



Δεκέμβριος 2016

Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ¹

Η οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να συνεχιστεί, συμβαδίζοντας σε γενικές γραμμές με τις προβολές του Σεπτεμβρίου 2016. Η αναμενόμενη παγκόσμια ανάκαμψη και η ανθεκτική ενχώρια ζήτηση, υποβοηθούμενη από την ιδιαίτερως διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής, η προηγηθείσα πρόοδος που επιτεύχθηκε ως προς την απομόχλευση σε όλους τους τομείς και η συνεχής βελτίωση της αγοράς εργασίας αναμένεται, βάσει των προβολών, να στηρίξουν την ανάκαμψη στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Σε ετήσια βάση, το πραγματικό ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί κατά 1,7% το 2016 και το 2017 και κατά 1,6% το 2018 και το 2019.

Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται να αυξηθεί σημαντικά από 0,2% το 2016 σε 1,3% το 2017, 1,5% το 2018 και 1,7% το 2019, ωθούμενος ιδίως βραχυπρόθεσμα από την αναστροφή των τιμών του πετρελαίου. Επιπλέον, καθώς ο βαθμός υποαπασχόλησης του εργατικού δυναμικού υποχωρεί σταδιακά, οι αυξήσεις των μισθών και του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος εκτιμάται ότι θα ενισχύσουν και αυτές τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

1 Πραγματική οικονομία

Το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,3% το γ' τρίμηνο του 2016, υποστηριζόμενο από την ενχώρια ζήτηση. Τα διαθέσιμα στοιχεία για το γ' τρίμηνο υποδηλώνουν ότι η ιδιωτική κατανάλωση και οι επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου συνέβαλαν θετικά στην οικονομική δραστηριότητα, ενώ οι εξαγωγές αυξήθηκαν λιγότερο από τις εισαγωγές, με αποτέλεσμα την αρνητική συμβολή του εμπορικού ισοζυγίου. Οι συνθήκες στην αγορά εργασίας εξακολούθησαν να βελτιώνονται τους

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 the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, ΕΚΤ, Ιούλιος 2016, 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 17η Νοεμβρίου 2016 (βλ. Πλαίσιο 2). Η τελευταία ημερομηνία για τη συμπερίληψη άλλων στοιχείων στις παρούσες προβολές ήταν η 18η Νοεμβρίου 2016. Οι παρούσες μακροοικονομικές προβολές καλύπτουν την περίοδο 2016-2019. 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.

τελευταίους μήνες, ο δε ρυθμός αύξησης της απασχόλησης κινήθηκε απρόσμενα ανοδικά και τα ποσοστά ανεργίας σημείωσαν μεγαλύτερη μείωση από ό,τι αναμενόταν. Η εμπιστοσύνη εξακολούθησε να παρουσιάζει βελτίωση σε όλους τους τομείς και σε όλες τις χώρες, υποδηλώνοντας ανθεκτική οικονομική ανάπτυξη σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.

Στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, το πραγματικό ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί κατά 1,7% το 2016 και το 2017 και κατά 1,6% το 2018 και το 2019. Η ανθεκτική εγχώρια ζήτηση αναμένεται να παραμείνει η κινητήρια δύναμη της αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ, υποβοηθούμενη από την ιδιαίτερως διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Οι εξαγωγές αναμένεται, βάσει των προβολών, να αποκτήσουν σταδιακά κάποια δυναμική λόγω της αναμενόμενης σταδιακής παγκόσμιας ανάκαμψης, με αποτέλεσμα τη βαθμιαία βελτίωση της συμβολής του εμπορικού ισοζυγίου στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

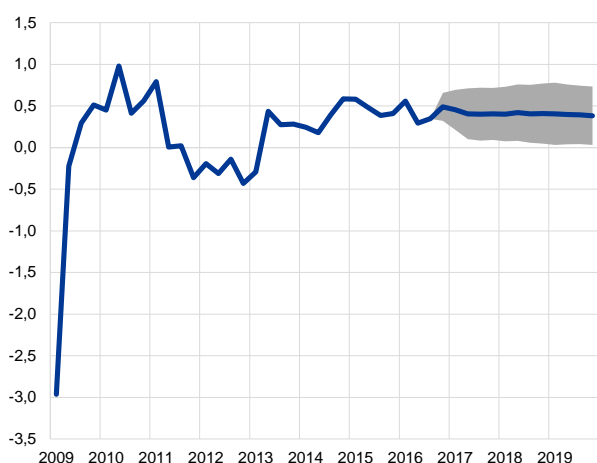
Διάγραμμα 1

Μακροοικονομικές προβολές¹⁾

(τριμηνιαία στοιχεία)

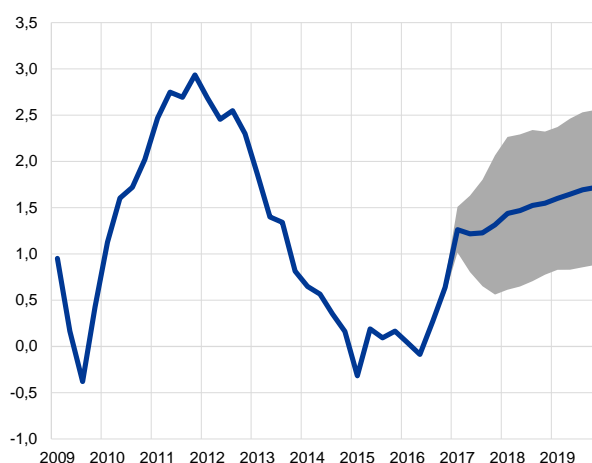
Πραγματικό ΑΕΠ ζώνης ευρώ²⁾

(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.

Η ιδιωτική καταναλωτική δαπάνη αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να διατηρήσει γενικά τη δυναμική της στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Η εμπιστοσύνη των καταναλωτών βελτιώθηκε ξανά τους τελευταίους μήνες, λόγω των βελτιούμενων προσδοκιών για τις γενικές οικονομικές εξελίξεις και των ευνοϊκότερων προσδοκιών για την επιμέρους χρηματοοικονομική κατάσταση των νοικοκυριών.

Οι μεσοπρόθεσμες προοπτικές για την αύξηση του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος εξακολουθούν να είναι θετικές. Η συμβολή των ακαθάριστων μισθών και ημερομισθίων αναμένεται, βάσει των προβολών, να αυξηθεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, καθώς ο υποτονικότερος ρυθμός ανόδου της

απασχόλησης υπεραντισταθμίζεται από τη μεγαλύτερη επιτάχυνση της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό. Η άνοδος των λοιπών ατομικών εισοδημάτων αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να ενισχυθεί, συμβαδίζοντας σε γενικές γραμμές με την εξέλιξη των κερδών, ενώ η συμβολή των καθαρών δημοσιονομικών μεταβιβάσεων αναμένεται να είναι ελαφρώς αρνητική. Ταυτόχρονα, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος αναμένεται να επιβραδυνθεί το 2017, λόγω της ανάκαμψης του πληθωρισμού των τιμών καταναλωτή, και στη συνέχεια να διατηρήσει τη δυναμική του.

