



ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΡΟΒΟΛΕΣ ΕΜΠΕΙΡΟΓΝΩΜΟΝΩΝ ΤΗΣ ΕΚΤ ΓΙΑ ΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΤΟΥ ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ 2015¹

1. ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΓΙΑ ΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ: ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΑΙ ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

Η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να συνεχιστεί, αν και με κάπως βραδύτερο ρυθμό από ό,τι αναμενόταν πρωτότερα και αυτό αντανακλάται σε κάποιες αναθεωρήσεις προς τα κάτω των προοπτικών για την ανάπτυξη. Η ανάκαμψη θα στηριχθεί από την ευνοϊκή εγχώρια δυναμική, ενώ το εξωτερικό περιβάλλον είναι πλέον λιγότερο ευνοϊκό. Ο πληθωρισμός αναμένεται ότι θα παραμείνει πολύ χαμηλός το 2015 και, σύμφωνα με τις προβολές, θα αυξηθεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, φθάνοντας στο 1,7% το 2017. Η άνοδος των ετήσιων ρυθμών πληθωρισμού αναμένεται επί του παρόντος να υλοποιηθεί με κάπως βραδύτερο ρυθμό από ό,τι αναμενόταν τον Ιούνιο. Συνεπώς, και η προβολή για τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) περιλαμβάνει αναθεωρήσεις προς τα κάτω, σε μεγάλο βαθμό λόγω των χαμηλότερων τιμών του πετρελαίου.

Οι προβολές βασίζονται σε υποθέσεις για τις τιμές του πετρελαίου και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες με τελευταία ημερομηνία για τη συμπερίληψη των σχετικών στοιχείων την 12η Αυγούστου 2015. Οι εξελίξεις στις τιμές του πετρελαίου και στη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ από την παραπάνω ημερομηνία και μετά υποδεικνύουν καθοδικούς κινδύνους όσον αφορά τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων για το πραγματικό ΑΕΠ και τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ).

Η οικονομική ανάκαμψη αναμένεται να συνεχιστεί, αν και με κάπως βραδύτερο ρυθμό από ό,τι αναμενόταν πρωτότερα. Η εγχώρια δυναμική αναμένεται να ενισχυθεί σταδιακά, στηριζόμενη από τη νομισματική πολιτική της ΕΚΤ, συμπεριλαμβανομένων των μη συμβατικών μέτρων. Σε παγκόσμιο επίπεδο, οι προοπτικές είναι πλέον λιγότερο ευνοϊκές, αντανακλώντας τις δυσμενείς εξελίξεις σε ορισμένες οικονομίες με αναδυόμενες αγορές. Ωστόσο, συνολικά, η παγκόσμια ανάπτυξη εξακολουθεί να αναμένεται ότι θα ενισχυθεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, με κύριο προωθητικό παράγοντα τις ευνοϊκές εξελίξεις στη δραστηριότητα στις προηγμένες οικονομίες.

Η συμβολή των εξωτερικών παραγόντων στη δραστηριότητα της ζώνης του ευρώ αναμένεται ότι θα είναι μικρότερη από ό,τι υποδείκνυαν οι προβολές του Ιουνίου 2015. Αν και η αναμενόμενη ανάπτυξη στις προηγμένες οικονομίες παραμένει σε γενικές γραμμές αμετάβλητη σε σύγκριση με τις προβολές του Ιουνίου 2015, οι προοπτικές για τη δραστηριότητα και τις εισαγωγές σε μεγάλες οικονομίες με αναδυόμενες αγορές έχουν αναθεωρηθεί σημαντικά προς τα κάτω. Κατά συνέπεια, σύμφωνα με τις προβολές, η εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αναμένεται ότι θα ανακάμψει με αισθητά βραδύτερο ρυθμό από ό,τι υποδείκνυαν οι προβολές του Ιουνίου 2015. Ωστόσο, η προηγηθείσα υποτίμηση του ευρώ εξακολουθεί να αναμένεται ότι θα ασκήσει ευνοϊκή επίδραση στον ρυθμό αύξησης των εξαγωγών της ζώνης του ευρώ.

¹ Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ 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 12η Αυγούστου 2015 (βλ. Πλαίσιο 2). Η τελευταία ημερομηνία για τη συμπερίληψη άλλων στοιχείων στις παρούσες προβολές ήταν η 21^η Αυγούστου 2015.

Οι τρέχουσες μακροοικονομικές προβολές καλύπτουν την περίοδο 2015-2017. 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.

Η ευνοϊκή επίδραση των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ συνεχίζει να μεταδίδεται στην οικονομία. Τα επιτόκια τραπεζικών χορηγήσεων μειώθηκαν περαιτέρω το β' τρίμηνο του τρέχοντος έτους και αναμένεται ότι θα παραμείνουν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Η συνολική ζήτηση και, κυρίως, οι επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου και οι εξαγωγές αναμένεται να ωφεληθούν από την ιδιαίτερα διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής.

Η διαδικασία προσαρμογής της οικονομίας, μετά την κρίση, συνεχίζεται και στηρίζει την ανάπτυξη. Έπειτα από πολλά έτη δημοσιονομικής εξυγίανσης έως το 2013, η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής, η οποία μετρείται ως η μεταβολή του κυκλικά προσαρμοσμένου πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος χωρίς την κρατική στήριξη προς τον χρηματοπιστωτικό τομέα, αναμένεται να είναι ελαφρώς επεκτατική στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Οι συνθήκες της προσφοράς πιστώσεων βελτιώθηκαν περαιτέρω, όπως δείχνουν τα αποτελέσματα της τελευταίας έρευνας για τις τραπεζικές χορηγήσεις στη ζώνη του ευρώ, τα οποία καταδεικνύουν καθαρή χαλάρωση των πιστοδοτικών κριτηρίων και των συνθηκών δανεισμού. Η μόχλευση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (που μετρείται ως ο λόγος των δανειακών προς τα ίδια κεφάλαια) συνέχισε να υποχωρεί μέχρι τις αρχές του 2015 και επανήλθε στα επίπεδα που επικρατούσαν πριν από την κρίση. Περαιτέρω πρόοδος καταγράφηκε ως προς τη μείωση του χρέους των νοικοκυριών και η καθαρή περιουσιακή αξία των νοικοκυριών συνέχισε να αυξάνεται τα τελευταία τρίμηνα. Ταυτόχρονα, οι τιμές των κατοικιών φαίνεται ότι διαμορφώθηκαν στα κατώτατα επίπεδά τους και έχουν αρχίσει να αυξάνονται πάλι κατά μέσο όρο στη ζώνη του ευρώ και στις περισσότερες χώρες της. Τέλος, αναστροφή σημειώθηκε στις εξελίξεις στην αγορά εργασίας, γεγονός που στηρίζει ολόένα περισσότερο την αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης.

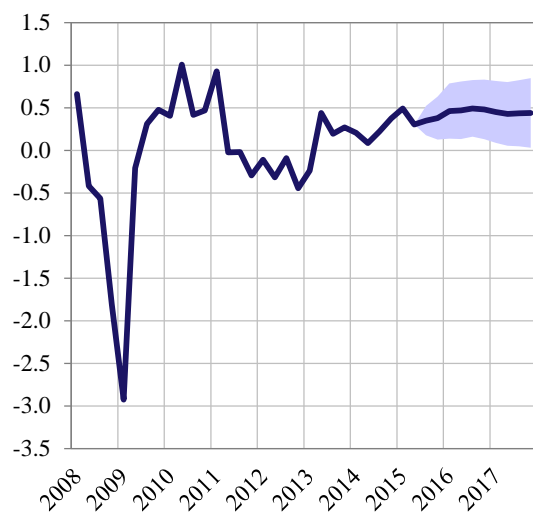
Ωστόσο, αρκετοί παράγοντες συνεχίζουν να επηρεάζουν αρνητικά τις προοπτικές για την ανάπτυξη. Το χρέος του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα εξακολουθεί να βρίσκεται σε πολύ υψηλά επίπεδα σε ορισμένες χώρες. Η διαρθρωτική ανεργία επίσης παραμένει υψηλή, ιδίως σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ που αντιμετωπίζουν δυσχέρειες. Οι ανησυχίες για τον μακροπρόθεσμο δυναμικό ρυθμό ανάπτυξης και η βραδεία πρόοδος όσον αφορά την υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων θα συνεχίσουν να επιδρούν ανασταλτικά στις επενδυτικές δαπάνες. Τέλος, τα πρόσφατα γεγονότα στην Ελλάδα συνεπάγονται σημαντική αναθεώρηση προς τα κάτω των προοπτικών για τη συγκεκριμένη χώρα.

