



ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΡΟΒΟΛΕΣ ΕΜΠΕΙΡΟΓΝΩΜΟΝΩΝ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΤΟΥ ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2014¹

Η οικονομική δραστηριότητα αποδείχθηκε υποτονικότερη από ό,τι αναμενόταν στις αρχές του έτους, κυρίως λόγω της απρόβλεπτα συγκρατημένης ανόδου των επενδύσεων και των εξαγωγών. Η τρέχουσα φάση συγκρατημένης ανάπτυξης αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να συνεχιστεί και το 2015. Ωστόσο, διάφοροι υποστηρικτικοί εξωτερικοί και εγχώριοι παράγοντες, μεταξύ των οποίων η πολύ διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ -η οποία ενισχύθηκε από τα συμβατικά και μη συμβατικά μέτρα που λήφθηκαν τον Ιούνιο και τον Σεπτέμβριο του 2014- αναμένεται να επικρατήσουν στη διάρκεια του 2015, και ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται στη συνέχεια να επιταχυνθεί ελαφρώς. Σύμφωνα με τις προβολές, το πραγματικό ΑΕΠ θα αυξηθεί κατά 0,8% το 2014, 1,0% το 2015 και 1,5% το 2016. Καθώς οι ρυθμοί αυτοί υπερβαίνουν ολοένα περισσότερο την εκτιμώμενη δυναμική ανάπτυξη, το παραγωγικό κενό θα καλυφθεί με βραδύτερο ρυθμό στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα, αλλά θα παραμείνει αρνητικό το 2016. Οι προοπτικές για τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ έχουν αναθεωρηθεί σημαντικά προς τα κάτω σε σχέση με την προβολή που δημοσιεύθηκε στο Μηνιαίο Δελτίο του Σεπτεμβρίου 2014.

Ο ρυθμός πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) στη ζώνη του ευρώ αναμένεται, βάσει των προβολών, να παραμείνει χαμηλός βραχυπρόθεσμα και να αυξηθεί σταδιακά μόνο στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Σύμφωνα με τις προβολές, αναμένεται να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε 0,5% το 2014, 0,7% το 2015 και 1,3% το 2016. Η πρόσφατη πτώση των τιμών του πετρελαίου έχει περιορίσει σημαντικά τις προοπτικές για τον βραχυπρόθεσμο πληθωρισμό. Ωστόσο, η σταδιακή μείωση του αρνητικού παραγωγικού κενού και οι αυξανόμενες εξωτερικές πιέσεις στις τιμές, ενισχυμένες από την υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, αναμένεται να συμβάλουν στην άνοδο του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Παρ' όλα αυτά, η εναπομένουσα υποαπασχόληση των πόρων στην οικονομία θα αποτρέψει την έντονη άνοδο του πληθωρισμού. Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές που δημοσιεύθηκαν στο Μηνιαίο Δελτίο του Σεπτεμβρίου 2014, οι προοπτικές για τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) έχουν αναθεωρηθεί σημαντικά προς τα κάτω.

Το παρόν άρθρο παρουσιάζει συνοπτικά τις μακροοικονομικές προβολές για τη ζώνη του ευρώ όσον αφορά την περίοδο 2014-2016. Οι προβολές για έναν τόσο μεγάλο χρονικό ορίζοντα χαρακτηρίζονται από πολύ υψηλή αβεβαιότητα.² Αυτό θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη κατά την ερμηνεία των μακροοικονομικών προβολών. Θα πρέπει επίσης να τονιστεί ότι τα πρόσφατα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής λήφθηκαν υπόψη σε αυτές τις προβολές μόνο στον βαθμό κατά τον οποίο έχουν ήδη επηρεάσει τις χρηματοπιστωτικές μεταβλητές, ενώ δεν έχουν ενσωματωθεί περαιτέρω διάλοιο μετάδοσης. Αυτό υποδηλώνει ότι το βασικό σενάριο κατά πάσα πιθανότητα υποεκτιμά την επίδραση από τις δέσμες μέτρων νομισματικής πολιτικής.

¹ Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομώνων 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 έντυπο με τίτλο *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, ΕΚΤ, Ιούνιος 2001, το οποίο διατίθεται στον δικτυακό τόπο της ΕΚΤ. Η προθεσμία για τη συμπερίληψη των πιο πρόσφατων στοιχείων σχετικά με τις παρούσες προβολές ήταν η 20ή Νοεμβρίου 2014.