Η βελτίωση των όρων χορήγησης τραπεζικών δανείων, ενισχυμένη από τα μέτρα νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, αναμένεται να στηρίξει την αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης. Ενώ τα χαμηλότερα επιτόκια έχουν επηρεάσει τόσο τα έσοδα από τόκους όσο και τις πληρωμές τόκων από τα νοικοκυριά, τείνουν να αναδιανέμουν πόρους από τους καθαρούς αποταμιευτές στους καθαρούς δανειολήπτες. Καθώς οι τελευταίοι έχουν κατά κανόνα υψηλότερη οριακή ροπή προς κατανάλωση, αυτή η αναδιανομή αναμένεται να στηρίξει περαιτέρω τη συνολική ιδιωτική κατανάλωση. Επιπλέον, η πρόοδος που έχει επιτευχθεί ως προς την απομόχλευση και η άνοδος βάσει των προβολών της καθαρής περιουσιακής θέσης των νοικοκυριών, που αντανακλά την περαιτέρω αύξηση των τιμών των κατοικιών, εκτιμάται επίσης ότι θα στηρίξουν την κατανάλωση. Συνολικά, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται, βάσει των προβολών, να παρουσιάσει συγκρατημένη επιβράδυνση από 1,7% το 2016, σε 1,5% το 2017 και το 2018 και σε 1,4% το 2019.

Το ποσοστό αποταμίευσης αναμένεται να μειωθεί έως τα μέσα του 2017 και να παραμείνει σταθερό στη συνέχεια. Το ποσοστό αποταμίευσης εκτιμάται ότι έχει αυξηθεί σε σχέση με τα μέσα του 2015, κατά πάσα πιθανότητα επειδή τα νοικοκυριά αποταμίευσαν μέρος του έκτακτου εισοδηματικού τους οφέλους που συνδέεται με τις τιμές του πετρελαίου. Η επίδραση αυτή αναμένεται να είναι πρόσκαιρη και η σταδιακή εξάλειψή της αναμένεται, βάσει των προβολών, να επιφέρει μείωση του ποσοστού αποταμίευσης στη διάρκεια του 2017. Το ποσοστό αποταμίευσης αναμένεται στη συνέχεια να παραμείνει σταθερό στο υπόλοιπο διάστημα του χρονικού ορίζοντα προβολής: η μείωση της ανεργίας, η βελτίωση των όρων χορήγησης πιστώσεων και τα χαμηλά επιτόκια εκτιμάται ότι θα τείνουν να μειώσουν το ποσοστό αποταμίευσης σε ορισμένες χώρες, ενώ οι συνεχιζόμενες ανάγκες για απομόχλευση του χρέους και η εξομάλυνση της κατανάλωσης που συμβαδίζει με τις διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου εκτιμάται ότι θα οδηγήσουν σε αύξησή του.

Πλαίσιο 1

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

Σε σύγκριση με τις προβολές του Σεπτεμβρίου, οι μεταβολές των υποθέσεων τεχνικού χαρακτήρα περιλαμβάνουν υψηλότερα επιτόκια, υψηλότερες τιμές του πετρελαίου εκφρασμένες σε δολάρια ΗΠΑ και μια μικρή ανατίμηση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας 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 17 Νοεμβρίου 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 και το 2017, -0,2% για το 2018 και 0,0% για το 2019. Οι προσδοκίες της αγοράς για τις ονομαστικές αποδόσεις των 10ετών ομολόγων του Δημοσίου στη ζώνη του ευρώ υποδηλώνουν μέσο επίπεδο 0,8% το 2016, 1,2% το 2017, 1,5% το 2018 και 1,7% το 2019.² 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 σημειώσουν μέτρια άνοδο το 2017 και να αυξηθούν περαιτέρω το 2018 και το 2019. 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 17 Νοεμβρίου, η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent ανά βαρέλι εκτιμάται, βάσει των υποθέσεων, ότι θα μειωθεί από 52,4 δολάρια ΗΠΑ το 2015 σε 43,1 δολάρια ΗΠΑ το 2016 και στη συνέχεια θα αυξηθεί σε 49,3 δολάρια ΗΠΑ το 2017, 52,6 δολάρια ΗΠΑ το 2018 και 54,6 δολάρια ΗΠΑ το 2019, δηλαδή θα διαμορφωθεί υψηλότερη κατά περίπου 2 δολάρια ΗΠΑ κατά μέσο όρο τη διετία 2017-18 σε σχέση με ό,τι είχε υποτεθεί στις προβολές του Σεπτεμβρίου. Οι τιμές των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων σε δολάρια ΗΠΑ εκτιμάται, βάσει των υποθέσεων, ότι θα μειωθούν ελαφρώς το 2016 και θα αυξηθούν το 2017 και εξής.³ 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 17 Νοεμβρίου. Αυτό συνεπάγεται ότι η μέση συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ ανά ευρώ θα διαμορφωθεί σε 1,11 το 2016 και 1,09 από το 2017 έως το 2019, έναντι 1,11 στις προβολές του Σεπτεμβρίου. Η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (έναντι 38 εμπορικών εταιρών) είναι κατά 0,2% υψηλότερη το 2016 και κατά 0,4% υψηλότερη το 2017 και το 2018 από ό,τι είχε υποτεθεί στις προβολές του Σεπτεμβρίου.

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 απόκλιση 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 δ' τρίμηνο του 2017 και στη συνέχεια θα εξελιχθούν σύμφωνα με την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα.