Διάγραμμα 1 Μακροοικονομικές προβολές¹⁾

(τριμηνιαία στοιχεία)

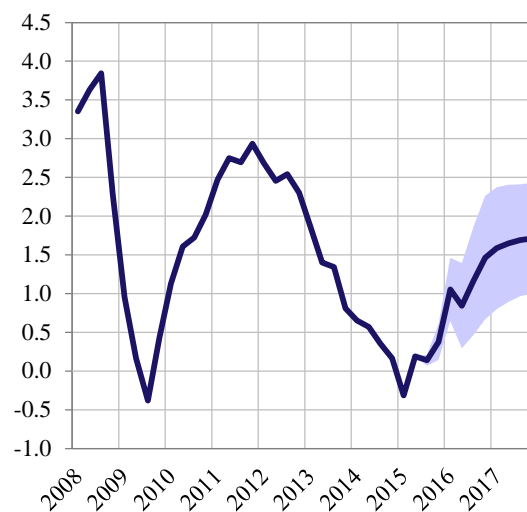
Πραγματικό ΑΕΠ ζώνης ευρώ²⁾

(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.

Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) σταθεροποιήθηκε σε γενικές γραμμές σε χαμηλούς θετικούς ρυθμούς τους τελευταίους μήνες. Ο μετρούμενος πληθωρισμός κυμάνθηκε γύρω στο 0,2% μέχρι τον Αύγουστο του 2015, ανακάμπτοντας από την κατώτατη τιμή του -0,6% τον Ιανουάριο του 2015. Το γεγονός ότι ο μετρούμενος πληθωρισμός παρέμεινε συνολικά αμετάβλητος τους τελευταίους μήνες υποκρύπτει αντίρροπες εξελίξεις στις διάφορες συνιστώσες του. Η υποχώρηση των ρυθμών πληθωρισμού για την ενέργεια και τα είδη διατροφής αντανάκλα τις μειώσεις των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων, οι οποίες στην περίπτωση των τιμών του πετρελαίου μετριάστηκαν εν μέρει από μια απότομη άνοδο των περιθωρίων κέρδους στον τομέα της διύλισης για τη βενζίνη. Αντιθέτως, ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) εκτός της ενέργειας και των ειδών διατροφής επιταχύνθηκε κάπως τους τελευταίους μήνες, με προωθητικό παράγοντα τον πληθωρισμό των τιμών των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών, ενώ ο πληθωρισμός των τιμών των υπηρεσιών ήταν αρκετά σταθερός.

Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, ότι θα παραμείνει χαμηλός στο εγγύς μέλλον και θα αυξηθεί προς το τέλος του 2015. Αν και αναμένεται να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε 0,1% το 2015, εκτιμάται ότι θα αυξηθεί σε 1,1% το 2016 και 1,7% το 2017. Οι ανοδικές επιδράσεις της βάσης σύγκρισης, σε συνδυασμό με την άνοδο, κατά τις υποθέσεις, των τιμών του πετρελαίου σε ευρώ, αναμένεται να οδηγήσουν σε άμβλυνση της μειωτικής συμβολής από τη συνιστώσα της ενέργειας του ΕνΔΤΚ από το δ' τρίμηνο του 2015 και μετά. Ωστόσο, η θετική συμβολή της συνιστώσας της ενέργειας στον μετρούμενο πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, ότι θα εκδηλωθεί μόνο από το δ' τρίμηνο του 2016. Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) εκτός της ενέργειας αναμένεται να ενισχυθεί σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αντανακλώντας την ενίσχυση του ρυθμού αύξησης τόσο των μισθών όσο και των περιθωρίων κέρδους. Η υποχώρηση του βαθμού υποαπασχόλησης των πόρων στην αγορά εργασίας και στην οικονομία συνολικά καθώς και η αυξημένη στενότητα στην αγορά εργασίας, όπως αντανάκλαται στη μείωση του ποσοστού ανεργίας σε επίπεδο 10,1% το 2017, αναμένεται να δώσουν ανοδική ώθηση στον «βασικό» πληθωρισμό τα επόμενα έτη. Επιπλέον, οι αυξανόμενες εξωτερικές πιέσεις στις τιμές λόγω της καθυστερημένης μετακύλισης της συναλλαγματικής ισοτιμίας στις τιμές καταναλωτή και οι ανοδικές επιδράσεις από την αύξηση, σύμφωνα με τις υποθέσεις, των τιμών των ενεργειακών και των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων θα συμβάλουν στην ανάκαμψη του «βασικού» πληθωρισμού.

2. ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η ανάκαμψη της δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να συνεχιστεί, αν και με κάπως βραδύτερο ρυθμό από ό,τι αναμενόταν πρωτότερα. Έπειτα από την ισχυρή ώθηση που έλαβε από την υποχώρηση των τιμών του πετρελαίου κατά την αλλαγή του έτους 2014/15, η δραστηριότητα το β' τρίμηνο του 2015 δεν διατήρησε πλήρως τη δυναμική που είχε καταγράψει νωρίτερα εντός του έτους. Ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ υποχώρησε σε 0,3% το β' τρίμηνο και αναμένεται ότι θα διατηρηθεί σε γενικά παρόμοια επίπεδα το β' εξάμηνο του 2015. Αν και οι υποτονικές προοπτικές για το εμπόριο περιορίζουν τη δυναμική της ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ, η προηγηθείσα υποτίμηση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ και τα χαμηλά επιτόκια είναι πιθανόν να στηρίξουν τις επιχειρηματικές επενδύσεις, ενώ οι ευνοϊκές εξελίξεις στην αγορά εργασίας και οι χαμηλότερες τιμές της ενέργειας θα στηρίξουν την κατανάλωση. Ωστόσο, δεδομένων των ασθενέστερων προοπτικών ανάπτυξης στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές και της χαμηλότερης εξωτερικής ζήτησης, η κυκλική ανάκαμψη θα είναι υποτονικότερη από ό,τι αναμενόταν και το αρνητικό παραγωγικό κενό θα είναι κατά τι πιο επίμονο. Όσον αφορά τα ετήσια μέσα επίπεδα, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται, βάσει των προβολών, να αυξηθεί σημαντικά, από 0,9% το 2014 σε 1,4% το 2015, 1,7% το 2016 και 1,8% το 2017.

Η ιδιωτική καταναλωτική δαπάνη αναμένεται να συνεχίσει να αποτελεί βασικό προσδιοριστικό παράγοντα της ανάκαμψης. Οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές για την αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος εξακολουθούν να είναι ευνοϊκές, στηριζόμενες από την επίδραση που ασκεί στο πραγματικό εισόδημα η νέα υποχώρηση των τιμών της ενέργειας. Εν συνεχεία, το εισόδημα από μισθωτή εργασία αναμένεται να επιταχυνθεί στο πλαίσιο της σταθερής αύξησης της απασχόλησης και της

επιτάχυνσης της ανόδου της ονομαστικής μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό, ενώ αναμένεται επίσης αύξηση των ατομικών εισοδημάτων από άλλες πηγές καθώς θα ανακάμπτει η οικονομία στο σύνολό της. Το χαμηλό κόστος χρηματοδότησης και οι ευνοϊκότερες συνθήκες χρηματοδότησης, υπό την επίδραση και των μη συμβατικών μέτρων της ΕΚΤ, αναμένεται να στηρίξουν την ιδιωτική κατανάλωση και, ως κάποιιο βαθμό, την αυξανόμενη καθαρή περιουσιακή αξία των νοικοκυριών – που αντανακλά τόσο τις αυξήσεις των τιμών των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων το 2015 όσο και τις αναμενόμενες περαιτέρω βελτιώσεις στις αγορές κατοικιών την περίοδο 2016-17. Συνολικά, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται, βάσει των προβολών, να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε 1,7% στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής (έπειτα από ρυθμό αύξησης 1,0% το 2014).

Το ποσοστό αποταμίευσης αναμένεται να διαγράψει μια τροχιά σχήματος ανεστραμμένου U τα επόμενα τρίμηνα, αντανακλώντας ορισμένη εξομάλυνση της κατανάλωσης ενώπιον των πρόσφατων υποτονικών εξελίξεων στις τιμές του πετρελαίου. Έπειτα από μικρή άνοδο του ποσοστού αποταμίευσης εντός του 2015, καθώς αποταμιεύονται κάποια από τα ποσά που εξοικονομούνται λόγω των χαμηλότερων τιμών του πετρελαίου, αναμένεται μικρή υποχώρηση του ποσοστού αποταμίευσης στη διάρκεια του 2016 καθώς θα εξαλείφεται σταδιακά αυτή η επίδραση. Πέρα από αυτή την προσωρινή επίδραση, το ποσοστό αποταμίευσης αναμένεται να παραμείνει σε γενικές γραμμές αμετάβλητο κατά το υπόλοιπο του χρονικού ορίζοντα προβολής, αντανακλώντας αντισταθμιστικές επιδράσεις. Αφενός, οι πολύ χαμηλές επιτοκιακές αποδόσεις τείνουν να αποθαρρύνουν τις αποταμιεύσεις μέσω του φαινομένου της διαχρονικής υποκατάστασης. Επιπλέον, σε ορισμένες χώρες, η περαιτέρω βελτίωση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών, σε συνδυασμό με τη σταδιακή υποχώρηση της ανεργίας, θα μπορούσε να έχει ως αποτέλεσμα την υποχώρηση των αποταμιεύσεων που πραγματοποιούνται για λόγους πρόνοιας. Επιπροσθέτως, τα νοικοκυριά ενδέχεται να προχωρήσουν ολοένα περισσότερο σε σημαντικές αγορές τις οποίες είχαν προηγουμένως αναβάλει, μειώνοντας έτσι το ποσοστό αποταμίευσης. Αφετέρου, τα υψηλά επίπεδα ανεργίας και χρέους αναμένεται να εξακολουθήσουν να ασκούν κάποια ανοδική πίεση στις αποταμιεύσεις. Επιπλέον, τα πολύ χαμηλά επιτόκια θα μπορούσαν να οδηγήσουν στην ανάγκη για πρόσθετες αποταμιεύσεις για συνταξιοδοτικούς σκοπούς σε ορισμένες χώρες.

