιστούν μόνο εν μέρει από τις αρνητικές επιδράσεις που ασκεί στο διαθέσιμο εισόδημα το χαμηλότερο καθαρό εισόδημα από τόκους. Επιπλέον, η πρόοδος που έχει επιτευχθεί ως προς την απομόχλευση αναμένεται επίσης να στηρίξει την αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης. Συνολικά, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται, βάσει των προβολών, να επιταχυνθεί από 1,7% το 2015 σε 1,9% το 2016 και στη συνέχεια να επιβραδυνθεί σε 1,7% το 2017 και 1,5% το 2018.

Πλαίσιο 1

Τεχνικές υποθέσεις όσον αφορά τα επιτόκια, τις συναλλαγματικές ισοτιμίες και τις τιμές των βασικών εμπορευμάτων

Σε σύγκριση με τις προβολές του Μαρτίου, οι κύριες μεταβολές των υποθέσεων τεχνικού χαρακτήρα είναι οι σημαντικά υψηλότερες τιμές του πετρελαίου και των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων εκφρασμένες σε δολάρια ΗΠΑ, η μικρή υποτίμηση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ και τα χαμηλότερα μακροπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς.

Τεχνικές υποθέσεις

	Ιούνιος 2016				Μάρτιος 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
EURIBOR τριών μηνών (ως ποσοστό % ετησίως)	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	-0,2
Αποδόσεις 10ετών ομολόγων του Δημοσίου (ως ποσοστό % ετησίως)	1,2	0,9	1,1	1,4	1,2	1,2	1,4	1,7
Τιμή πετρελαίου (σε δολάρια ΗΠΑ/βαρέλι)	52,4	43,4	49,1	51,3	52,5	34,9	41,2	44,9
Τιμές μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων, σε δολάρια ΗΠΑ (ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)	-19,9	-3,3	4,3	4,6	-19,9	-14,8	3,0	4,7
Συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ/ευρώ	1,11	1,13	1,14	1,14	1,11	1,11	1,12	1,12
Ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (ΣΣΙ-38) (ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)	-7,1	4,2	0,2	0,0	-7,1	4,8	0,2	0,0

Οι τεχνικές υποθέσεις που αφορούν τα επιτόκια και τις τιμές των βασικών εμπορευμάτων βασίζονται στις προσδοκίες της αγοράς σύμφωνα με στοιχεία έως και τις 10 Μαΐου 2016. Τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αφορούν το EURIBOR τριών μηνών, ενώ οι προσδοκίες της αγοράς εξάγονται από τα επιτόκια των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης. Σύμφωνα με τη μεθοδολογία, το μέσο επίπεδο αυτών των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων εκτιμάται σε -0,3% για το 2016, το 2017 και το 2018. Οι προσδοκίες της αγοράς για τις ονομαστικές αποδόσεις των 10ετών ομολόγων του Δημοσίου στη ζώνη του ευρώ υποδηλώνουν μέσο επίπεδο 0,9% το 2016, 1,1% το 2017 και 1,4%

το 2018.² Αντανακλώντας τις εξελίξεις στα προθεσμιακά επιτόκια της αγοράς και τη σταδιακή μετακύλιση των μεταβολών των επιτοκίων της αγοράς στα επιτόκια χορηγήσεων, οι σύνθετοι δείκτες τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων προς τον ιδιωτικό μη χρηματοπιστωτικό τομέα της ζώνης του ευρώ αναμένεται να μειωθούν κάπως το 2016, να παραμείνουν σε γενικές γραμμές αμετάβλητοι το 2017 και να αυξηθούν συγκρατημένα το 2018. Όσον αφορά τις τιμές των βασικών εμπορευμάτων, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις για τις μελλοντικές εξελίξεις των τιμών που προκύπτουν από τις αγορές συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης με βάση τον μέσο όρο του διαστήματος δύο εβδομάδων που έληξε στις 10 Μαΐου, η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent ανά βαρέλι εκτιμάται, βάσει των υποθέσεων, ότι θα μειωθεί από 52,4 δολάρια ΗΠΑ το 2015 σε 43,4 δολάρια ΗΠΑ το 2016 και στη συνέχεια να αυξηθεί σε 49,1 δολάρια ΗΠΑ το 2017 και 51,3 δολάρια ΗΠΑ το 2018, δηλαδή να διαμορφωθεί υψηλότερη κατά περίπου 8 δολάρια ΗΠΑ το 2016 και το 2017 και κατά περίπου 6 δολάρια ΗΠΑ το 2018 από ό,τι είχε υποτεθεί στις προβολές του Μαρτίου. Οι τιμές των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων σε δολάρια ΗΠΑ εκτιμάται, βάσει των υποθέσεων, ότι θα μειωθούν ελαφρώς το 2016 και ότι θα αυξηθούν το 2017 και το 2018.³ Βάσει των υποθέσεων, στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής οι διμερείς συναλλαγματικές ισοτιμίες θα παραμείνουν αμετάβλητες στα μέσα επίπεδα που επικρατούσαν το διάστημα δύο εβδομάδων που έληξε στις 10 Μαΐου. Αυτό συνεπάγεται ότι η μέση συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ ανά ευρώ θα διαμορφωθεί σε 1,13 το 2016 και σε 1,14 το 2017 και το 2018, έναντι 1,11 το 2016 και 1,12 το 2017 και το 2018 που είχε υποτεθεί στις προβολές του Μαρτίου. Η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (έναντι 38 εμπορικών εταιρών) εκτιμάται, βάσει των υποθέσεων, ότι θα είναι κατά 0,6% χαμηλότερη στη διάρκεια του ορίζοντα προβολής από ό,τι είχε υποτεθεί στις προβολές του Μαρτίου.