² Βλ. το άρθρο με τίτλο "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections" που δημοσιεύθηκε στο Μηνιαίο Δελτίο του Μαΐου 2013.

ΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Η παγκόσμια ανάκαμψη θα εξακολουθήσει, βάσει των προβολών, να ενισχύεται, αν και σταδιακά. Σύμφωνα με τις προβολές, ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου πραγματικού ΑΕΠ (εκτός της ζώνης του ευρώ) αναμένεται να επιταχυνθεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής από 3,6% το 2014 σε 4,2% το 2016. Ωστόσο, η ανάκαμψη αναμένεται να παραμείνει ανομοιόμορφη μεταξύ των επιμέρους οικονομικών περιοχών. Έπειτα από μια μάλλον υποτονική οικονομική δραστηριότητα στις αρχές του 2014, η δυναμική της ανάπτυξης σε ορισμένες προηγμένες οικονομίες εκτός της ζώνης του ευρώ σταθεροποιείται γενικότερα. Αντιθέτως, η δυναμική της ανάπτυξης στις αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς έχει παραμείνει συνολικά συγκρατημένη, παρουσιάζοντας κάποιες αποκλίσεις μεταξύ των επιμέρους οικονομικών περιοχών. Πέραν του βραχυπρόθεσμου ορίζοντα, η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα θα πρέπει να ενισχυθεί σταδιακά, αλλά η ανάκαμψη αναμένεται να παραμείνει συγκρατημένη. Ενώ ορισμένες σημαντικές προηγμένες οικονομίες επηρεάζονται ευνοϊκά από την εξασθένηση αντίξοων παραγόντων, οι αυξανόμενες διαρθρωτικές προκλήσεις και η επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών καθιστούν απίθανο οι αναδυόμενες οικονομίες να επανέλθουν στους ρυθμούς ανάπτυξης που είχαν σημειωθεί πριν από την κρίση.

Η δυναμική του παγκόσμιου εμπορίου παρέμεινε υποτονική το α' εξάμηνο του 2014. Ωστόσο, ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου εμπορίου εκτιμάται ότι έφθασε στο κατώτατο επίπεδο του το β' τρίμηνο και αναμένεται να επιταχυνθεί, βάσει των προβολών, από 2,7% το 2014 σε 5,2% το 2016 (παγκόσμιο εμπόριο εκτός της ζώνης του ευρώ). Η ελαστικότητά του ως προς την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα στο τέλος του χρονικού ορίζοντα προβολής αναμένεται να παραμείνει χαμηλότερη από αυτή που καταγράφηκε πριν από την παγκόσμια κρίση. Καθώς η ζήτηση εισαγωγών εκ μέρους των κυριότερων εμπορικών εταίρων της ζώνης του ευρώ αναμένεται να αυξηθεί με βραδύτερο ρυθμό από ό,τι εκ μέρους του υπόλοιπου κόσμου, ο ρυθμός αύξησης της εξωτερικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να είναι ελαφρώς ασθενέστερος σε σχέση με τον ρυθμό αύξησης του παγκόσμιου εμπορίου (βλ. Πίνακα 1).

Πίνακας 1 Το διεθνές περιβάλλον

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	Δεκέμβριος 2014				Σεπτέμβριος 2014			Αναθεωρήσεις από τον Σεπτέμβριο 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Παγκόσμιο πραγματικό ΑΕΠ (εκτός ζώνης ευρώ)	3,7	3,6	4,0	4,2	3,7	4,2	4,3	-0,1	-0,1	-0,1
Παγκόσμιο εμπόριο (εκτός ζώνης ευρώ) ¹⁾	3,4	2,7	3,9	5,2	3,9	5,5	5,9	-1,2	-1,6	-0,7
Εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών ζώνης ευρώ ²⁾	2,9	2,3	3,4	4,9	3,5	5,0	5,6	-1,2	-1,6	-0,6

Σημείωση: Οι αναθεωρήσεις υπολογίζονται από μη στρογγυλοποιημένα μεγέθη.

1) Υπολογίζεται ως σταθμισμένος μέσος όρος των εισαγωγών.