Οι επενδύσεις σε κατοικίες στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να ανακάμψουν, αν και από χαμηλό επίπεδο. Έπειτα από οκτώ έτη σοβαρής ύφεσης και σωρευτική μείωση πάνω από 25%, οι επενδύσεις σε κατοικίες αναμένεται να σταθεροποιηθούν το 2015. Όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, οι επενδύσεις σε κατοικίες αναμένεται να επιταχυνθούν στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, στηριζόμενες από τη συνεχή αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, τα πολύ χαμηλά επιτόκια των στεγαστικών δανείων και τις ευνοϊκότερες συνθήκες χρηματοδότησης, υπό την επίδραση και των μη συμβατικών μέτρων της ΕΚΤ. Αυτό θα πρέπει να οδηγήσει σε ισχυρότερο ρυθμό αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά. Ωστόσο, τα υψηλά επίπεδα του χρέους των νοικοκυριών σε ορισμένες χώρες και οι δυσμενείς δημογραφικές εξελίξεις σε άλλες χώρες είναι πιθανόν να αποτρέψουν την ισχυρότερη αύξηση των επενδύσεων σε κατοικίες.

Οι επιχειρηματικές επενδύσεις αναμένεται να επιταχυνθούν σταδιακά, υποβοηθούμενες από τα μη συμβατικά μέτρα της ΕΚΤ και την κυκλική ανάκαμψη. Έχουν δημιουργηθεί οι συνθήκες για σταδιακή ανάκαμψη. Οι τάσεις της ζήτησης, η ανάγκη εκσυγχρονισμού του κεφαλαιακού εξοπλισμού έπειτα από αρκετά έτη υποτονικών επενδύσεων, η ιδιαίτερα διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής και η ενίσχυση των ποσοστών κέρδους θα στηρίξουν, σύμφωνα με τις προβολές, τις κεφαλαιακές δαπάνες. Επιπλέον, η ανασταλτική επίδραση που ασκούν στις επιχειρηματικές επενδύσεις οι συνολικές πιέσεις για απομόχλευση στον επιχειρηματικό τομέα στη ζώνη του ευρώ αναμένεται ότι θα είναι μικρότερη στη διάρκεια του ορίζοντα πρόβλεψης από ό,τι στο παρελθόν. Ωστόσο, η ανάκαμψη των επιχειρηματικών επενδύσεων θα εξακολουθήσει να περιορίζεται από τα εναπομένοντα φαινόμενα χρηματοπιστωτικής συμφόρησης και το υψηλό επίπεδο χρέους σε ορισμένες χώρες, καθώς και από τις ασθενέστερες από ό,τι στο παρελθόν προοπτικές για τον ρυθμό αύξησης του δυναμικού προϊόντος.

Η εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αναμένεται να ενισχυθεί σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αλλά με βραδύτερο ρυθμό από ό,τι αναμενόταν λόγω της σημαντικά χαμηλότερης αύξησης των εισαγωγών στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές. Ο ρυθμός ανόδου της εξωτερικής ζήτησης προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αναμένεται, βάσει των προβολών, να υποχωρήσει σε επίπεδα αρκετά χαμηλότερα από αυτά που

επικρατούσαν πριν από την κρίση, αντανακλώντας τόσο τη χαμηλότερη παγκόσμια δραστηριότητα όσο και τη χαμηλότερη ελαστικότητα του παγκόσμιου εμπορίου ως προς την αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας. Αυτή η χαμηλότερη ελαστικότητα του εμπορίου αντανακλά σε μεγάλο βαθμό την αναθεώρηση προς τα κάτω της αναμενόμενης συμβολής της συνιστώσας των εισαγωγών στην ανάπτυξη στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές (βλ. Πλαίσιο 1).

Ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται ωστόσο να σημειώσει συγκρατημένη ανάκαμψη στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, ωφελούμενος και από την προηγηθείσα υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ. Τα εξαγωγικά μερίδια στις αγορές εκτός ζώνης ευρώ αναμένεται, βάσει των προβολών, να μειωθούν. Ο ρυθμός αύξησης των εισαγωγών από χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται να επιταχυνθεί σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αντανακλώντας την ενίσχυση της συνολικής ζήτησης στη ζώνη του ευρώ. Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να αυξηθεί από 2,1% του ΑΕΠ το 2014 σε 3,0% το 2015 λόγω εξελίξεων στους όρους εμπορίου και στη συνέχεια να μειωθεί σε 2,7% το 2017.

Το παραγωγικό κενό αναμένεται να περιοριστεί, κυρίως λόγω του ασθενούς ρυθμού αύξησης του δυνητικού προϊόντος. Ο ρυθμός αύξησης του δυνητικού προϊόντος εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε περίπου 1% στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, παραμένοντας σαφώς κάτω από τα επίπεδα που επικρατούσαν πριν από την κρίση. Καθώς ο εκτιμώμενος, βάσει των προβολών, ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ υπερβαίνει τον δυνητικό, το αρνητικό παραγωγικό κενό αναμένεται να μειωθεί σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

Πλαίσιο 1

ΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Η παγκόσμια ανάπτυξη παραμένει σταδιακή και ανομοιόμορφη. Ο ρυθμός ανάπτυξης ήταν συγκρατημένος το πρώτο τρίμηνο του έτους, ενώ οι πιο πρόσφατοι δείκτες και στοιχεία υποδηλώνουν υποτονική παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα και στο προσεχές μέλλον. Όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, η παγκόσμια ανάπτυξη αναμένεται ότι θα ενισχυθεί. Οι χαμηλές τιμές του πετρελαίου, οι συνεχιζόμενες ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης σε παγκόσμιο επίπεδο, η εξασθένηση της δημοσιονομικής προσαρμογής, η βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας και η ενίσχυση της εμπιστοσύνης αναμένεται να στηρίζουν την ανάκαμψη του ρυθμού ανάπτυξης στις προηγμένες οικονομίες. Αντιθέτως, οι προοπτικές έχουν επιδεινωθεί σημαντικά στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές, καθώς υλοποιήθηκαν κάποιοι από τους καθοδικούς κινδύνους που είχαν εντοπιστεί σε προηγούμενες προβολές. Εμπόδια διαρθρωτικής φύσεως και μακροοικονομικές ανισορροπίες δρουν ανασταλτικά στην ανάπτυξη ορισμένων οικονομιών με αναδυόμενες αγορές, ενώ άλλες επηρεάζονται αρνητικά από τις χαμηλότερες τιμές των βασικών εμπορευμάτων, την πολιτική αβεβαιότητα και τη διαμόρφωση δυσμενέστερων συνθηκών εξωτερικής χρηματοδότησης. Μετά τη χαμηλή επίδοση στις αρχές του έτους, ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ (εκτός της ζώνης του ευρώ) θα επιταχυνθεί, βάσει των προβολών, από 3,2% το 2015 σε 4% έως το 2017.

Η δυναμική του παγκόσμιου εμπορίου υποχώρησε σημαντικά το πρώτο εξάμηνο του 2015 και αναμένεται να ενισχυθεί σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Η σημαντική μείωση των εισαγωγών σε ορισμένες μεγάλες οικονομίες με αναδυόμενες αγορές μετρίασε τις παγκόσμιες εισαγωγές, αν και το εμπόριο που αφορά τις προηγμένες οικονομίες επέδειξε μεγαλύτερη ανθεκτικότητα. Με δεδομένες τις εμμένουσες απροσδόκητες δυσμενείς εξελίξεις στο παγκόσμιο εμπόριο τα τελευταία τέσσερα έτη, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι οι υποτονικές προοπτικές για τις εισαγωγές στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές αναμένεται να διατηρηθούν, το παγκόσμιο εμπόριο πλέον δεν αναμένεται, βάσει των προβολών, να σημειώσει έντονη ανάκαμψη. Έρευνες και βραχυπρόθεσμα υποδείγματα υποδηλώνουν πολύ συγκρατημένη ανάκαμψη τους υπόλοιπους μήνες του 2015. Στη συνέχεια, οι παγκόσμιες εισαγωγές θα αυξηθούν, βάσει των προβολών, παράλληλα με το παγκόσμιο ΑΕΠ. Ο ρυθμός αύξησης της εξωτερικής ζήτησης προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αναμένεται να επιταχυνθεί από 1,5% το 2015 σε 4,1% το 2017.