Τεχνικές υποθέσεις

	Δεκέμβριος 2016				Σεπτέμβριος 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
EURIBOR τριών μηνών (ως ποσοστό % ετησίως)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,4	-0,4
Αποδόσεις 10ετών ομολόγων του Δημοσίου (ως ποσοστό % ετησίως)	0,8	1,2	1,5	1,7	0,7	0,6	0,8
Τιμή πετρελαίου (σε δολάρια ΗΠΑ/βαρέλι)	43,1	49,3	52,6	54,6	42,8	47,4	50,6
Τιμές μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων, σε δολάρια ΗΠΑ (ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)	-4,0	6,6	3,8	4,5	-3,0	5,3	4,2
Συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ/ευρώ	1,11	1,09	1,09	1,09	1,11	1,11	1,11
Ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (ΣΣΙ-38) (ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)	3,8	0,1	0,0	0,0	3,6	-0,1	0,0

Οι επενδύσεις σε κατοικίες στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να συνεχίσουν να επεκτείνονται. Η επιτάχυνση, βάσει των προβολών, του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος, τα πολύ χαμηλά επιτόκια των στεγαστικών δανείων και οι περιορισμένες λοιπές επενδυτικές ευκαιρίες αναμένεται να στηρίξουν τη διατηρήσιμη ανάκαμψη των επενδύσεων σε κατοικίες. Αυτές οι ευνοϊκές προοπτικές για τις επενδύσεις σε κατοικίες τεκμηριώνονται επίσης από την αύξηση των οικοδομικών αδειών και την αυξανόμενη ζήτηση δανείων για αγορά κατοικίας σε ένα περιβάλλον βελτιούμενων όρων χορήγησης τραπεζικών δανείων, ιδίως μέσω χαμηλότερων επιτοκιακών περιθωρίων κατά μέσο όρο για τα δάνεια. Επιπλέον, φαίνεται ότι σε ορισμένες χώρες ολοκληρώθηκε η διαδικασία προσαρμογής στις αγορές κατοικιών και οι τιμές των κατοικιών έχουν αρχίσει να αυξάνονται. Ωστόσο, η περιοριστική επίδραση που ασκούν στις επενδύσεις σε κατοικίες η υψηλή ανεργία και τα υψηλά επίπεδα του χρέους των νοικοκυριών σε ορισμένες χώρες αναμένεται να εξασθενήσει μόνο σταδιακά. Τα ήδη υψηλά επίπεδα επενδύσεων σε κατοικίες σε σχέση με το διαθέσιμο εισόδημα και οι δυσμενείς δημογραφικές εξελίξεις περιορίζουν την αύξηση των επενδύσεων σε κατοικίες σε ορισμένες χώρες.

Οι επιχειρηματικές επενδύσεις αναμένεται να παρουσιάσουν σταθερή αύξηση. Διάφοροι παράγοντες αναμένεται να στηρίξουν τις εξελίξεις στις επιχειρηματικές επενδύσεις: η επιχειρηματική εμπιστοσύνη συνεχίζει να βελτιώνεται υποβοηθούμενη από τις ευνοϊκές προσδοκίες για την παραγωγή, την αύξηση των παραγγελιών και την αναστροφή των προσδοκιών για τις τιμές πώλησης. Ο βαθμός χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού έχει ήδη διαμορφωθεί στο υψηλότερο επίπεδο που έχει καταγραφεί από τα μέσα του 2018. Οι συνθήκες χρηματοδότησης παραμένουν πολύ ευνοϊκές, υποβοηθούμενες από τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Η εγχώρια ζήτηση αναμένεται να παραμείνει ανθεκτική και η εξωτερική ζήτηση αναμένεται να ενισχυθεί. Έχει ανακύψει ανάγκη εκσυγχρονισμού του κεφαλαιακού εξοπλισμού έπειτα από αρκετά έτη υποτονικών επενδύσεων. Τέλος, τα περιθώρια κέρδους αναμένεται να ενισχυθούν 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) του τομέα των μη χρηματοπιστωτικών

επιχειρήσεων κοντά σε ιστορικώς χαμηλά επίπεδα. Ωστόσο, η ανάκαμψη των επιχειρηματικών επενδύσεων θα συνεχίσει να επηρεάζεται ανασταλτικά από τις δυσκαμψίες στις αγορές προϊόντων και τις προσδοκίες για χαμηλότερο ρυθμό αύξησης του δυναμικού προϊόντος από ό,τι στο παρελθόν.

Οι εξαγωγές προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται βάσει των προβολών να επιταχυνθούν στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, συμβαδίζοντας σε γενικές γραμμές με την εξωτερική ζήτηση. Η εξωτερική ζήτηση αναμένεται να αποκτήσει δυναμική από το τέλος του 2016 και μετά, καθώς η ζήτηση εισαγωγών αυξάνεται τόσο στις προηγμένες οικονομίες όσο και στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές (συμπεριλαμβανομένων της Ρωσίας και της Βραζιλίας). Ωστόσο, η υποτονική άνοδος των εισαγωγών στο Ηνωμένο Βασίλειο αναμένεται να αποτρέψει μια εντονότερη άνοδο της εξωτερικής ζήτησης προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ. Συνολικά, οι αναμενόμενοι, βάσει των προβολών, ρυθμοί αύξησης της εξωτερικής ζήτησης θα παραμείνουν πολύ κάτω από τα επίπεδα που επικρατούσαν πριν από την κρίση.⁴ Οι εξαγωγές προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται να αποκτήσουν δυναμική από το 5^ο τρίμηνο του 2016 και μετά, συμβαδίζοντας σε γενικές γραμμές με τον ρυθμό της εξωτερικής ζήτησης. Οι εισαγωγές από χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται να αυξηθούν ελαφρώς ταχύτερα από τις αντίστοιχες εξαγωγές και σύμφωνα με την ιστορική ελαστικότητά τους ως προς τη συνολική ζήτηση. Η συμβολή του εμπορικού ισοζυγίου στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται να γίνει ευνοϊκότερη στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να παραμείνει σταθερό σε 3,1% του ΑΕΠ περίπου.

Πλαίσιο 2

Το διεθνές περιβάλλον

Η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να ενισχυθεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Τα στοιχεία που δημοσιεύθηκαν μετά τις προηγούμενες προβολές φαίνεται να επιβεβαιώνουν αυτήν την εκτίμηση για το β' εξάμηνο του έτους, υποδηλώνοντας σχετικά σταθερή ανάπτυξη στις προηγμένες οικονομίες και ελαφρά βελτίωση στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές. Σε ό,τι αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να συνεχίσει να ενισχύεται, θα εξακολουθήσει όμως να υπολείπεται σε σχέση με τα προ της κρίσης επίπεδα. Οι προοπτικές για τις επιμέρους οικονομίες τόσο μεταξύ των προηγμένων οικονομιών όσο και μεταξύ των οικονομιών με αναδυόμενες αγορές παραμένουν ανάμικτες. Οι συνεχιζόμενες γενικά διευκολυντικές πολιτικές και η βελτίωση των συνθηκών στις αγορές εργασίας αναμένεται να στηρίξουν τη δραστηριότητα στις Ηνωμένες Πολιτείες, ενώ στην Ιαπωνία ο ρυθμός μεγέθυνσης αναμένεται να παραμείνει συγκρατημένος. Η δε αυξημένη αβεβαιότητα αναμένεται να επηρεάσει αρνητικά τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές για την ανάπτυξη της οικονομίας του Ηνωμένου Βασιλείου. Επιπλέον, η συνεχιζόμενη επιβράδυνση της ανάπτυξης της Κίνας είναι πιθανόν να επηρεάσει αρνητικά τις οικονομικές προοπτικές άλλων οικονομιών με αναδυόμενες αγορές, ενώ η σταδιακή αποκλιμάκωση της βαθιάς ύφεσης σε ορισμένους από τους μεγαλύτερους εξαγωγείς

⁴ Βλ. IRC Trade Task Force, "Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?", *Occasional Paper Series*, αριθ. 178, ΕΚΤ, Σεπτέμβριος 2016.