Το ποσοστό αποταμίευσης αναμένεται να μειώνεται έως τα μέσα του 2017 και να παραμείνει σε γενικές γραμμές αμετάβλητο στη συνέχεια. Η σταδιακή μετακύλιση του εισοδηματικού οφέλους που συνδέεται με τις τιμές του πετρελαίου αναμένεται να εξακολουθήσει να στηρίζει κάπως το ποσοστό αποταμίευσης το 2016, προτού εξαιρεθεί το 2017. Στη συνέχεια, το ποσοστό αποταμίευσης αναμένεται, βάσει των προβολών, να παραμείνει στάσιμο στο υπόλοιπο διάστημα του χρονικού ορίζοντα προβολής, αντανακλώντας αντίρροπους παράγοντες. Γενικά, η υποχώρηση της ανεργίας, η βελτίωση των συνθηκών χορήγησης πιστώσεων και τα χαμηλά επιτόκια υποδηλώνουν μείωση του ποσοστού αποταμίευσης. Ωστόσο, σε ορισμένες χώρες οι ανάγκες για απομόχλευση του χρέους αναμένεται ότι θα

² Η υπόθεση που αφορά τις ονομαστικές αποδόσεις των 10ετών ομολόγων του Δημοσίου στη ζώνη του ευρώ βασίζεται στον σταθμισμένο μέσο όρο των αποδόσεων των 10ετών ομολόγων αναφοράς των χωρών, σταθμισμένο ως προς το ετήσιο ΑΕΠ και με επέκταση της σειράς με βάση την προβλεπόμενη εξέλιξη που προκύπτει από την εκτιμώμενη από την ΕΚΤ καμπύλη αποδόσεων κατά την έκδοση όλων των 10ετών ομολόγων χωρών της ζώνης του ευρώ, ενώ η αρχική διαφορά μεταξύ των δύο σειρών διατηρείται σταθερή στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Οι διαφορές αποδόσεων μεταξύ ομολόγων του Δημοσίου επιμέρους χωρών και του αντίστοιχου μέσου όρου της ζώνης του ευρώ θεωρούνται, βάσει των υποθέσεων, σταθερές στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

³ Οι υποθέσεις για τις τιμές του πετρελαίου και των τροφίμων βασίζονται στις τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης έως το τέλος του χρονικού ορίζοντα προβολής. Οι τιμές των λοιπών μη ενεργειακών πρώτων υλών ακολουθούν, βάσει των υποθέσεων, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης έως το β' τρίμηνο του 2017 και στη συνέχεια εξελίσσονται σύμφωνα με την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα.

αντισταθμίσουν το γεγονός αυτό και θα οδηγήσουν σε άνοδο του ποσοστού αποταμίευσης.

Οι επενδύσεις σε κατοικίες στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να ανακάμψουν συγκρατημένα. Η επιτάχυνση, βάσει των προβολών, της ανόδου του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος και τα πολύ χαμηλά επιτόκια των στεγαστικών δανείων αναμένεται ότι θα στηρίξουν τη διατηρήσιμη ανάκαμψη των επενδύσεων σε κατοικίες. Επιπλέον, φαίνεται ότι ολοκληρώθηκαν οι διαδικασίες προσαρμογής στις αγορές κατοικιών σε πολλές χώρες και οι τιμές των κατοικιών δεν αναμένεται να σημειώσουν περαιτέρω πτώση. Ωστόσο, η υψηλή ανεργία και τα υψηλά επίπεδα του χρέους των νοικοκυριών σε ορισμένες χώρες, καθώς και οι δυσμενείς δημογραφικές εξελίξεις είναι πιθανόν να αποτρέψουν την ισχυρότερη αύξηση των επενδύσεων σε κατοικίες.

Οι επιχειρηματικές επενδύσεις αναμένεται να συνεχίσουν να ανακάμπτουν. Οι κεφαλαιακές δαπάνες αναμένεται, βάσει των προβολών, να στηριχθούν από διάφορους παράγοντες, συγκεκριμένα την ιδιαίτερως διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής, η οποία ενισχύθηκε περαιτέρω από τα πρόσφατα μέτρα νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, καθώς και την αναμενόμενη, βάσει των προβολών, ενδυνάμωση της εγχώριας και εξωτερικής ζήτησης, την ανάγκη εκσυγχρονισμού του κεφαλαιακού εξοπλισμού έπειτα από αρκετά έτη υποτονικών επενδύσεων, το χαμηλό κόστος και την ευρεία διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης, τα μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής σε ορισμένες χώρες και την ενίσχυση των περιθωρίων κέρδους στον τομέα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων ο οποίος έχει ήδη υψηλά ρευστά διαθέσιμα. Επιπλέον, η έντονη ανάκαμψη στις τιμές των μετοχών που παρατηρείται τα τελευταία έτη και η συγκρατημένη αύξηση της δανειακής χρηματοδότησης έχουν οδηγήσει τον δείκτη μόχλευσης (χρέος προς σύνολο ενεργητικού) στον τομέα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων κοντά σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Ωστόσο, η ανάκαμψη των επιχειρηματικών επενδύσεων θα επηρεαστεί αρνητικά από τις δυσκαμψίες στις αγορές προϊόντων και εργασίας, τις προσδοκίες για χαμηλότερο ρυθμό αύξησης του δυναμικού προϊόντος από ό,τι στο παρελθόν και την αυξημένη γεωπολιτική αβεβαιότητα.