Σε σύγκριση με τις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος που δημοσιεύθηκαν τον Ιούνιο, η παγκόσμια δραστηριότητα έχει αναθεωρηθεί προς τα κάτω για όλη τη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αντανακλώντας τις ασθενέστερες προοπτικές για τις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές. Η εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ έχει επίσης αναθεωρηθεί σημαντικά προς τα κάτω, αντανακλώντας την άποψη ότι η υποτονική δραστηριότητα στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές θα έχει πιο έντονη αρνητική επίδραση στις εισαγωγές από ό,τι αρχικά αναμενόταν.

Το διεθνές περιβάλλον

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	Σεπτέμβριος 2015				Ιούνιος 2015			Αναθεωρήσεις από τον Ιούνιο 2015		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Παγκόσμιο πραγματικό ΑΕΠ (εκτός ζώνης ευρώ)	3,7	3,2	3,8	4,0	3,4	4,1	4,1	-0,2	-0,3	-0,1
Παγκόσμιο εμπόριο (εκτός ζώνης ευρώ) ¹⁾	3,2	1,4	3,3	4,1	2,0	4,8	5,2	-0,6	-1,5	-1,1
Εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών ζώνης ευρώ ²⁾	3,3	1,5	3,3	4,1	2,2	4,6	5,0	-0,7	-1,2	-0,9

Σημείωση: Οι αναθεωρήσεις υπολογίζονται με βάση μη τρογγυλοποιημένα μεγέθη.

1) Υπολογίζεται ως σταθμισμένος μέσος όρος των εισαγωγών.

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

Η βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας της ζώνης του ευρώ αναμένεται να συνεχιστεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Η απασχόληση το πρώτο εξάμηνο του 2015 αυξήθηκε κατά 1,9 εκατομμύρια σε σχέση με το κατώτατο σημείο στο οποίο είχε διαμορφωθεί στα μέσα του 2013, παραμένοντας ωστόσο 3,9 εκατομμύρια χαμηλότερα από το ανώτατο επίπεδο στο οποίο είχε διαμορφωθεί πριν από την κρίση. Η απασχόληση σε όρους αριθμού εργαζομένων εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να ανακάμπτει σημαντικά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, ωθούμενη κυρίως από την οικονομική ανάκαμψη και, σε ορισμένες χώρες, στηριζόμενη επίσης από δημοσιονομικά κίνητρα, τη συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων και τις προηγηθείσες μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας. Ο αριθμός των πραγματικών ωρών εργασίας ανά απασχολούμενο αναμένεται, βάσει των προβολών, ότι θα αυξηθεί κάπως στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αλλά θα παραμείνει πολύ πιο χαμηλός από ό,τι πριν από την κρίση. Το εργατικό δυναμικό αναμένεται να επεκταθεί συγκρατημένα, περιοριζόμενο από φαινόμενα αποθάρρυνσης λόγω της ανεργίας που εξακολουθεί να είναι υψηλή σε ορισμένες χώρες και από δυσμενείς δημογραφικούς παράγοντες σε άλλες χώρες. Το ποσοστό ανεργίας, το οποίο υποχώρησε σε 11,1% το δεύτερο τρίμηνο του 2015, αναμένεται ότι θα μειωθεί σε 10,1% το 2017.

Πλαίσιο 2

ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΟΣΩΝ ΑΦΟΡΑ ΤΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ, ΤΙΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ, ΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΤΙΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ

Σε σύγκριση με τις προβολές του Ιουνίου 2015, οι μεταβολές των υποθέσεων τεχνικού χαρακτήρα περιλαμβάνουν σημαντικά χαμηλότερες τιμές του πετρελαίου και των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων εκφρασμένες σε δολάρια ΗΠΑ και ελαφρώς χαμηλότερα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ.

Οι τεχνικές υποθέσεις που αφορούν τα επιτόκια και τις τιμές των βασικών εμπορευμάτων βασίζονται στις προσδοκίες της αγοράς σύμφωνα με στοιχεία έως και τις 12 Αυγούστου 2015. 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 0,0% για το 2015 και το 2016 και σε 0,1%

για το 2017. Οι προσδοκίες της αγοράς για τις ονομαστικές αποδόσεις των 10ετών ομολόγων του Δημοσίου στη ζώνη του ευρώ υποδηλώνουν μέσο επίπεδο 1,3% το 2015, 1,6% το 2016 και 1,8% το 2017.¹ 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 ελαφρώς το 2015 και στη συνέχεια να αυξηθούν συγκρατημένα στη διάρκεια του 2016 και του 2017. 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 κατά το διάστημα δύο εβδομάδων που έληξε στις 12 Αυγούστου 2015, η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent ανά βαρέλι αναμένεται να μειωθεί από 98,9 δολάρια ΗΠΑ το 2014 σε 55,3 δολάρια ΗΠΑ το 2015 και στη συνέχεια να αυξηθεί σε 56,1 δολάρια ΗΠΑ το 2016 και 60,9 δολάρια ΗΠΑ το 2017. Οι τιμές των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων σε δολάρια ΗΠΑ εκτιμάται, βάσει των υποθέσεων, ότι θα μειωθούν σημαντικά το 2015 και το 2016 και θα αυξηθούν ελαφρώς το 2017.² Βάσει των υποθέσεων, στον χρονικό ορίζοντα προβολής οι διμερείς συναλλαγματικές ισοτιμίες θα παραμείνουν αμετάβλητες στα μέσα επίπεδα που επικρατούσαν το διάστημα δύο εβδομάδων που έληξε στις 12 Αυγούστου 2015. Αυτό συνεπάγεται συναλλαγματική ισοτιμία 1,10 δολάρια ΗΠΑ ανά ευρώ στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

Τεχνικές υποθέσεις

	Σεπτέμβριος 2015				Ιούνιος 2015			Αναθεωρήσεις από τον Ιούνιο 2015 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
EURIBOR τριών μηνών (ως ποσοστό % ετησίως)	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,1
Αποδόσεις 10ετών ομολόγων του Δημοσίου (ως ποσοστό % ετησίως)	2,0	1,3	1,6	1,8	1,3	1,7	1,9	0,0	-0,1	-0,1
Τιμή πετρελαίου (σε δολάρια ΗΠΑ/βαρέλι)	98,9	55,3	56,1	60,9	63,8	71,0	73,1	-13,3	-21,0	-16,7
Τιμές μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων, σε δολάρια ΗΠΑ (ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)	-8,6	-19,7	-4,6	4,4	-13,6	2,9	4,9	-6,1	-7,5	-0,5
Συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ/ευρώ	1,33	1,11	1,10	1,10	1,12	1,12	1,12	-0,9	-1,9	-1,9
Ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (ΣΣΙ-19) (ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)	0,6	-9,8	-0,2	0,0	-9,5	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0

1) Οι αναθεωρήσεις υπολογίζονται με βάση μη στρογγυλοποιημένα μεγέθη και εκφράζονται ως ποσοστά (%) για τα επίπεδα, ως διαφορές για τους ρυθμούς μεταβολής και ως ποσοστιαίες μονάδες για τα επιτόκια και τις αποδόσεις ομολόγων.

- 1 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.
- 2 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 γ' τρίμηνο του 2016 και στη συνέχεια θα εξελιχθούν σύμφωνα με την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα.