βασικών εμπορευμάτων εξακολουθεί να αποτελεί παράγοντα στήριξης της παγκόσμιας ανάπτυξης την προσεχή περίοδο.

Το παγκόσμιο εμπόριο εκτιμάται επίσης ότι απέκτησε κάποια δυναμική το β' εξάμηνο του 2016, μετά την υποτονικότητα που παρατηρήθηκε το α' εξάμηνο. Εξαιρουμένης της ζώνης του ευρώ, οι παγκόσμιες εισαγωγές έχουν αναθεωρηθεί ελαφρώς προς τα άνω το α' εξάμηνο του 2016 και οι διαθέσιμοι δείκτες φανερώνουν θετικές ενδείξεις σε ό,τι αφορά τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές. Μεσοπρόθεσμα το παγκόσμιο εμπόριο αναμένεται να ενισχυθεί, επωφελούμενο από την ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας. Η εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αναμένεται να αυξηθεί κατά 1,5% το 2016, 2,4% το 2017, 3,4% το 2018 και 3,6% το 2019.

Το διεθνές περιβάλλον

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	Δεκέμβριος 2016				Σεπτέμβριος 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Παγκόσμιο πραγματικό ΑΕΠ (εκτός ζώνης ευρώ)	3,0	3,5	3,7	3,8	3,0	3,5	3,7
Παγκόσμιο εμπόριο (εκτός ζώνης ευρώ) ¹⁾	0,9	2,8	3,7	3,8	0,9	2,8	3,7
Εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών ζώνης ευρώ ²⁾	1,5	2,4	3,4	3,6	1,6	2,6	3,5

1) Υπολογίζεται ως σταθμισμένος μέσος όρος των εισαγωγών.

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

Σε σύγκριση με τις προβολές του Σεπτεμβρίου 2016, οι προοπτικές για την παγκόσμια ανάκαμψη και την εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών έχουν μεταβληθεί ελάχιστα.

Το αρνητικό παραγωγικό κενό αναμένεται να εξαλειφθεί μέχρι το τέλος του χρονικού ορίζοντα προβολής, αντανακλώντας τον συγκρατημένο ρυθμό αύξησης του δυνητικού προϊόντος. Ο ρυθμός αύξησης του δυνητικού προϊόντος εκτιμάται ότι θα εξακολουθήσει να είναι συγκρατημένος στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, παραμένοντας σαφώς κάτω από το επίπεδο του 1,7% περίπου που επικρατούσε πριν από την κρίση. Ο μέτριος ρυθμός αύξησης του δυνητικού προϊόντος αντανακλά κατά κύριο λόγο τη μάλλον χαμηλή συμβολή του κεφαλαίου έπειτα από μια παρατεταμένη περίοδο πολύ υποτονικών επενδύσεων. Η συμβολή της εργασίας αναμένεται, βάσει των προβολών, να διευρυνθεί ελαφρώς, αντανακλώντας την αύξηση του πληθυσμού σε ηλικία εργασίας και την αυξανόμενη συμμετοχή στην αγορά εργασίας, λόγω των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Η συμβολή της εργασίας θα παραμείνει ωστόσο κάπως χαμηλότερη από τον προ κρίσης μέσο όρο της λόγω της γήρανσης του πληθυσμού. Καθώς ο καταγραφόμενος ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να είναι πολύ υψηλότερος από τον μέτριο ρυθμό αύξησης του δυνητικού προϊόντος, το αρνητικό παραγωγικό κενό θα μειώνεται σταθερά και θα εξαλειφθεί μέχρι το τέλος του χρονικού ορίζοντα προβολής.

Οι συνθήκες στις αγορές εργασίας της ζώνης του ευρώ αναμένεται να συνεχίσουν να βελτιώνονται στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Η απασχόληση αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να συνεχίσει να αυξάνεται στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αν και λιγότερο γρήγορα από ό,τι τα πρόσφατα τρίμηνα. Βραχυπρόθεσμα αυτή η εξέλιξη αντανακλά κυρίως μια επάνοδο

στην κανονικότητα καθώς εξασθενούν ορισμένοι πρόσκαιροι υποστηρικτικοί παράγοντες, ενώ για το υπόλοιπο διάστημα του ορίζοντα αντανάκλα κυρίως την υπόθεση ότι οι ελλείψεις στην προσφορά ειδικευμένου προσωπικού θα γίνουν περισσότερο δεσμευτικές σε ορισμένα μέρη της ζώνης του ευρώ. Αυτές οι εξελίξεις όσον αφορά την απασχόληση υποδηλώνουν επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας από 0,3% το 2016 σε 0,9% το 2019, αντανάκλωντας μια πορεία η οποία συμβαδίζει με τις διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου και χαρακτηρίζεται από αυξανόμενο βαθμό χρησιμοποίησης του κεφαλαίου και της εργασίας, άνοδο του αριθμού πραγματικών ωρών εργασίας ανά εργαζόμενο και κάποια αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών παραγωγής. Το ποσοστό ανεργίας αναμένεται να υποχωρήσει, αν και με βραδύτερο ρυθμό από ό,τι στο πρόσφατο παρελθόν, καθώς ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης επιβραδύνεται πιο έντονα από ό,τι ο ρυθμός αύξησης του εργατικού δυναμικού.

Σε σύγκριση με τις προβολές του Σεπτεμβρίου 2016, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ έχει αναθεωρηθεί ελαφρώς προς τα άνω σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα και παραμένει σε γενικές γραμμές αμετάβλητος στη συνέχεια. Οι βελτιωμένες βραχυπρόθεσμες προοπτικές αντανάκλουν τις ευνοϊκότερες εξελίξεις των βραχυχρόνιων δεικτών και τις πρόσφατες θετικές εκπλήξεις που αφορούν τις αγορές εργασίας και κατοικιών.