Οι εξαγωγές προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται βάσει των προβολών να αυξηθούν σύμφωνα με την εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ. Η εξωτερική ζήτηση αναμένεται, βάσει των προβολών, σταδιακά να επιταχυνθεί από το β' εξάμηνο του 2016 και μετά, συμβαδίζοντας με την ενίσχυση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας, αλλά αναμένεται να παραμείνει αρκετά κάτω από τους ρυθμούς αύξησης που είχαν παρατηρηθεί πριν από την κρίση (βλ. Πλαίσιο 2). Τα εξαγωγικά μερίδια στις αγορές εκτός ζώνης ευρώ αναμένεται να παραμείνουν σχετικά αμετάβλητα στον χρονικό ορίζοντα προβολής, μετά τις πρόσφατες αυξήσεις τους. Οι εισαγωγές από χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ προβλέπεται να σημειώσουν άνοδο σύμφωνα με την ιστορική ελαστικότητά τους ως προς τη συνολική ζήτηση, αν και θα εξακολουθήσουν να αυξάνονται ταχύτερα από τις εξαγωγές και να συνεπάγονται αρνητική συμβολή του εμπορικού ισοζυγίου στην ανάπτυξη το 2016 και ουδέτερη συμβολή στη

συνέχεια. Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να μειωθεί οριακά από 3,2% του ΑΕΠ το 2015 σε 2,8% το 2018.

Πλαίσιο 2

Το διεθνές περιβάλλον

Η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να ενισχυθεί σταδιακά, ωθούμενη από τις προοπτικές για ανθεκτική ανάπτυξη στις περισσότερες προηγμένες οικονομίες και από την προοδευτική άμβλυση της βαθιάς ύφεσης που παρατηρείται σε ορισμένες μεγάλες οικονομίες με αναδυόμενες αγορές. Οι ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης και η βελτίωση των συνθηκών στις αγορές εργασίας αναμένεται να στηρίξουν τις προοπτικές για τις προηγμένες οικονομίες. Η βαθμιαία επιβράδυνση της κινεζικής οικονομίας είναι πιθανόν να επηρεάσει αρνητικά την ανάπτυξη και σε άλλες οικονομίες με αναδυόμενες αγορές, ιδίως στην Ασία. Μολονότι με την πρόσφατη ανάκαμψη των τιμών των βασικών εμπορευμάτων μετριάζονται ορισμένες από τις εντονότερες πιέσεις, οι εξαγωγείς βασικών εμπορευμάτων θα συνεχίσουν την προσαρμογή τους στις χαμηλές τιμές των βασικών εμπορευμάτων. Επιπλέον, παρά την πρόσφατη ανάκαμψη στις χρηματοπιστωτικές αγορές, οι οικονομίες με αναδυόμενες αγορές αντιμετωπίζουν ένα περιβάλλον δυσμενέστερων συνθηκών εξωτερικής χρηματοδότησης, που συνδέεται εν μέρει με την εξομάλυνση της νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ. Η πολιτική αβεβαιότητα και οι γεωπολιτικές εντάσεις επηρεάζουν επίσης αρνητικά τη ζήτηση σε ορισμένες χώρες.

Το παγκόσμιο εμπόριο (εξαιρουμένης της ζώνης του ευρώ) επανήλθε σε θετικό ρυθμό μεταβολής το β' εξάμηνο του 2015, μετά τη σοβαρή εξασθένηση που παρουσίασε το α' εξάμηνο του 2015. Σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, οι παγκόσμιες εισαγωγές εξακολουθούν να επηρεάζονται από την εξασθένηση ορισμένων αναδυόμενων οικονομιών της αγοράς, ιδίως της Βραζιλίας και της Ρωσίας. Στη συνέχεια, το παγκόσμιο εμπόριο αναμένεται να ενισχυθεί σταδιακά, συμβαδίζοντας με την ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας. Η προβολή συνεχίζει να βασίζεται στην υπόθεση ότι η μεσοπρόθεσμη ελαστικότητα του εμπορίου ως προς την παγκόσμια ανάπτυξη είναι περίπου 1, δηλ. κατά πολύ χαμηλότερη σε σχέση με τα επίπεδα που επικρατούσαν πριν από την κρίση. Συνολικά, η εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αναμένεται να αυξηθεί από 0,6% το 2015 σε 2,0% το 2016, 3,5% το 2017 και 4,0% το 2018.

Συγκριτικά με τις προβολές που δημοσιεύθηκαν τον Μάρτιο του 2016, η παγκόσμια δραστηριότητα και η εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω.

Το διεθνές περιβάλλον

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	Ιούνιος 2016				Μάρτιος 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Παγκόσμιο πραγματικό ΑΕΠ (εκτός ζώνης ευρώ)	3,1	3,1	3,7	3,8	3,1	3,2	3,8	3,9
Παγκόσμιο εμπόριο (εκτός ζώνης ευρώ) ¹⁾	0,7	1,8	3,5	4,0	0,7	2,2	3,8	4,1
Εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών ζώνης ευρώ ²⁾	0,6	2,0	3,5	4,0	0,4	2,2	3,8	4,1

1) Υπολογίζεται ως σταθμισμένος μέσος όρος των εισαγωγών.