Οι προοπτικές για την ανάπτυξη έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω σε σύγκριση με τις προηγούμενες προβολές. Αυτή η αναθεώρηση αντανακλά κατά κύριο λόγο λιγότερο ευνοϊκές εξελίξεις στην εξωτερική ζήτηση –κυρίως λόγω της υποτονικότερης ανάπτυξης στις αναδυόμενες αγορές– οι οποίες έχουν προκαλέσει επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των εξαγωγών και, το 2016 και το 2017,

χαμηλότερο ρυθμό αύξησης των επενδύσεων. Ένας ακόμη παράγοντας είναι η πρόσφατη κρίση στην Ελλάδα, η οποία έχει προκαλέσει σημαντικές αναθεωρήσεις προς τα κάτω των προοπτικών για την ανάπτυξη στη συγκεκριμένη χώρα στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

3. ΤΙΜΕΣ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΣ

Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται, βάσει των προβολών, να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε 0,1% το 2015 και να επιταχυνθεί σε 1,1% το 2016 και 1,7% το 2017. Ο ρυθμός πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται ότι θα παραμείνει σχετικά χαμηλός τους επόμενους μήνες αλλά θα επιταχυνθεί προς το τέλος του 2015 και στην αρχή του 2016, αντανακλώντας σε μεγάλο βαθμό ανοδικές επιδράσεις της βάσης σύγκρισης στη συνιστώσα της ενέργειας καθώς και την υπόθεση ότι θα αυξηθούν οι τιμές του πετρελαίου. Αυτό θα αυξήσει σημαντικά τη συμβολή των τιμών της ενέργειας του ΕνΔΤΚ και θα προκαλέσει σταδιακά ανοδικές πιέσεις στις τιμές του ΕνΔΤΚ εκτός της ενέργειας. Συνολικά, η αναμενόμενη αύξηση του πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ στον χρονικό ορίζοντα προβολής αντανακλά την άνοδο των εγχώριων τιμών εν όψει της υποχώρησης του βαθμού υποαπασχόλησης των πόρων στην αγορά εργασίας και στην οικονομία συνολικά, καθώς και τη σταδιακή σμίκρυνση του παραγωγικού κενού και την αύξηση των εξωτερικών πιέσεων στις τιμές οι οποίες απορρέουν από την καθυστερημένη μετακύλιση της προηγηθείσας υποτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ στις τιμές καταναλωτή και από τις αυξήσεις, σύμφωνα με τις υποθέσεις, των τιμών των ενεργειακών και των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων.

Οι ανοδικές επιδράσεις της βάσης σύγκρισης στις τιμές της ενέργειας και η προηγηθείσα υποτίμηση του ευρώ προβλέπεται ότι θα συμβάλουν στην επιτάχυνση των ετήσιων ρυθμών πληθωρισμού στο τέλος του 2015. Η αναστροφή των πιέσεων στις τιμές από καθοδικές σε ανοδικές είναι βασικός παράγοντας της αναμενόμενης επιτάχυνσης του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ). Οι προηγηθείσες πτώσεις των τιμών των ενεργειακών και των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων και οι επιδράσεις της προηγηθείσας ανατίμησης του ευρώ που εκδηλώθηκαν με χρονική υστέρηση προκάλεσαν σε μεγάλο βαθμό τα σημερινά πολύ χαμηλά επίπεδα του πληθωρισμού. Η πρόσφατη περαιτέρω απότομη πτώση της τιμής του πετρελαίου θα ασκήσει πρόσθετη καθοδική πίεση στον πληθωρισμό, ιδίως σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Στη συνέχεια, οι ανοδικές επιδράσεις της βάσης σύγκρισης, η υπόθεση για άνοδο των τιμών των ενεργειακών και των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων, καθώς και οι επιδράσεις της προηγηθείσας υποτίμησης του ευρώ, θα συμβάλουν στην άνοδο των τιμών καταναλωτή στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

Οι εγχώριες πιέσεις στις τιμές προβλέπεται ότι θα αυξηθούν στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, καθώς οι συνθήκες στην αγορά εργασίας θα βελτιώνονται και ο βαθμός υποαπασχόλησης των πόρων στην οικονομία θα υποχωρεί. Καθώς η οικονομία θα συνεχίζει να ανακάμπτει και η ζήτηση θα ενισχύεται, η υποχώρηση των ποσοστών ανεργίας και η ενίσχυση της τιμολογιακής δύναμης των επιχειρήσεων αναμένεται ότι θα οδηγήσουν σε ανάκαμψη τόσο του ρυθμού αύξησης των μισθών όσο και των περιθωρίων κέρδους.

Πολλοί παράγοντες αναμένεται ότι θα περιορίσουν την επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των μισθών στη διάρκεια της συνεχιζόμενης ανάκαμψης της οικονομίας. Αυτοί αφορούν το χαμηλό επίπεδο του πληθωρισμού, τον εναπομένοντα βαθμό υποαπασχόλησης των πόρων στην αγορά εργασίας τα επόμενα δύο έτη και την πιθανή ανασταλτική επίδραση στον ρυθμό αύξησης των μισθών στη διάρκεια της τρέχουσας ανάκαμψης που απορρέει από τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στις αγορές εργασίας οι οποίες τέθηκαν σε εφαρμογή στη διάρκεια της κρίσης με στόχο να αυξηθεί η ευελιξία των αγορών εργασίας. Επιπλέον, η συνεχιζόμενη διαδικασία προσαρμογής της ανταγωνιστικότητας κόστους σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ αναμένεται ότι θα συνεχίσει να ασκεί επιβραδυντική επίδραση στον ρυθμό αύξησης των μισθών στη ζώνη του ευρώ.

Η συγκρατημένη αύξηση των μισθών και η κυκλική ενίσχυση της παραγωγικότητας θα επηρεάσουν την πορεία του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος προβλέπεται ότι θα διαμορφωθεί σε 1,1% το 2017, δηλαδή θα παραμείνει σε επίπεδο παρόμοιο με εκείνο του 2014 (1,2%). Η προβλεπόμενη κυκλική επιτάχυνση της παραγωγικότητας, η οποία προηγείται

της επιτάχυνσης των μισθών, υποδηλώνει προσωρινή υποχώρηση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος το 2015 και το 2016.

Η προβλεπόμενη οικονομική ανάκαμψη επιτρέπει την ενίσχυση των περιθωρίων κέρδους έως το 2017. Μετά από παρατεταμένη υποτονικότητα τα τελευταία έτη, τα περιθώρια κέρδους αναμένεται να αυξηθούν στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Η αύξηση της τιμολογιακής δύναμης των επιχειρήσεων λόγω της ενίσχυσης της ζήτησης και έκτακτα οφέλη που συνδέονται με την προηγηθείσα έντονη πτώση των τιμών του πετρελαίου αναμένεται ότι θα ωφελήσουν τα περιθώρια κέρδους στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Ωστόσο, ο αυξημένος ανταγωνισμός λόγω των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στις αγορές προϊόντων, οι οποίες εφαρμόστηκαν τόσο κατά τη διάρκεια της κρίσης όσο και μετά από αυτήν, αναμένεται να ασκήσουν μειωτική επίδραση στις προοπτικές για τα περιθώρια κέρδους.

Σε σύγκριση με τις προβολές του Ιουνίου, οι προοπτικές για τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω, σε μεγάλο βαθμό λόγω των χαμηλότερων τιμών του πετρελαίου. Ο μετρούμενος πληθωρισμός έχει αναθεωρηθεί προς τα κάτω για το 2015 και το 2016, κυρίως λόγω των υποτονικότερων εξελίξεων του πληθωρισμού των τιμών της ενέργειας (βάσει του ΕνΔΤΚ) δεδομένων των καθοδικών επιδράσεων της υπόθεσης για ασθενέστερη εξέλιξη των τιμών του πετρελαίου σε δολάρια ΗΠΑ, οι οποίες μετριάζονται μόνο εν μέρει από την κάπως ασθενέστερη ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ/ευρώ. Για το 2017, η αναθεώρηση προς τα κάτω του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) αντανάκλα τις κατά τι λιγότερο ευνοϊκές προοπτικές για τον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ και κάποιες έμμεσες επιδράσεις των χαμηλότερων τιμών του πετρελαίου στον «βασικό» πληθωρισμό, οι οποίες εκδηλώνονται με χρονική υστέρηση.

4. ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής, η οποία μετρείται ως η μεταβολή του κυκλικά προσαρμοσμένου πρωτογενούς αποτελέσματος, αναμένεται να έχει μικρή θετική συμβολή στη ζήτηση στον χρονικό ορίζοντα προβολής. Αν και τα μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής τα οποία εμπίπτουν στη διακριτική ευχέρεια επιμέρους χωρών θεωρούνται, βάσει των υποθέσεων, σε γενικές γραμμές ουδέτερα, θα υπάρξει μικρή συμβολή προς την κατεύθυνση της δημοσιονομικής χαλάρωσης από παράγοντες οι οποίοι δεν εμπίπτουν στην ως άνω διακριτική ευχέρεια, συγκεκριμένα μια ελαφρά μείωση της κύριας μακροοικονομικής φορολογικής βάσης ως ποσοστού του ΑΕΠ το 2015 (επίδραση της σύνθεσης του ΑΕΠ) και μια ελαφρά μείωση των μη φορολογικών εσόδων το 2016.²

Ο λόγος του δημοσιονομικού ελλείμματος και ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να μειωθούν. Η μείωση του λόγου του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ οφείλεται αποκλειστικά στη βελτίωση της κυκλικής θέσης της οικονομίας της ζώνης του ευρώ και στη μείωση των δαπανών για τόκους, ενώ το διαρθρωτικό πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα αναμένεται, βάσει των προβολών, να επιδεινωθεί κάπως στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Ο λόγος του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ αναμένεται, βάσει των προβολών, να αρχίσει να μειώνεται από το 2015 και μετά.