2

Τιμές και κόστος

Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, ότι θα αυξηθεί σημαντικά, από 0,2% το 2016 σε 1,3% το 2017 και περαιτέρω σε 1,5% το 2018 και 1,7% το 2019. Από τις τιμές της ενέργειας αναμένεται να προέλθουν περίπου τα 4/5 της επιτάχυνσης του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) μεταξύ 2016 και 2017. Η εξασθένηση των έντονων καθοδικών επιδράσεων από τις προηγούμενες μειώσεις των τιμών του πετρελαίου, οι οποίες επηρέασαν αρνητικά τον μετρούμενο πληθωρισμό το 2015 και το 2016, αναμένεται να ενισχύσει σημαντικά τον μετρούμενο πληθωρισμό το 2017, ιδίως στην αρχή του έτους. Επακολούθως, η μικρότερη κλίση της καμπύλης των τιμών των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου υποδηλώνει ήπια πτώση του ρυθμού πληθωρισμού όσον αφορά τη συγκεκριμένη συνιστώσα του ΕνΔΤΚ κατά το υπόλοιπο του 2017 ενώ στη συνέχεια οι εξελίξεις δεν θα παρουσιάσουν γενικά διακυμάνσεις.

Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) εκτός της ενέργειας και των ειδών διατροφής αναμένεται να αυξηθεί σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής ενόψει αυξανόμενων πιέσεων στο εγχώριο κόστος. Οι συνεχιζόμενες βελτιώσεις των συνθηκών στην αγορά εργασίας, όπως αντανάκλονται στη διαρκή αύξηση της απασχόλησης, προβλέπεται να οδηγήσουν σε μείωση του βαθμού υποαπασχόλησης του εργατικού δυναμικού. Αυτό αναμένεται να συμβάλει σε αξιοσημείωτη επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των μισθών καθώς και του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Τα περιθώρια κέρδους αναμένεται επίσης να διευρυνθούν περαιτέρω παράλληλα με τη σμίκρυνση του παραγωγικού κενού, αν και με ρυθμό γενικά σταθερό ή και βραδύτερο από ό,τι καταγράφηκε προσφάτως.

Επιπλέον, η εξασθένηση των καθοδικών επιδράσεων από τις προηγούμενες μειώσεις των τιμών του πετρελαίου και οι αυξήσεις, σύμφωνα με τις υποθέσεις, των τιμών του πετρελαίου αναμένεται να συμβάλουν στην άνοδο του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής μέσω έμμεσων επιδράσεων. Αντιθέτως, οι φθίνουσες ανοδικές επιδράσεις από την προηγηθείσα υποτίμηση του ευρώ σε συνδυασμό με τις καθοδικές επιδράσεις από την επακόλουθη ανατίμηση του ευρώ επηρεάζουν αρνητικά τις προοπτικές για τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής. Συνολικά, ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής αναμένεται ότι θα διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε 0,9% το 2016 και ότι θα ενισχυθεί σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα, φθάνοντας το 1,7% το 2019. Αναμένεται ότι θα αποτελέσει τον βασικό παράγοντα που θα οδηγήσει σε ενίσχυση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) από τα μέσα του 2017 και εξής.

Η αναμενόμενη αναστροφή των τιμών εισαγομένων αποτελεί σημαντικότερο παράγοντα που θα συντελέσει στην ενίσχυση, βάσει των προβολών, του πληθωρισμού βραχυπρόθεσμα. Έπειτα από μια ασυνήθιστα μακρόχρονη περίοδο διαδοχικών μειώσεων των τιμών εισαγομένων, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών εισαγομένων αναμένεται να αποκτήσει θετικό πρόσημο το 2017. Βασικό στοιχείο της αναμενόμενης αναστροφής είναι η αύξηση, βάσει των υποθέσεων, των τιμών των βασικών εμπορευμάτων και, ιδίως, των τιμών του πετρελαίου. Οι ισχυρές ανοδικές επιδράσεις της βάσης σύγκρισης διαδραματίζουν κι αυτές σημαντικό ρόλο στην αναστροφή του ετήσιου ρυθμού μεταβολής του αποπληθωριστή των εισαγωγών από το 2016 έως το 2017. Οι σταδιακά αυξανόμενες πληθωριστικές πιέσεις (εκτός αυτών που σχετίζονται με τις τιμές των βασικών εμπορευμάτων) παγκοσμίως, οι οποίες στηρίζονται από την υποχώρηση του παγκόσμιου αναξιοποίητου παραγωγικού δυναμικού, αναμένεται ότι θα επιτείνουν τις εξωτερικές πιέσεις στις τιμές στη ζώνη του ευρώ. Παρόλο που αναμένεται να αυξηθούν, οι παγκόσμιες πιέσεις στις τιμές προβλέπεται, σύμφωνα με τις προβολές, ότι θα παραμείνουν μέτριες, περιοριζόμενες από το παγκόσμιο αναξιοποίητο παραγωγικό δυναμικό που εξακολουθεί να είναι σημαντικό τόσο στις προηγμένες οικονομίες όσο και στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές καθώς και από τον συνακόλουθο υψηλό βαθμό ανταγωνισμού με χώρες χαμηλού κόστους.

Ο ρυθμός αύξησης των μισθών αναμένεται να επιταχυνθεί αισθητά σε όλη τη διάρκεια του ορίζοντα καθώς υποχωρεί ο βαθμός υποαπασχόλησης των πόρων στην αγορά εργασίας και εξασθενούν σταδιακά άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν αρνητικά τις αυξήσεις των μισθών. Ο ρυθμός αύξησης της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να επιταχυνθεί από 1,2% το 2016 σε 2,4% το 2019. Σημαντικοί παράγοντες που συντελούν σε αυτήν την αξιοσημείωτη επιτάχυνση είναι οι προβλεπόμενες βελτιώσεις των συνθηκών στην αγορά εργασίας καθώς και η προβλεπόμενη άνοδος του πληθωρισμού που εκτιμάται ότι θα επηρεάσει με τη σειρά της τις μισθολογικές εξελίξεις, δεδομένου ότι σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ οι διαδικασίες μισθολογικών διαπραγματεύσεων εμπεριέχουν ένα σημαντικό στοιχείο αναδρομικότητας. Επιπλέον, η ανάγκη συγκράτησης των μισθολογικών αυξήσεων προκειμένου να ανακτηθεί η ανταγωνιστικότητα τιμών σε ορισμένες χώρες ή η συνεχιζόμενη συγκράτηση των μισθών στα πρώτα στάδια της ανάκαμψης αναμένεται

να υποχωρήσουν σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Επιπροσθέτως, οι περιοριστικές επιδράσεις από τις μεταρρυθμίσεις στις αγορές εργασίας που υλοποιήθηκαν σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ στη διάρκεια της κρίσης ενδέχεται να επηρεάσουν λιγότερο αρνητικά την αύξηση των μισθών καθώς προχωρεί και διευρύνεται η κυκλική ανάκαμψη. Επίσης, οι επιδράσεις που συνδέονται με τις μεταβολές της σύνθεσης της απασχόλησης αναμένεται να εξασθενήσουν σταδιακά καθώς η άνοδος της απασχόλησης θα παρατηρείται σε ευρύτερη έκταση και δεν θα είναι επικεντρωμένη σε τομείς που χαρακτηρίζονται από χαμηλή παραγωγικότητα άρα και χαμηλούς μισθούς από ό,τι τα τελευταία έτη.