2) Υπολογίζεται ως σταθμισμένος μέσος όρος των εισαγωγών των εμπορικών εταιρών της ζώνης του ευρώ.

Συνολικά, το πραγματικό ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί κατά 1,6% το 2016 και 1,7% το 2017 και το 2018.

Το αρνητικό παραγωγικό κενό αναμένεται να μειωθεί σταθερά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αντανακλώντας συγκρατημένο ρυθμό αύξησης του δυνητικού προϊόντος. Ο ρυθμός αύξησης του δυνητικού προϊόντος εκτιμάται ότι θα κινηθεί ανοδικά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, παραμένοντας όμως σαφώς κάτω από τα επίπεδα που επικρατούσαν πριν από την κρίση (σε 1,7% περίπου). Ο υποτονικός ρυθμός αύξησης του δυνητικού προϊόντος αντανακλά κατά κύριο λόγο μια αρκετά χαμηλή συμβολή του κεφαλαίου έπειτα από μια παρατεταμένη περίοδο συγκρατημένης ανόδου των επενδύσεων. Η συμβολή της εργασίας αναμένεται, βάσει των προβολών, να βελτιωθεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα, αντανακλώντας έναν αυξανόμενο πληθυσμό σε ηλικία εργασίας σε ένα περιβάλλον ολοένα μεγαλύτερης συμμετοχής στην αγορά εργασίας, εν μέρει λόγω ορισμένων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, και αντανακλώντας επίσης τη συνεχιζόμενη εισροή μεταναστών.

Οι συνθήκες στην αγορά εργασίας της ζώνης του ευρώ αναμένεται ότι θα συνεχίσουν να βελτιώνονται στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, κάπως ταχύτερα από ό,τι αναμενόταν προηγουμένως. Η απασχόληση, σύμφωνα με τις προβολές, θα συνεχίσει να αυξάνεται στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Το εργατικό δυναμικό εκτιμάται ότι θα επεκταθεί έντονα το 2016 και το 2017, αντανακλώντας εν μέρει την εισροή προσφύγων και την επανένταξη στην αγορά εργασίας αποθαρρυσμένων εργαζομένων. Το ποσοστό της ανεργίας αναμένεται να υποχωρήσει αλλά να παραμείνει σε ιστορικά αυξημένο επίπεδο. Οι εξελίξεις της απασχόλησης συνεπάγονται επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας από 0,6% το 2015 σε 0,9% το 2018, με βάση τη συνήθη τάση του να συμβαδίζει με τον οικονομικό κύκλο.

Σε σύγκριση με τις προβολές του Μαρτίου 2016, οι προοπτικές για την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ το 2016 έχουν αναθεωρηθεί προς τα πάνω.

Η αναθεώρηση προς τα πάνω το 2016 αντανακλά εν μέρει την πιο θετική μεταφερόμενη επίδραση που οφείλεται στις αναθεωρήσεις ιστορικών δεδομένων καθώς και την εντονότερη της αναμενόμενης ανάπτυξης το α' τρίμηνο του έτους και τον περιορισμό της αβεβαιότητας που οφείλεται στη μείωση της μεταβλητότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Πέραν του βραχυπρόθεσμου ορίζοντα, οι προοπτικές για την ανάπτυξη παραμένουν σε γενικές γραμμές αμετάβλητες, καθώς οι καθοδικές επιδράσεις λόγω των υψηλότερων τιμών του πετρελαίου και της υποτονικότερης εξωτερικής ζήτησης αντισταθμίζονται σε μεγάλο βαθμό από την ευνοϊκή επίδραση των μέτρων νομισματικής πολιτικής του Μαρτίου 2016.

Η πρόσφατη εξέλιξη του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) έχει διαμορφωθεί από τις χαμηλές τιμές της ενέργειας και τις συγκρατημένες τάσεις του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) εκτός της ενέργειας και των ειδών

διατροφής. Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) ήταν -0,1% τον Μάιο του 2016, αντανακλώντας ρυθμό -8,1% για τη συνιστώσα της ενέργειας και 0,8% για τον ΕνΔΤΚ εκτός των ειδών διατροφής και της ενέργειας.

Στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, οι εξωτερικές πιέσεις στις τιμές αναμένεται να αυξηθούν, συνεισφέροντας σημαντικά στην άνοδο του μετρούμενου πληθωρισμού. Οι ανοδικές επιδράσεις της βάσης σύγκρισης που συνδέονται με τις τιμές του πετρελαίου όσον αφορά τον πληθωρισμό της ενέργειας (βάσει του ΕνΔΤΚ) και οι εκτιμώμενες περαιτέρω αυξήσεις που ενσωματώνονται στις τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου αναμένεται να είναι οι παράγοντες στους οποίους θα οφείλεται σε σημαντικό βαθμό η επιτάχυνση του μετρούμενου πληθωρισμού από το 2016 έως το 2017. Ανοδικές πιέσεις στον μετρούμενο πληθωρισμό αναμένεται επίσης να συνεχίσουν να μεταδίδονται από τη σημαντική προηγούμενη υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ από τα μέσα του 2014. Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) εκτός της ενέργειας και των ειδών διατροφής αναμένεται να αυξηθεί σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής καθώς βελτιώνονται οι συνθήκες στην αγορά εργασίας και ενισχύεται η οικονομική ανάκαμψη, υπό την επίδραση των μέτρων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ.