Σε σύγκριση με τις προβολές που δημοσιεύθηκαν τον Ιούνιο, οι δημοσιονομικές προοπτικές έχουν κάπως επιδεινωθεί. Η μικρή αναθεώρηση προς τα κάτω του αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης οφείλεται εν μέρει στα μειωμένα μέτρα εξυγίανσης και εν μέρει στην κάπως λιγότερο ευνοϊκή εξέλιξη ορισμένων μακροοικονομικών φορολογικών βάσεων. Η εντονότερη αναθεώρηση προς τα άνω του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ επιδεινώνεται από την αναθεώρηση προς τα κάτω της αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ.

² Οι υποθέσεις για τη δημοσιονομική πολιτική αντανάκλουν τα στοιχεία που περιλαμβάνονται στους προϋπολογισμούς (συμπεριλαμβανομένων των συμπληρωματικών προϋπολογισμών) για το 2015 και στα εθνικά μεσοπρόθεσμα σχέδια δημοσιονομικών προγραμμάτων και στα επικαιροποιημένα προγράμματα σταθερότητας που ήταν διαθέσιμα στις 21 Αυγούστου 2015. Περιλαμβάνουν όλα τα μέτρα πολιτικής που έχουν ήδη ψηφιστεί από τα εθνικά κοινοβούλια ή έχουν προσδιοριστεί με επαρκείς λεπτομέρειες από τις κυβερνήσεις και πιθανότατα θα εγκριθούν νομοθετικά.

Πίνακας 1 Μακροοικονομικές προβολές για τη ζώνη του ευρώ¹⁾

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	Σεπτέμβριος 2015				Ιούνιος 2015			Αναθεωρήσεις από τον Ιούνιο 2015 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Πραγματικό ΑΕΠ 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⁾			
Ιδιωτική κατανάλωση	1,0	1,7	1,7	1,7	1,9	1,6	1,6	-0,1	0,0	0,0
Δημόσια κατανάλωση	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,0	0,1	-0,1
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	1,3	2,1	3,4	3,9	1,9	3,5	3,9	0,2	-0,1	0,0
Εξαγωγές ⁵⁾	3,8	4,5	4,9	5,2	4,2	5,4	5,6	0,3	-0,5	-0,5
Εισαγωγές ⁵⁾	4,2	4,7	5,4	5,7	4,8	5,8	5,9	-0,1	-0,3	-0,2
Απασχόληση	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	-0,1	-0,2	-0,1
Ποσοστό ανεργίας (ως ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)	11,6	11,0	10,6	10,1	11,1	10,6	10,0	-0,1	0,1	0,2
ΕνΔΤΚ	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⁾			
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια	0,7	0,9	1,3	1,6	0,9	1,4	1,7	0,0	-0,1	-0,2
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής	0,8	0,9	1,4	1,6	0,8	1,4	1,7	0,1	0,0	-0,2
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια, τα είδη διατροφής και τις μεταβολές των έμμεσων φόρων ⁶⁾	0,7	0,9	1,4	1,6	0,8	1,4	1,7	0,1	0,0	-0,2
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος	1,2	1,0	0,6	1,1	0,8	0,7	1,3	0,2	-0,1	-0,2
Μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό	1,5	1,6	1,6	2,1	1,4	1,7	2,3	0,2	-0,1	-0,2
Παραγωγικότητα της εργασίας	0,3	0,7	1,0	1,0	0,6	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Δημοσιονομικό αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	-2,4	-2,1	-2,0	-1,7	-2,1	-1,8	-1,5	-0,1	-0,1	-0,3
Διαρθρωτικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα (ως ποσοστό % του ΑΕΠ) ⁷⁾	-1,8	-1,8	-1,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,4	-0,1	-0,2	-0,3
Ακαθάριστο χρέος γενικής κυβέρνησης (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	91,7	91,6	90,7	89,4	91,5	90,2	88,4	0,1	0,5	1,0
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	2,1	3,0	2,9	2,7	2,1	2,0	2,0	0,9	0,9	0,7

1) Τα στοιχεία αναφέρονται στη ζώνη του ευρώ συμπεριλαμβανομένης της Λιθουανίας, εκτός από τα στοιχεία του ΕνΔΤΚ για το 2014. Οι μέσες ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές του ΕνΔΤΚ για το 2015 βασίζονται στη σύνθεση της ζώνης του ευρώ όπως είχε το 2014, στην οποία περιλαμβάνεται ήδη η Λιθουανία.

2) Οι αναθεωρήσεις υπολογίζονται με βάση μη στρογγυλοποιημένα μεγέθη.

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

4) 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 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.

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

6) 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 μετακύλιση των μεταβολών της φορολογίας στον ΕνΔΤΚ.

7) 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 των 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.

ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ

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 ευαισθησία 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 τις τιμές του πετρελαίου και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, καθώς και την ευαισθησία των προβολών σε αυτές τις μεταβλητές.

1) Εναλλακτική πορεία των τιμών του πετρελαίου

Τα εναλλακτικά υποδείγματα τιμών του πετρελαίου δείχνουν κάπως υψηλότερες τιμές του πετρελαίου το 2017 σε σύγκριση με αυτές που υποδεικνύουν τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης. Σύμφωνα με τις τεχνικές υποθέσεις για τις εξελίξεις στις τιμές του πετρελαίου στις οποίες στηρίζεται το βασικό σενάριο των προβολών, με βάση τις αγορές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, προβλέπεται αύξηση των τιμών του πετρελαίου στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής (βλ. Πλαίσιο 2). Τα εναλλακτικά υποδείγματα που χρησιμοποιούν οι εμπειρογνώμονες της ΕΚΤ¹ για να καταρτίσουν τις προβολές για τις τιμές του πετρελαίου στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής υποδηλώνουν επί του παρόντος υψηλότερες τιμές του πετρελαίου για αυτή την περίοδο σε σχέση με τις τεχνικές υποθέσεις. Αυτή η εξέλιξη θα ήταν συμβατή με μια ισχυρότερη ανάκαμψη της παγκόσμιας ζήτησης πετρελαίου μεσοπρόθεσμα και με κάποια μείωση της προσφοράς πετρελαίου εξαιτίας χαμηλότερων επενδύσεων στον συγκεκριμένο τομέα και επομένως μείωση του πετρελαιοπαραγωγικού δυναμικού σε ορισμένες χώρες, στο πλαίσιο της πρόσφατης πτώσης των τιμών του πετρελαίου. Εξαιτίας του αντίκτυπου αυτής της εναλλακτικής πορείας, βάσει της οποίας οι τιμές του πετρελαίου αναμένεται να είναι υψηλότερες κατά 8,1% από ό,τι στο βασικό σενάριο μέχρι το 2017, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ θα επιβραδυνόταν (χαμηλότερος κατά 0,1 της ποσοστιαίας μονάδας το 2017) ενώ θα σημειωνόταν μια ελαφρώς ταχύτερη αύξηση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) το 2016 και το 2017 (υψηλότερος κατά περίπου 0,1-0,2 της ποσοστιαίας μονάδας το 2016 και το 2017).

Σε αντίθεση με το ως άνω σενάριο τεχνικού χαρακτήρα το οποίο προβλέπει υψηλότερες τιμές του πετρελαίου συγκριτικά με τις υποθέσεις του βασικού σεναρίου, οι τιμές του πετρελαίου έχουν σημειώσει πτώση από την τελευταία ημερομηνία που κάλυπταν οι τεχνικές υποθέσεις, γεγονός το οποίο εν μέρει συνδέεται με την πολύ πρόσφατη χρηματοπιστωτική αναταραχή σε ορισμένες οικονομίες με αναδυόμενες αγορές. Εάν οι υποθέσεις για τις τιμές του πετρελαίου ενημερωθούν με βάση τα στοιχεία που είναι διαθέσιμα έως την 1η Σεπτεμβρίου 2015,² η πορεία των τιμών του πετρελαίου, σύμφωνα με τις υποθέσεις, διαμορφώνεται, κατά μέσο όρο, περίπου 6% χαμηλότερα στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής σε σχέση με αυτή που περιλαμβάνεται στις προβολές. Αυτό υποδηλώνει μικρούς ανοδικούς κινδύνους για την προβολή για την ανάπτυξη και καθοδικούς κινδύνους για την προβολή για τον πληθωρισμό.