Τα περιθώρια κέρδους αναμένεται να συνεχίσουν να διευρύνονται στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, ωφελούμενα από τη συνεχιζόμενη οικονομική ανάκαμψη, αλλά με πολύ βραδύτερο ρυθμό από ό,τι το 2015. Τα περιθώρια κέρδους ενισχύθηκαν το 2015 από την απότομη πτώση των τιμών του πετρελαίου, η οποία δεν φαίνεται να έχει μεταकुλιστεί πλήρως στις τιμές καταναλωτή, καθώς και από τις υποτονικές εξελίξεις του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Καθώς η επίδραση των τιμών του πετρελαίου αποδυναμώνεται και ο ρυθμός αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος ανακάμπτει το 2016, αναμένεται να εξασθενήσει η αύξηση των περιθωρίων κέρδους. Ο γενικά αμετάβλητος και μέτριος ρυθμός αύξησης των περιθωρίων κέρδους κατά το υπόλοιπο του χρονικού ορίζοντα προβολής είναι συμβατός με την αναμενόμενη κυκλική ανάκαμψη και με ορισμένη περιοριστική επίδραση από το αυξανόμενο κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Συγκριτικά με τις προβολές που δημοσιεύθηκαν τον Σεπτέμβριο του 2016, οι προοπτικές για τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) παραμένουν σε γενικές γραμμές αμετάβλητες. Ενώ η πορεία του υποκείμενου πληθωρισμού είναι ελαφρώς πιο συγκρατημένη σε σχέση με τις προηγούμενες προβολές, αυτή υπεραντισταθμίζεται το 2017 από τον υψηλότερο πληθωρισμό των τιμών της ενέργειας.

3 Δημοσιονομικές προοπτικές

Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να είναι επεκτατική το 2016 και ουδέτερη σε γενικές γραμμές την περίοδο 2017-19. Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής μετρείται ως η μεταβολή του κυκλικά προσαρμοσμένου πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος χωρίς την κρατική στήριξη προς τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Το 2016, η επεκτατική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής απορρέει κυρίως από μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής τα οποία εμπίπτουν στη διακριτική ευχέρεια επιμέρους χωρών, ενώ οι παράγοντες οι οποίοι δεν εμπίπτουν στην ως άνω διακριτική ευχέρεια διαδραματίζουν μικρό ρόλο και σχετίζονται κυρίως με ελαφρά μείωση των μη φορολογικών εσόδων.

Στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, ο λόγος του δημοσιονομικού ελλείμματος και ο λόγος του χρέους της γενικής κυβέρνησης αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να ακολουθήσουν καθοδική πορεία. Το 2016, οι

χαμηλότερες δαπάνες για τόκους και η βελτίωση της κυκλικής συνιστώσας υπεραντισταθμίζουν την επιδείνωση του κυκλικά προσαρμοσμένου πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος. Από το 2017 έως το 2019 η περαιτέρω μείωση των δαπανών για τόκους και η βελτίωση της κυκλικής συνιστώσας επιφέρουν περαιτέρω μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος, ενώ το κυκλικά προσαρμοσμένο πρωτογενές αποτέλεσμα παραμένει αμετάβλητο. Η σταδιακή μείωση του δημόσιου χρέους στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής 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. Το πρωτογενές πλεόνασμα ασκεί επίσης θετική επίδραση στην προβλεπόμενη τροχιά του χρέους.

Σε σύγκριση με τις προβολές που δημοσιεύθηκαν τον Σεπτέμβριο, οι δημοσιονομικές προοπτικές παραμένουν σε γενικές γραμμές αμετάβλητες όσον αφορά τον λόγο του ελλείμματος, ενώ ο λόγος του χρέους έχει αναθεωρηθεί προς τα άνω για την περίοδο 2017-18. Η προς τα άνω αναθεώρηση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ το 2017 και το 2018 αντανακλά κυρίως τη μικρότερη συμβολή της ευνοϊκής διαφοράς ρυθμού ανάπτυξης-επιτοκίου στη μείωση του χρέους, που απορρέει από την προς τα κάτω αναθεώρηση του ονομαστικού ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ.

Πίνακας 1

Μακροοικονομικές προβολές για τη ζώνη του ευρώ¹⁾

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	Δεκέμβριος 2016				Σεπτέμβριος 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Πραγματικό ΑΕΠ ¹⁾	1,7	1,7	1,6	1,6	1,7	1,6	1,6
		[1,1 - 2,3] ²⁾	[0,6 - 2,6] ²⁾	[0,4 - 2,8] ²⁾	[1,5 - 1,9] ²⁾	[0,7 - 2,5] ²⁾	[0,4 - 2,8] ²⁾
Ιδιωτική κατανάλωση	1,7	1,5	1,5	1,4	1,7	1,6	1,5
Δημόσια κατανάλωση	2,0	1,3	1,1	1,1	1,7	0,9	1,0
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	3,0	3,1	3,1	2,7	3,1	3,3	3,3
Εξαγωγές ³⁾	2,7	3,7	3,9	4,0	2,6	3,7	4,1
Εισαγωγές ³⁾	3,3	4,1	4,3	4,1	3,3	4,4	4,7
Απασχόληση	1,4	1,1	0,8	0,8	1,3	0,8	0,7
Ποσοστό ανεργίας (ως ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)	10,0	9,5	9,1	8,7	10,1	9,9	9,6
ΕνΔΤΚ	0,2	1,3	1,5	1,7	0,2	1,2	1,6
	[0,2 - 0,2] ²⁾	[0,8 - 1,8] ²⁾	[0,7 - 2,3] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾	[0,1 - 0,3] ²⁾	[0,6 - 1,8] ²⁾	[0,8 - 2,4] ²⁾
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,2	1,5
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,3	1,5
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια, τα είδη διατροφής και τις μεταβολές των έμμεσων φόρων ⁴⁾	0,8	1,1	1,4	1,7	0,9	1,2	1,5
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος	0,8	1,0	1,3	1,5	0,8	1,0	1,3
Μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό	1,2	1,7	2,1	2,4	1,2	1,8	2,2
Παραγωγικότητα της εργασίας	0,3	0,6	0,8	0,9	0,4	0,7	0,9
Δημοσιονομικό αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2	-1,9	-1,7	-1,5
Διαρθρωτικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα (ως ποσοστό % του ΑΕΠ) ⁵⁾	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4	-1,9	-1,8	-1,6
Ακαθάριστο χρέος γενικής κυβέρνησης (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	89,4	88,5	87,3	85,7	89,5	88,4	87,0
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	3,2	3,1	3,0	3,1	3,5	3,4	3,3