Ο ρυθμός αύξησης των μισθών είναι μέτριος αλλά αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να ενισχυθεί κατά τι με τη σταδιακά αυξανόμενη στενότητα στην αγορά εργασίας. Ο ρυθμός αύξησης των μισθών περιορίζεται από την αυξημένη ανεργία, την χαμηλή άνοδο της παραγωγικότητας, τις διαδικασίες προσαρμογής σε διάφορες χώρες με σκοπό την ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας, και τη μεγαλύτερη ευελιξία των μισθών έπειτα από τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας που υλοποιήθηκαν στη διάρκεια της κρίσης. Από την άποψη αυτή, οι επιδράσεις που συνδέονται με τις μεταβολές της σύνθεσης της αγοράς αναμένεται να συνεχίσουν να περιορίζουν τον συνολικό ρυθμό αύξησης των μισθών, καθώς φαίνεται να δημιουργούνται νέες θέσεις εργασίας ιδίως σε τομείς με σχετικά χαμηλή παραγωγικότητα εργασίας και, συνεπώς, χαμηλότερα επίπεδα μισθών. Συνολικά, ο ρυθμός αύξησης της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό αναμένεται να επιταχυνθεί σταδιακά από 1,3% κατά μέσο όρο το 2016 σε 1,8% το 2017 και 2,2% το 2018.

Τα περιθώρια κέρδους αναμένεται να ωφεληθούν από την εξελισσόμενη οικονομική ανάκαμψη. Οι εκτιμώμενες περαιτέρω βελτιώσεις της ζήτησης αναμένεται να ενισχύσουν την τιμολογιακή δύναμη των επιχειρήσεων και, συνεπώς, τα περιθώρια κέρδους. Τα περιθώρια κέρδους πρόσφατα ωφελήθηκαν από τα έκτακτα οφέλη που απορρέουν από τις χαμηλότερες τιμές του πετρελαίου, αλλά αυτή η επίδραση αναμένεται να αποδυναμωθεί βραχυπρόθεσμα ακολουθώντας τις πρόσφατες και εκτιμώμενες περαιτέρω αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου, όπως υποδηλώνει η καμπύλη των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί των τιμών του πετρελαίου. Η προβλεπόμενη επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής εκτιμάται, επιπλέον, ότι θα ασκήσει περιοριστική επίδραση στα περιθώρια κέρδους, ιδίως το 2018.

Συγκριτικά με τις προβολές του Μαρτίου 2016, οι προοπτικές για τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) έχουν αναθεωρηθεί ελαφρώς προς τα πάνω για το 2016 και έχουν παραμείνει σε γενικές γραμμές αμετάβλητες για το 2017 και το 2018. Οι προς τα πάνω αναθεωρήσεις του πληθωρισμού της ενέργειας (βάσει του ΕνΔΤΚ) που σχετίζονται με μεταβολές στις υποθέσεις για τις τιμές του πετρελαίου έχουν ελαφρώς αντισταθμίσει τις προς τα κάτω αναθεωρήσεις των συνιστωσών του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) εκτός της ενέργειας για το 2016. Για το 2017 και το 2018 οι προς τα πάνω αναθεωρήσεις της συνιστώσας της ενέργειας και της συνιστώσας των ειδών διατροφής έχουν σε γενικές γραμμές αντισταθμιστεί από τις προς τα κάτω αναθεωρήσεις του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) εκτός των ειδών διατροφής και της ενέργειας.

4 Δημοσιονομικές προοπτικές

Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής αναμένεται ότι θα έχει μικρή θετική συμβολή στη ζήτηση το 2016 και ότι θα γίνει σε γενικές γραμμές ουδέτερη το 2017 και το 2018. Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής μετρείται ως η μεταβολή του κυκλικά προσαρμοσμένου πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος χωρίς την κρατική στήριξη προς τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Η επεκτατική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής το 2016 απορρέει κυρίως από περικοπές των άμεσων φόρων και των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης σε αρκετές χώρες, καθώς και από τις υψηλότερες δαπάνες που σχετίζονται με την εισροή προσφύγων.

Στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, τόσο το δημοσιονομικό έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης όσο και ο λόγος του χρέους αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να ακολουθήσουν καθοδική πορεία. Η μείωση του ελλείμματος το 2016 απορρέει από τη μείωση των δαπανών για τόκους και τη βελτίωση της κυκλικής συνιστώσας, που αντισταθμίζονται εν μέρει από τη χαλάρωση της κατεύθυνσης της δημοσιονομικής πολιτικής. Κατά την περίοδο 2017-2018, επιπρόσθετα προς την ευνοϊκή επίδραση των χαμηλότερων δαπανών για τόκους είναι πιθανόν να υπάρξει βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος που οφείλεται κυρίως στις ευνοϊκές κυκλικές εξελίξεις. Κατά την περίοδο 2016-2018, η σταδιακή μείωση του δημόσιου χρέους αναμένεται να στηριχθεί κυρίως από την ευνοϊκή διαφορά ρυθμού ανάπτυξης-επιτοκίου υπό το φως της αναμενόμενης, βάσει των προβολών, οικονομικής ανάκαμψης και της υπόθεσης για χαμηλά επιτόκια. Μικρά πρωτογενή πλεονάσματα είναι επίσης πιθανόν να ασκήσουν θετική επίδραση στην τροχιά του χρέους.