2) Εναλλακτική πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας

Οι πολύ πρόσφατες εντάσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές οδήγησαν σε νέα ενίσχυση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ. Προκειμένου να καταδειχθούν οι συναφείς κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβολές, η παρούσα ανάλυση ευαισθησίας περιλαμβάνει εναλλακτική υποθετική εξέλιξη του ευρώ σε σχέση με το βασικό σενάριο, η οποία υποδηλώνει περαιτέρω ανατίμηση. Αυτό προκύπτει από το 75ο εκατοστημόριο της κατανομής που παρέχουν οι πυκνότητες πιθανότητας μηδενικού κινδύνου όπως υπολογίζονται με βάση δικαιώματα προαίρεσως επί της συναλλαγματικής ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου ΗΠΑ στις 12 Αυγούστου 2015. Αυτή η εξέλιξη συνεπάγεται σταδιακή ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ σε 1,21 το 2017, δηλαδή 10,6% υψηλότερα από την υπόθεση του βασικού σεναρίου για αυτό το έτος. Οι αντίστοιχες υποθέσεις για την ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ αντανακλούν τις ιστορικές

κανονικότητες, σύμφωνα με τις οποίες οι μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου ΗΠΑ αντανακλούν τις μεταβολές της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ με ελαστικότητα 52% περίπου. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα μια σταδιακή απόκλιση προς τα πάνω της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ από την προβολή του βασικού σεναρίου και τη διαμόρφωσή της σε επίπεδο 5,3% πάνω από ό,τι εκτιμάται υπό το βασικό σενάριο το 2017. Σε μια τέτοια περίπτωση, τα αποτελέσματα από διάφορα μακροοικονομικά υποδείγματα των εμπειρογνομόνων υποδεικνύουν χαμηλότερο ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ (κατά 0,2-0,4 της ποσοστιαίας μονάδας) και χαμηλότερο πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) (κατά 0,1-0,5 της ποσοστιαίας μονάδας) το 2016 και το 2017.

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

2 Η ενημέρωση αυτή βασίζεται στις εκτιμήσεις για τις μελλοντικές εξελίξεις των τιμών που προκύπτουν από τις αγορές συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου κατά το διάστημα δύο εβδομάδων που έληξε την 1η Σεπτεμβρίου.

Πλαίσιο 4

ΟΙ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΠΟΥ ΘΑ ΑΣΚΟΥΣΕ Η ΑΥΞΗΣΗ ΤΗΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ ΔΙΕΘΝΩΣ ΣΤΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΖΩΝΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Όπως έχει σαφώς αποδειχθεί από τις πολύ πρόσφατες εντάσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές, οι παγκόσμιες προοπτικές παραμένουν ευάλωτες σε μια σειρά αβεβαιοτήτων. Ειδικότερα, όπως μαρτυρούν πρόσφατα γεγονότα, οι αυξανόμενες ανησυχίες για τις προοπτικές ανάπτυξης στην Κίνα και σε άλλες οικονομίες με αναδυόμενες αγορές μπορούν ταχύτατα να οδηγήσουν σε απότομες εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές οι οποίες θα μπορούσαν να επηρεάσουν αρνητικά τις προοπτικές της ζώνης του ευρώ. Στο παρόν πλαίσιο παρουσιάζονται, σύμφωνα με ένα εναλλακτικό σενάριο, οι δυνητικές επιδράσεις επιλεγμένων παγκόσμιων διαταραχών στις προοπτικές για την ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ.

Μια από τις πηγές αβεβαιότητας σε διεθνές επίπεδο σχετίζεται με την έκταση της επιβράδυνσης του ρυθμού ανάπτυξης στην Κίνα. Παρόλο που στο βασικό σενάριο προβλέπεται ήδη επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης στην Κίνα, μια περαιτέρω διόρθωση των ανισορροπιών που συνδέονται με τη συσσώρευση χρέους της Κίνας θα μπορούσε να οδηγήσει σε όξυνση των χρηματοπιστωτικών εντάσεων και σε πιο απότομη επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας. Σε ένα τέτοιο σενάριο, η ικανότητα και η προθυμία των κινεζικών τραπεζών να παρέχουν πιστώσεις στην οικονομία θα μπορούσαν να περιοριστούν σε μεγάλο βαθμό, καθώς η ποιότητα του ενεργητικού τους επιδεινώνεται ραγδαία. Οι δυσμενείς εξελίξεις στην αγορά κατοικιών (λόγω των σημαντικών ανοιγμάτων των τραπεζών έναντι κατασκευαστικών εταιρειών με υψηλή δανειακή εξάρτηση) θα μπορούσαν να λειτουργήσουν ως καταλύτης για μια τέτοια εντονότερη από την αναμενόμενη μείωση της παροχής τραπεζικών πιστώσεων. Επιπλέον, θα μπορούσε να σημειωθεί περαιτέρω πτώση των τιμών των μετοχών στην Κίνα, καθώς οι εγχώριοι επενδυτές επαναξιολογούν τα ασφάλιστρα κινδύνου των μετοχών. Η επιδείνωση της ποιότητας των περιουσιακών στοιχείων και η αύξηση των ασφαλιστρών κινδύνου θα ασκούσαν ανοδική πίεση στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων, καθώς η κυβέρνηση θα αναγκαζόταν να εφαρμόσει ευρείας κλίμακας μέτρα για τη στήριξη του τραπεζικού τομέα. Ως αποτέλεσμα, ο ρυθμός αύξησης των επενδύσεων και - σε μικρότερο βαθμό - της κατανάλωσης θα ήταν πολύ βραδύτερος σε σχέση με τις προβολές που περιλαμβάνονται στο τρέχον βασικό σενάριο. Εφόσον μια επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης θα οδηγούσε σε σημαντική αύξηση της ανεργίας, εκτιμάται ότι οι κινεζικές αρχές θα παρέμβαιναν δυναμικά, με μέτρα νομισματικής και δημοσιονομικής ώθησης και ενδεχομένως με περαιτέρω υποτίμηση του γιουάν, προκειμένου να αποτρέψουν περαιτέρω σημαντική υποχώρηση του ρυθμού ανάπτυξης. Συνολικά, σύμφωνα με το σενάριο αυτό, ο ρυθμός ανάπτυξης στην Κίνα είναι κατά 1 ποσοστιαία μονάδα χαμηλότερος το 2016 και το 2017 από ό,τι προβλέπεται στο βασικό σενάριο.

Μια δεύτερη πηγή διεθνούς αβεβαιότητας σχετίζεται με την τροχιά εξομάλυνσης της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ. Οι προσδοκίες της αγοράς σχετικά με τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια των ΗΠΑ, που χρησιμοποιούνται ως τεχνική υπόθεση στην οποία στηρίζονται οι προβολές, καταδεικνύουν επί του παρόντος πολύ σταδιακή μόνο αύξηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, τα οποία φαίνεται ότι θα διαμορφωθούν μόλις στο 1,6% στο τέλος του 2017. Ωστόσο, εάν τα επιτόκια των ΗΠΑ ακολουθήσουν τη

διάμεση προβολή για τα επιτόκια της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς (Federal Open Market Committee - FOMC), θα αυξηθούν με ταχύτερο ρυθμό από ό,τι εκτιμούν οι αγορές. Επιπλέον, παρά την αναμενόμενη εξομάλυνση της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ, η διαφορά απόδοσης μακροπρόθεσμων έναντι βραχυπρόθεσμων ομολόγων (term premium) των ΗΠΑ παραμένει πλησίον στα ιστορικά χαμηλότερα επίπεδα. Σε περίπτωση αύξησης της διεθνούς αβεβαιότητας, η οποία θα επέτεινε περαιτέρω την αβεβαιότητα που χαρακτηρίζει τη μελλοντική νομισματική πολιτική των ΗΠΑ, υπάρχει κίνδυνος απότομης προς τα άνω προσαρμογής της διαφοράς απόδοσης μακροπρόθεσμων έναντι βραχυπρόθεσμων ομολόγων των ΗΠΑ. Λαμβάνοντας υπόψη το παραπάνω ενδεχόμενο, το παρόν σενάριο βασίζεται στην υπόθεση ότι θα σημειωθεί αύξηση της διαφοράς απόδοσης μακροπρόθεσμων έναντι βραχυπρόθεσμων ομολόγων των ΗΠΑ κατά 130 μονάδες βάσης, η οποία θα μετακυλιστεί στα μακροπρόθεσμα επιτόκια των ΗΠΑ που θα αυξηθούν. Παράλληλα, η άνοδος των μακροπρόθεσμων επιτοκίων των ΗΠΑ θα επηρέαζε τα μακροπρόθεσμα επιτόκια και σε άλλες σημαντικές προηγμένες οικονομίες, τα οποία θα αυξάνονταν με τη σειρά τους.