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 και σεναρίων

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. Επιπλέον, εξετάζει τις επιδράσεις ορισμένων από τις δυναμικές πολιτικές της νέας κυβέρνησης των ΗΠΑ στις προοπτικές για την αμερικανική οικονομία, την παγκόσμια οικονομία και την οικονομία της ζώνης του ευρώ.

1) Εναλλακτική πορεία των τιμών του πετρελαίου

Εναλλακτικά υποδείγματα τιμών του πετρελαίου υποδηλώνουν κίνδυνο ανόδου των τιμών του πετρελαίου με 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 σχετικά με 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 55 δολάρια ΗΠΑ ανά βαρέλι έως το τέλος του 2019. Η πορεία αυτή είναι συμβατή με συγκρατημένη ανάκαμψη της παγκόσμιας ζήτησης πετρελαίου, σενάριο που συνδέεται με τη σταθεροποίηση της παγκόσμιας οικονομικής ανάκαμψης, καθώς και με μικρή μείωση της προσφοράς πετρελαίου. Ένας συνδυασμός εναλλακτικών υποδειγμάτων που χρησιμοποιούν οι εμπειρογνώμονες του Ευρωσυστήματος⁵ για να προβλέψουν τις τιμές του πετρελαίου στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής υποδηλώνει επί του παρόντος υψηλότερες τιμές του πετρελαίου για αυτήν την περίοδο σε σχέση με τις τεχνικές υποθέσεις. Η υλοποίηση αυτής της εναλλακτικής πορείας, σύμφωνα με την οποία οι τιμές του πετρελαίου ήταν κατά 19% υψηλότερες από ό,τι υποθέτει το βασικό σενάριο μέχρι το 2019, θα επιβράδυνε οριακά τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ, ενώ θα επέφερε ταχύτερη αύξηση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) (κατά 0,1 της ποσοστιαίας μονάδας το 2017, 0,2 της ποσοστιαίας μονάδας το 2018 και 0,3 της ποσοστιαίας μονάδας το 2019).

Μετά την ολοκλήρωση αυτών των προβολών, ο ΟΠΕΚ συμφώνησε στις 30 Νοεμβρίου 2016 να μειώσει την προσφορά πετρελαίου, γεγονός που οδήγησε σε απότομη άνοδο των τιμών του πετρελαίου βάσει των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης βραχυπρόθεσμα και στη συνέχεια σε ελαφρώς ανοδική πορεία τους σε μεταγενέστερο χρόνο εντός του ορίζοντα προβολής. Αν αυτή η πορεία υλοποιηθεί, θα οδηγήσει σε υψηλότερο πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) το 2017, αλλά θα έχει μικρότερο αντίκτυπο στην εξέλιξη του πληθωρισμού το 2018 και το 2019 σε σύγκριση με την εξέλιξη που υποθέτει το βασικό σενάριο.

2) Εναλλακτική πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας

Η παρούσα ανάλυση ευαισθησίας διερευνά, ενδεικτικά, την επίδραση που θα είχε η διαμόρφωση χαμηλότερης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ σε σχέση με το βασικό σενάριο. Οι κίνδυνοι υποτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ απορρέουν κυρίως από

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

την αποκλίνουσα κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής μεταξύ των δύο πλευρών του Ατλαντικού. Πιο συγκεκριμένα, μια λιγότερο βαθμιαία από την αναμενόμενη αύξηση του επιτοκίου-στόχου για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια στις Ηνωμένες Πολιτείες θα μπορούσε να ασκήσει περαιτέρω καθοδικές πιέσεις στο ευρώ. Αυτό μπορεί να αντανakλά ιδίως αυξανόμενες πληθωριστικές προσδοκίες στις Ηνωμένες Πολιτείες στο πλαίσιο επεκτατικών δημοσιονομικών πολιτικών και στενότητας στην αγορά εργασίας. 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 17 Νοεμβρίου 2016. Η πορεία αυτή συνεπάγεται σταδιακή υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ σε 0,95 δολάρια ΗΠΑ ανά ευρώ το 2019, δηλαδή 9,7% χαμηλότερα από την υπόθεση του βασικού σεναρίου για αυτό το έτος. Οι αντίστοιχες υποθέσεις για την ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ αντανakλούν 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 υπόθεση του βασικού σεναρίου και τη διαμόρφωσή της σε επίπεδο 5,2% κάτω από ό,τι υποθέτει το βασικό σενάριο για το 2019. Σε αυτό το εναλλακτικό σενάριο, ο μέσος όρος των αποτελεσμάτων διαφόρων μακροοικονομικών υποδειγμάτων των εμπειρογνομόνων υποδεικνύει υψηλότερο ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ (κατά 0,2-0,3 της ποσοστιαίας μονάδας ετησίως) και υψηλότερο πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) (κατά 0,2 της ποσοστιαίας μονάδας το 2017 και κατά 0,4-0,5 της ποσοστιαίας μονάδας το 2018 και το 2019).

3) Σενάρια υπό τη νέα κυβέρνηση των ΗΠΑ – επιδράσεις στις προοπτικές για τις ΗΠΑ, στις παγκόσμιες προοπτικές και στις προοπτικές για τη ζώνη του ευρώ

Οι δυνητικές μεταβολές πολιτικής από τη νέα κυβέρνηση των ΗΠΑ υπό την προεδρία του Donald Trump έχουν μόλις αρχίσει να διαφαίνονται. Αν και οι λεπτομέρειες των μελλοντικών πολιτικών της νέας κυβέρνησης δεν είναι ακόμη γνωστές και επομένως δεν έχουν συμπεριληφθεί στο βασικό σενάριο, κατά την προεκλογική του εκστρατεία ο κ. Trump σκιαγράφησε τα ακόλουθα βασικά σχέδια πολιτικής: (i) μια μεγάλη ύψους δέσμη δημοσιονομικών μέτρων για την τόνωση της οικονομίας, στα οποία πιθανώς θα περιλαμβάνεται συνδυασμός φορολογικών περικοπών για τα φυσικά πρόσωπα και τις μεγάλες εταιρείες, καθώς και αύξηση των δαπανών για τις υποδομές και την άμυνα, (ii) αυστηρότερη μεταναστευτική πολιτική και (iii) ενισχυμένος εμπορικός προστατευτισμός. Λαμβανομένων υπόψη των επιφυλάξεων που συνδέονται με την υψηλή αβεβαιότητα όσον αφορά αυτές τις μελλοντικές πολιτικές, ο αντίκτυπος αυτών των τριών ευρέων τομέων πολιτικής αναλύεται παρακάτω.