Συγκριτικά με τις προβολές που δημοσιεύθηκαν τον Μάρτιο, οι δημοσιονομικές προοπτικές είναι ευνοϊκότερες. Το δημοσιονομικό αποτέλεσμα έχει αναθεωρηθεί προς τα άνω σε όλη τη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής λόγω της υπόθεσης για λιγότερο δυναμική αύξηση της δημόσιας κατανάλωσης, συμπεριλαμβανομένων των αμοιβών των δημοσίων υπαλλήλων, στο πλαίσιο γενικά αμετάβλητου ρυθμού αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ την περίοδο 2017-2018. Ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ αναμένεται επίσης να είναι χαμηλότερος στη

διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αντανακλώντας υψηλότερα πρωτογενή πλεονάσματα και, ιδίως το 2016, μια ευνοϊκότερη διαφορά ρυθμού ανάπτυξης-επιτοκίου, η οποία απορρέει από την προς τα άνω αναθεώρηση του ρυθμού αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ.

Πίνακας 1

Μακροοικονομικές προβολές για τη ζώνη του ευρώ¹⁾

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	Ιούλιος 2016				Μάρτιος 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Πραγματικό ΑΕΠ ¹⁾	1,6	1,6	1,7	1,7	1,5	1,4	1,7	1,8
		[1,3 - 1,9] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,5 - 2,9] ²⁾		[1,0 - 1,8] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,6 - 3,0] ²⁾
Ιδιωτική κατανάλωση	1,7	1,9	1,7	1,5	1,6	1,9	1,8	1,6
Δημόσια κατανάλωση	1,3	1,5	0,8	0,9	1,4	1,5	1,1	1,2
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	2,7	3,2	3,4	3,3	2,5	2,7	3,6	3,3
Εξαγωγές ³⁾	5,2	3,2	4,2	4,4	4,8	3,0	4,3	4,6
Εισαγωγές ³⁾	6,0	4,7	4,7	4,8	5,4	4,6	5,3	5,1
Απασχόληση	1,0	1,1	0,9	0,9	1,1	0,9	0,8	0,9
Ποσοστό ανεργίας (ως ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)	10,9	10,2	9,9	9,5	10,9	10,4	10,2	9,9
ΕνΔΤΚ	0,0	0,2	1,3	1,6	0,0	0,1	1,3	1,6
		[0,1 - 0,3] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,7 - 2,5] ²⁾		[-0,2 - 0,4] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,8 - 2,4] ²⁾
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια	0,9	0,9	1,2	1,6	0,9	1,1	1,3	1,5
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής	0,8	1,0	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια, τα είδη διατροφής και τις μεταβολές των έμμεσων φόρων ⁴⁾	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος	0,8	0,8	1,0	1,3	0,9	1,1	0,9	1,2
Μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό	1,3	1,3	1,8	2,2	1,3	1,5	1,9	2,1
Παραγωγικότητα της εργασίας	0,6	0,5	0,8	0,9	0,4	0,4	0,9	0,9
Δημοσιονομικό αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0
Διαρθρωτικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα (ως ποσοστό % του ΑΕΠ) ⁵⁾	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1
Ακαθάριστο χρέος γενικής κυβέρνησης (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	90,7	90,0	89,0	87,4	91,1	90,8	90,0	89,2
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	3,2	2,9	2,8	2,8	3,0	3,0	2,6	2,5

1) Στοιχεία που έχουν διορθωθεί ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών.

2) Τα διαστήματα που παρουσιάζονται γύρω από τις προβολές βασίζονται στις διαφορές μεταξύ των πραγματοποιήσεων και των προηγούμενων προβολών που είχαν καταρτιστεί επί σειρά ετών. Το εύρος κάθε διαστήματος είναι διπλάσιο από τον μέσο όρο της διαφοράς, σε απόλυτες τιμές. Η μέθοδος που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό των διαστημάτων, βάσει της οποίας γίνεται και η διόρθωση για έκτακτα γεγονότα, περιγράφεται στο κείμενο με τίτλο *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, ΕΚΤ, Δεκέμβριος 2009, το οποίο διατίθεται στον δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

3) Συμπεριλαμβάνεται το εμπόριο μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ.

4) Ο υποδείκτης βασίζεται σε εκτιμήσεις των επιδράσεων της έμμεσης φορολογίας. Αυτός ενδέχεται να διαφέρει από τα στοιχεία της Eurostat, τα οποία υποθέτουν πλήρη και άμεση μετακίνηση των μεταβολών της φορολογίας στον ΕνΔΤΚ.

5) Υπολογίζεται ως το δημοσιονομικό αποτέλεσμα χωρίς τις πρόσκαιρες επιδράσεις του οικονομικού κύκλου και τα μέτρα προσωρινού χαρακτήρα που λαμβάνουν οι κυβερνήσεις (όσον αφορά την προσέγγιση του ΕΣΚΤ, βλ. *Working Paper Series*, αρ. 77, ΕΚΤ, Σεπτέμβριος 2001 και *Working Paper Series*, αρ. 579, ΕΚΤ, Ιανουάριος 2007). Η προβολή για το διαρθρωτικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα δεν προκύπτει από ένα συγκεντρωτικό δείκτη του παραγωγικού κενού. Σύμφωνα με τη μεθοδολογία του ΕΣΚΤ, οι κυκλικές συνιστώσες υπολογίζονται χωριστά για τις διάφορες κατηγορίες εσόδων και δαπανών. Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλ. το πλαίσιο με τίτλο «Η κυκλική διόρθωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος» που δημοσιεύθηκε στο Μηνιαίο Δελτίο της ΕΚΤ του Μαρτίου 2012 και το πλαίσιο με τίτλο «Το διαρθρωτικό αποτέλεσμα ως δείκτης της υποκείμενης δημοσιονομικής θέσης» που δημοσιεύθηκε στο Μηνιαίο Δελτίο της ΕΚΤ του Σεπτεμβρίου 2014.