Η ανάπτυξη σε άλλες οικονομίες με αναδυόμενες αγορές πιθανόν να επηρεαστεί αρνητικά από τις εν λόγω διαταραχές. Η Ρωσία βρίσκεται σε βαθιά ύφεση και η μείωση των εσόδων από το πετρέλαιο αναμένεται να οδηγήσει σε απότομες μειώσεις των δημόσιων δαπανών. Στη Βραζιλία, οι προοπτικές έχουν επιδεινωθεί σημαντικά εν μέσω ανόδου του πληθωρισμού. Μια εντονότερη επιβράδυνση της ανάπτυξης στην Κίνα θα μπορούσε να συνεπάγεται σημαντικούς καθοδικούς κινδύνους όσον αφορά τις προοπτικές, ιδίως για τους εξαγωγείς βασικών εμπορευμάτων. Πρόσφατα στοιχεία υποδεικνύουν νέα επιβράδυνση των κεφαλαιακών ροών προς τις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές, παραπέμποντας στις εξελίξεις που παρατηρήθηκαν στα μέσα του 2013 όταν επικράτησε πανικός στις αγορές μετά την ανακοίνωση της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ ότι θα ξεκινούσε τον σταδιακό περιορισμό της ποσοτικής χαλάρωσης (taper tantrum). Τέτοιες αναστροφές των κεφαλαιακών ροών σε σχέση με τις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές παρέχουν ενδείξεις αυξημένης αβεβαιότητας σε διεθνές επίπεδο και απώλειας εμπιστοσύνης των επενδυτών στις προοπτικές ανάπτυξης των οικονομιών με αναδυόμενες αγορές. Σε αυτό το περιβάλλον, μια απρόβλεπτη περαιτέρω επιδείνωση των προοπτικών ανάπτυξης της Κίνας ή/και μια μη αναμενόμενη άνοδος των μακροπρόθεσμων επιτοκίων των ΗΠΑ θα μπορούσαν να ενισχύσουν τις εκροές κεφαλαίων από τις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές, να οδηγήσουν σε αυστηρότερες χρηματοπιστωτικές συνθήκες και, επομένως, σε βραδύτερη ανάπτυξη στις εν λόγω χώρες. Σε αυτό το σενάριο, οι επιδράσεις της αύξησης της μακροοικονομικής αβεβαιότητας σε διεθνές επίπεδο όσον αφορά την οικονομική δραστηριότητα των αναδυόμενων αγορών αποτυπώνεται σε μια διαταραχή ίση προς δύο τυπικές αποκλίσεις που εφαρμόζεται στην τεκμαρτή μεταβλητότητα των τιμών δικαιωμάτων προαίρεσης του δείκτη S&P 500 (VIX) η οποία επηρεάζει αρνητικά την εγχώρια ζήτηση σε αυτές τις οικονομίες.

Η αύξηση της αβεβαιότητας διεθνώς θα μπορούσε να επηρεάσει την οικονομία της ζώνης του ευρώ μέσω εμπορικών και χρηματοπιστωτικών διασυνδέσεων. Η αυξημένη αβεβαιότητα σε διεθνές επίπεδο θα οδηγούσε σε μείωση της ζήτησης στις ΗΠΑ (μέσω της ανόδου των μακροπρόθεσμων επιτοκίων), καθώς και σε άλλες μεγάλες προηγμένες οικονομίες και οικονομίες με αναδυόμενες αγορές. Το γεγονός αυτό θα ασκούσε επίδραση στην παγκόσμια ανάπτυξη και την ανάπτυξη της ζώνης του ευρώ μέσω του εμπορικού διαύλου, λόγω της χαμηλότερης εξωτερικής ζήτησης για προϊόντα και υπηρεσίες της ζώνης του ευρώ. Επιπλέον, θα μεταδίδονταν δυσμενείς χρηματοπιστωτικές επιδράσεις στα μακροπρόθεσμα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ και παγκοσμίως, αυξάνοντας έτσι το κόστος χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά και τα κράτη. Όσον αφορά τη σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ, η άνοδος των επιτοκίων στις ΗΠΑ θα μπορούσε να οδηγήσει σε ανατίμηση του δολαρίου έναντι του ευρώ. Ταυτόχρονα, η μεταβλητότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών στις αναδυόμενες αγορές θα μπορούσε να προκαλέσει ανατίμηση του ευρώ σε σχέση με τα νομίσματα των αναδυόμενων αγορών.

Η αυξημένη αβεβαιότητα διεθνώς, λαμβανομένων υπόψη και των τριών πηγών που περιγράφονται ανωτέρω, εκτιμάται ότι θα οδηγήσει σε μείωση της ανάπτυξης της ζώνης του ευρώ κατά 0,1-0,2 της ποσοστιαίας μονάδας συγκριτικά με τα επίπεδα που προβλέπει το βασικό σενάριο για το 2016. Ο υποτονικότερος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ οφείλεται εν μέρει στη μείωση της εξωτερικής ζήτησης για προϊόντα και υπηρεσίες της ζώνης του ευρώ ανατακλώντας ασθενέστερες εξελίξεις στην οικονομική δραστηριότητα στις ΗΠΑ και σε άλλες προηγμένες οικονομίες, όπως επίσης και στην Κίνα και σε άλλες αναδυόμενες αγορές. Επιπλέον, η μετάδοση δυσμενών

χρηματοπιστωτικών επιδράσεων (που αντανακλώνται στα υψηλότερα μακροπρόθεσμα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ) επηρεάζει επίσης αρνητικά τις προοπτικές ανάπτυξης της ζώνης του ευρώ.

Η επίδραση αυτών των εξελίξεων στη ζώνη του ευρώ είναι περιορισμένη στο σενάριο που εξετάζεται εδώ, ωστόσο ισχύουν ορισμένες επιφυλάξεις. Για παράδειγμα, δεν λαμβάνονται υπόψη οι διάυλοι που συνδέονται με την εμπιστοσύνη σε επίπεδο επιχειρήσεων ή νοικοκυριών. Επιπλέον, οι τιμές άλλων περιουσιακών στοιχείων, συμπεριλαμβανομένων των χρηματιστηριακών τιμών, ενδέχεται να υπόκεινται σε μεγαλύτερο βαθμό σε έμμεσες επιδράσεις και διορθώσεις προς τα κάτω σε σχέση με ό,τι καταγράφεται στα υποδείγματα. Επιπρόσθετα, τα χρησιμοποιούμενα υποδείγματα είναι γραμμικά, ενώ οι έντονες δυσμενείς διορθώσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές μπορούν να συνεπάγονται μη γραμμικές συμμεταβολές μεταξύ μεταβλητών, οδηγώντας ενδεχομένως σε εντονότερες επιδράσεις. Τέλος, οι προσομοιώσεις δεν λαμβάνουν πλήρως υπόψη τους τις επιδράσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας ή τον δυσμενή αντίκτυπο στις τιμές των βασικών εμπορευμάτων. Ταυτόχρονα, οι δυσμενείς διαταραχές που θα προκαλούσαν στην οικονομία της ζώνης του ευρώ θα μπορούσαν να αμβλυνθούν εάν λαμβάνονταν αντισταθμιστικά μέτρα πολιτικής στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές ή εάν η μεταβολή της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ σε πιο περιοριστική κατεύθυνση αναβαλλόταν λόγω μετάδοσης δυσμενών επιδράσεων από την αυξημένη υποτονικότητα των οικονομιών με αναδυόμενες αγορές.

Πλαίσιο 5

ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΑΛΛΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ

Διάφορες προβλέψεις για τη ζώνη του ευρώ διατίθενται τόσο από διεθνείς οργανισμούς όσο και από φορείς/ιδρύματα του ιδιωτικού τομέα. Ωστόσο, αυτές οι προβλέψεις δεν είναι απόλυτα συγκρίσιμες μεταξύ τους ή με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ, 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 δεν διαφέρουν κατά πολύ από τις προβλέψεις σημείου των προβολών των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ του Σεπτεμβρίου 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)		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Προβολές εμπειρογνομόνων ΕΚΤ	Σεπτέμβριος 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]
Ευρωπαϊκή Επιτροπή	Μάιος 2015	1,5	1,9	-	0,1	1,5	-
Βαρόμετρο της ζώνης του ευρώ	Αύγουστος 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,2	1,6
Προβλέψεις της Consensus Economics	Αύγουστος 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,3	1,5
Έρευνα μεταξύ των Επαγγελματιών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων	Αύγουστος 2015	1,4	1,8	1,8	0,2	1,3	1,6
ΔΝΤ	Ιούλιος 2015	1,5	1,7	-	0,1	1,0	-

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, European Economic Forecast, άνοιξη 2015· ΔΝΤ, World Economic Outlook, Αναθεώρηση Ιουλίου 2015 (ΑΕΠ)· ΔΝΤ, World Economic Outlook, Απρίλιος 2015· Προβλέψεις της Consensus Economics· MJEconomics· και Έρευνα της ΕΚΤ μεταξύ των Επαγγελματιών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων.

Σημειώσεις: Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος και της ΕΚΤ 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, 2015

Διεύθυνση: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Germany

Ταχυδρομική διεύθυνση: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Τηλέφωνο: +49 69 1344 0

Φαξ: +49 69 1344 6000

Δικτυακός τόπος: <http://www.ecb.europa.eu>

Με την επιφύλαξη παντός δικαιώματος.

Επιτρέπεται η αναπαραγωγή για εκπαιδευτικούς και μη εμπορικούς σκοπούς, εφόσον αναφέρεται η πηγή.