Οι επιδράσεις μιας τέτοιας δέσμης μέτρων πολιτικής πιθανώς θα είναι πληθωριστικές στις Ηνωμένες Πολιτείες, ενώ ο αντίκτυπος στη δραστηριότητα εξαρτάται από τα μέτρα που θα επιλεγούν στην πράξη. Τα δημοσιονομικά μέτρα θα δώσουν ώθηση στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ και στον πληθωρισμό, αλλά η ώθηση αυτή ενδέχεται να μετριαστεί από τα υψηλότερα επιτόκια και μια ανατίμηση του δολαρίου ΗΠΑ. Μια αυστηρότερη μεταναστευτική πολιτική θα μπορούσε να οδηγήσει σε μάλλον μέτρια υποχώρηση της δραστηριότητας, αν η μείωση του εργατικού δυναμικού αντισταθμιστεί σε μεγάλο βαθμό από άνοδο του ποσοστού συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό και αύξηση της απασχόλησης σε άλλα τμήματα του εγχώριου πληθυσμού. Οι πολιτικές εμπορικού προστατευτισμού, μέσω των υψηλότερων εισαγωγικών δασμών, ενδέχεται να συνοδευτούν από αντίστοιχες πολιτικές των εμπορικών εταιριών των ΗΠΑ και θα μπορούσαν έτσι να

οδηγήσουν σε μείωση του πραγματικού ΑΕΠ των ΗΠΑ στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, λόγω των μείωσης των αμερικανικών εξαγωγών.

Οι επιδράσεις στην παγκόσμια οικονομία εξαρτώνται από τη σχετική ισχύ των διαφόρων διαύλων μετάδοσής τους. Στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές, αν πληγούν σοβαρά από τα μέτρα προστατευτισμού, πιθανόν να καταγραφεί αρνητικός αντίκτυπος στην αύξηση του ΑΕΠ τους, ενώ άλλες περιοχές μπορεί αρχικά να ωφεληθούν από τα δημοσιονομικά μέτρα τόνωσης της οικονομίας στις ΗΠΑ και τα αποτελέσματα υποκατάστασης του εμπορίου (trade substitution effects).

Όσον αφορά τον αντίκτυπο στη ζώνη του ευρώ, λειτουργούν διάφοροι δίαυλοι. Πρώτον, η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική στις Ηνωμένες Πολιτείες θα δώσει ώθηση στην εγχώρια ζήτηση στις Ηνωμένες Πολιτείες, θα οδηγήσει σε εξασθένηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και σε υψηλότερη ζήτηση για αγαθά και υπηρεσίες της ζώνης του ευρώ. Δεύτερον, δεδομένου ότι η εγχώρια δραστηριότητα και οι εισαγωγές στις Ηνωμένες Πολιτείες και στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές θα μπορούσαν να μειωθούν ως αποτέλεσμα της επιβολής υψηλότερων εισαγωγικών δασμών και άλλων εμπορικών πολιτικών από την πλευρά των ΗΠΑ, η άμεση επίδραση στη ζήτηση από τις εμπορικές πολιτικές των ΗΠΑ θα μπορούσε να είναι αρνητική για τη ζώνη του ευρώ. Ωστόσο, αν η ζώνη του ευρώ δεν υποστεί υψηλότερους εισαγωγικούς δασμούς, θα μπορούσε να αυξηθεί η ανταγωνιστικότητα των τιμών της σε σχέση με τις χώρες που θα υπόκεινται σε υψηλότερους εισαγωγικούς δασμούς. Αυτό θα μπορούσε να δημιουργήσει αποτέλεσμα υποκατάστασης των εμπορικών συναλλαγών σε παγκόσμιο επίπεδο υπέρ της ζώνης του ευρώ. Συνολικά, ωστόσο, οι επιδράσεις στη ζώνη του ευρώ παραμένουν εξαιρετικά αβέβαιες στην παρούσα συγκυρία και εξαρτώνται από τις συγκεκριμένες πολιτικές που θα επιλέξει η νέα κυβέρνηση των ΗΠΑ.

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 προβολές για τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ και για τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) που είναι επί του παρόντος διαθέσιμες από άλλους οργανισμούς, βρίσκονται γενικά εντός των διαστημάτων που περιβάλλουν τις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (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	Δεκέμβριος 2016	1,7 [1,6-1,8]	1,7 [1,1-2,3]	1,6 [0,6-2,6]	0,2 [0,2-0,2]	1,3 [0,8-1,8]	1,5 [0,7-2,3]
Ευρωπαϊκή Επιτροπή	Νοέμβριος 2016	1,7	1,5	1,7	0,3	1,4	1,4
ΟΟΣΑ	Νοέμβριος 2016	1,7	1,6	1,7	0,2	1,2	1,4
Βαρόμετρο της ζώνης του ευρώ	Νοέμβριος 2016	1,6	1,3	1,4	0,3	1,3	1,6
Προβλέψεις της Consensus Economics	Νοέμβριος 2016	1,6	1,3	1,4	0,2	1,3	1,5
Έρευνα μεταξύ των Επαγγελματιών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων	Οκτώβριος 2016	1,6	1,4	1,5	0,2	1,2	1,4
ΔΝΤ	Οκτώβριος 2016	1,7	1,5	1,6	0,3	1,1	1,3

Πηγές: Ευρωπαϊκές Οικονομικές Προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Φθινόπωρο 2016· ΔΝΤ, World Economic Outlook, Οκτώβριος 2016· ΟΟΣΑ, Economic Outlook, Νοέμβριος 2016· Προβλέψεις της Consensus Economics, Νοέμβριος 2016· MJEconomics για το Βαρόμετρο της Ζώνης του Ευρώ, Νοέμβριος 2016· Έρευνα της ΕΚΤ μεταξύ των Επαγγελματιών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων, Οκτώβριος 2016.

Σημειώσεις: 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.