Πλαίσιο 3

Ανάλυση ευαισθησίας

Οι προβολές βασίζονται σε μεγάλο βαθμό σε υποθέσεις τεχνικού χαρακτήρα που αφορούν την εξέλιξη ορισμένων βασικών μεταβλητών. Δεδομένου ότι κάποιες από τις μεταβλητές αυτές μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά τις προβολές για τη ζώνη του ευρώ, η εξέταση της ευαισθησίας των προβολών σε εναλλακτικές υποθέσεις αποτελεί χρήσιμο στοιχείο για την ανάλυση των κινδύνων που περιβάλλουν τις προβολές. Το παρόν πλαίσιο αναλύει την αβεβαιότητα που περιβάλλει ορισμένες από τις βασικές υποκείμενες υποθέσεις, καθώς και την ευαισθησία των προβολών σε αυτές τις μεταβλητές.

1) Εναλλακτική πορεία των τιμών του πετρελαίου

Εναλλακτικά υποδείγματα τιμών του πετρελαίου υποδηλώνουν κίνδυνο ανόδου των τιμών του πετρελαίου με κάπως ταχύτερο ρυθμό στον χρονικό ορίζοντα προβολής σε σύγκριση με τον ρυθμό που προκύπτει από τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης. Σύμφωνα με τις τεχνικές υποθέσεις του βασικού σεναρίου των προβολών για τις εξελίξεις στις τιμές του πετρελαίου, με βάση τις αγορές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, προβλέπεται ανοδική πορεία των τιμών του πετρελαίου, με την τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent να φθάνει τα 52 δολάρια ΗΠΑ ανά βαρέλι στο τέλος του 2018. Η πορεία αυτή είναι συμβατή με τη συγκρατημένη ανάκαμψη της παγκόσμιας ζήτησης πετρελαίου, σενάριο που πιθανώς συνδέεται με τη σταθεροποίηση της παγκόσμιας οικονομικής ανάκαμψης, καθώς και με τη μικρή μείωση της προσφοράς πετρελαίου. Ένας συνδυασμός εναλλακτικών υποδειγμάτων που χρησιμοποίησαν οι εμπειρογνώμονες του Ευρωσυστήματος⁴ για να εκτιμήσουν τις τιμές του πετρελαίου στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής υποδηλώνει επί του παρόντος υψηλότερες τιμές του πετρελαίου το 2017 και το 2018 σε σχέση με τις τεχνικές υποθέσεις. Αυτή η εξέλιξη θα μπορούσε να υλοποιηθεί λόγω μιας ισχυρότερης ανάκαμψης της παγκόσμιας ζήτησης πετρελαίου οφειλόμενης στην ισχυρότερη από την αναμενόμενη επιτάχυνση της παγκόσμιας δραστηριότητας ή/και λόγω μιας ισχυρότερης μείωσης της προσφοράς πετρελαίου οφειλόμενης στις χαμηλότερες επενδύσεις στον τομέα του πετρελαίου και συνεπώς στη μείωση του πετρελαιοπαραγωγικού δυναμικού σε ορισμένες πετρελαιοπαραγωγικές χώρες. Η υλοποίηση αυτής της εναλλακτικής πορείας, σύμφωνα με την οποία οι τιμές του πετρελαίου θα ήταν κατά 10% υψηλότερες από ό,τι υποθέτει το βασικό σενάριο μέχρι το 2018, θα επιβράδυνε οριακά τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ ενώ θα επέφερε ελαφρώς ταχύτερη αύξηση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) (κατά περίπου 0,1 της ποσοστιαίας μονάδας το 2017 και 0,2 της ποσοστιαίας μονάδας το 2018).

2) Εναλλακτική πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας

Η παρούσα ανάλυση ευαισθησίας διερευνά την επίδραση της χαμηλότερης πορείας της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ σε σχέση με το βασικό σενάριο. Οι κίνδυνοι υποτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ απορρέουν κυρίως από την αποκλίνουσα κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής στις δύο πλευρές του Ατλαντικού. Πιο συγκεκριμένα, μια περαιτέρω

⁴ 1 Βλ. τον συνδυασμό τεσσάρων υποδειγμάτων που παρουσιάζεται στο άρθρο με τίτλο «Forecasting the price of oil», Economic Bulletin, Τεύχος 4, ΕΚΤ, 2015.

διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ καθώς και η νωρίτερη από την αναμενόμενη αύξηση του επιτοκίου-στόχου για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια στις Ηνωμένες Πολιτείες θα μπορούσαν να ασκήσουν περαιτέρω καθοδικές πιέσεις στο ευρώ. Η εναλλακτική πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ βασίζεται στο 25ο εκατοστημόριο της κατανομής που παρέχουν οι πυκνότητες πιθανότητας μηδενικού κινδύνου όπως υπολογίζονται με βάση δικαιώματα προαίρεσης επί της συναλλαγματικής ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου ΗΠΑ στις 10 Μαΐου 2016. Η πορεία αυτή συνεπάγεται σταδιακή υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ σε 1,04 δολάρια ΗΠΑ ανά ευρώ το 2018, δηλαδή 8,8% χαμηλότερα από την υπόθεση του βασικού σεναρίου για αυτό το έτος. Οι αντίστοιχες υποθέσεις για την ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ αντανάκλουν τις ιστορικές κανονικότητες, σύμφωνα με τις οποίες οι μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου ΗΠΑ αντιστοιχούν σε μεταβολές της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ με ελαστικότητα 50% περίπου. Αυτή η υπόθεση έχει ως αποτέλεσμα μια σταδιακή απόκλιση προς τα κάτω της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ από την προβολή του βασικού σεναρίου και τη διαμόρφωσή της σε επίπεδο 4,6% κάτω από ό,τι εκτιμάται υπό το βασικό σενάριο το 2018. Σε αυτό το σενάριο, ο μέσος όρος των αποτελεσμάτων διαφόρων μακροοικονομικών υποδειγμάτων των εμπειρογνομόνων υποδεικνύει υψηλότερο ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ (κατά 0,1-0,2 της ποσοστιαίας μονάδας) και υψηλότερο πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) (κατά 0,1-0,3 της ποσοστιαίας μονάδας) το 2016, το 2017 και το 2018.

Πλαίσιο 4

Προβλέψεις άλλων οργανισμών

Διάφορες προβλέψεις για τη ζώνη του ευρώ διατίθενται τόσο από διεθνείς οργανισμούς όσο και από ιδρύματα του ιδιωτικού τομέα. Ωστόσο, αυτές οι προβλέψεις δεν είναι απόλυτα συγκρίσιμες μεταξύ τους ή με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, καθώς έχουν ολοκληρωθεί σε διαφορετικές χρονικές στιγμές. Επιπλέον, χρησιμοποιούν διαφορετικές (εν μέρει αδιευκρίνιστες) μεθόδους για την εξαγωγή υποθέσεων σχετικά με τις δημοσιονομικές, χρηματοοικονομικές και εξωτερικές μεταβλητές, συμπεριλαμβανομένων των τιμών του πετρελαίου και άλλων βασικών εμπορευμάτων. Τέλος, υπάρχουν διαφορές στις μεθόδους διόρθωσης ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών μεταξύ των διαφόρων προβλέψεων (βλ. τον πίνακα). Όπως φαίνεται στον πίνακα, οι περισσότερες από τις προβλέψεις που είναι επί του παρόντος διαθέσιμες από άλλους οργανισμούς υποδεικνύουν παρόμοιο ή ελαφρώς χαμηλότερο ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, ενώ για τον πληθωρισμό υποδεικνύουν παρόμοιες ή ελαφρώς υψηλότερες προοπτικές. Οι προβολές για τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ και για τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) δεν διαφέρουν κατά πολύ από τις προβλέψεις σημείου των προβολών των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος του Ιουνίου και βρίσκονται εντός των διαστημάτων που περιβάλλουν τις προβολές αυτές (που παρουσιάζονται στον πίνακα μέσα σε αγκύλες).

Σύγκριση προβλέψεων για τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ και τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) στη ζώνη του ευρώ

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	Ημερομηνία δημοσίευσης	Ρυθμός αύξησης ΑΕΠ			Πληθωρισμός (ΕνΔΤΚ)		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Προβολές εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος	Ιούνιος 2016	1,6 [1,3-1,9]	1,7 [0,7-2,7]	1,7 [0,5-2,9]	0,2 [0,1-0,3]	1,3 [0,6-2,0]	1,6 [0,7-2,5]
Ευρωπαϊκή Επιτροπή	Μάιος 2016	1,6	1,8	-	0,2	1,4	-
ΟΟΣΑ	Ιούνιος 2016	1,6	1,7	-	0,2	1,2	-
Βαρόμετρο της ζώνης του ευρώ	Μάιος 2016	1,6	1,7	1,6	0,3	1,4	1,7
Προβλέψεις της Consensus Economics	Μάιος 2016	1,6	1,6	1,6	0,2	1,3	1,6
Έρευνα μεταξύ των Επαγγελματικών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων	Απρίλιος 2016	1,5	1,6	1,7	0,3	1,3	1,6
ΔΝΤ	Απρίλιος 2016	1,5	1,6	1,6	0,4	1,1	1,3

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, European Economic Forecast, άνοιξη 2016· ΔΝΤ, World Economic Outlook, Απρίλιος 2016· ΟΟΣΑ, Economic Outlook, Ιούνιος 2016· Προβλέψεις της Consensus Economics· MJEconomics· Έρευνα της ΕΚΤ μεταξύ των Επαγγελματικών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων.
Σημείωση: Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος και της ΕΚΤ και οι προβλέψεις του ΟΟΣΑ αναφέρουν ετήσιους ρυθμούς αύξησης διορθωμένους ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών, ενώ η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το ΔΝΤ αναφέρουν ετήσιους ρυθμούς αύξησης που δεν έχουν διορθωθεί ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών ανά έτος. Άλλες προβλέψεις δεν διευκρινίζουν αν τα στοιχεία που αναφέρουν έχουν διορθωθεί ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών ή όχι.

© Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2016

Ταχυδρομική διεύθυνση: 60640 Frankfurt am Main, Germany
Τηλέφωνο: +49 69 1344 0
Δικτυακός τόπος: www.ecb.europa.eu

Με την επιφύλαξη παντός δικαιώματος. Επιτρέπεται η αναπαραγωγή για εκπαιδευτικούς και μη εμπορικούς σκοπούς, εφόσον αναφέρεται η πηγή.