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

Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές που δημοσιεύθηκαν στο Μηνιαίο Δελτίο του Σεπτεμβρίου 2014, οι προοπτικές για την παγκόσμια ανάπτυξη έχουν αναθεωρηθεί ελαφρώς προς τα κάτω, ενώ οι προοπτικές για την εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ έχουν αναθεωρηθεί σημαντικά προς τα κάτω. Οι αναθεωρήσεις όσον αφορά τις προοπτικές για την εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αντανακλούν τα χαμηλότερα εισερχόμενα στοιχεία και την αναθεώρηση προς τα κάτω της πορείας της αύξησης της ελαστικότητας του παγκόσμιου εμπορίου σε σχέση με την οικονομική δραστηριότητα σε επίπεδα πλησιέστερα προς τη μακροχρόνια τιμή της, προκειμένου να συμπεριληφθούν προηγούμενα σφάλματα προβλέψεων.

Πλαίσιο 1

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

Οι τεχνικές υποθέσεις που αφορούν τα επιτόκια και τις τιμές των βασικών εμπορευμάτων βασίζονται στις προσδοκίες της αγοράς σύμφωνα με στοιχεία έως και τις 13 Νοεμβρίου 2014. 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 0,2% για το 2014 και σε 0,1% για το 2015 και το 2016. Οι προσδοκίες της αγοράς για τις ονομαστικές αποδόσεις των 10ετών ομολόγων του Δημοσίου στη ζώνη του ευρώ υποδηλώνουν μέσο επίπεδο 2,0% το 2014, 1,8% το 2015 και 2,1% το 2016.¹ Αντανακλώντας τις εξελίξεις στα προθεσμιακά επιτόκια της αγοράς και τη σταδιακή μετακύλιση των μεταβολών των επιτοκίων της αγοράς στα επιτόκια χορηγήσεων, τα σύνθετα επιτόκια τραπεζικών χορηγήσεων προς τον ιδιωτικό μη χρηματοπιστωτικό τομέα της ζώνης του ευρώ αναμένεται να μειωθούν ελαφρώς το 2014 και το 2015 και στη συνέχεια να παρουσιάσουν μέτρια αύξηση στη διάρκεια του 2016.

Όσον αφορά τις τιμές των βασικών εμπορευμάτων, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις για τις μελλοντικές εξελίξεις των τιμών που προκύπτουν από τις αγορές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης κατά το διάστημα δύο εβδομάδων που έληξε στις 13 Νοεμβρίου 2014, η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent ανά βαρέλι αναμένεται να μειωθεί από 102,6 δολάρια ΗΠΑ το γ' τρίμηνο του 2014 σε 85,6 δολάρια ΗΠΑ το 2015 και στη συνέχεια να αυξηθεί σε 88,5 δολάρια ΗΠΑ το 2016. Οι τιμές των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων σε δολάρια ΗΠΑ εκτιμάται, βάσει των υποθέσεων, ότι θα μειωθούν σημαντικά το 2014 και το 2015 και ότι θα αυξηθούν το 2016.²

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 13 Νοεμβρίου 2014. Αυτό συνεπάγεται ότι η συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ ανά ευρώ θα διαμορφωθεί σε 1,33 το 2014 και 1,25 το 2015 και το 2016.

Τεχνικές υποθέσεις

	Δεκέμβριος 2014				Σεπτέμβριος 2014			Αναθεωρήσεις από τον Σεπτέμβριο 2014 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
EURIBOR τριών μηνών (ως ποσοστό % ετησίως)	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,1	-0,1
Αποδόσεις 10ετών ομολόγων του Δημοσίου (ως ποσοστό % ετησίως)	2,9	2,0	1,8	2,1	2,3	2,2	2,5	-0,2	-0,4	-0,4
Τιμή πετρελαίου (σε δολάρια ΗΠΑ/βαρέλι)	108,8	101,2	85,6	88,5	107,4	105,3	102,7	-5,7	-18,8	-13,8
Τιμές μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων, σε δολάρια ΗΠΑ (ετήσια εκατοστιαία μεταβολή)	-5,0	-6,3	-4,8	3,8	-4,8	0,1	4,4	-1,5	-4,9	-0,6
Συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ/ευρώ	1,33	1,33	1,25	1,25	1,36	1,34	1,34	-1,9	-6,7	-6,7
Ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (ΣΣΙ-20) (ετήσια εκατοστιαία μεταβολή)	3,8	0,5	-2,8	0,0	1,4	-0,8	0,0	-0,9	-2,0	0,0

Σημείωση: Οι αναθεωρήσεις υπολογίζονται από μη στρογγυλοποιημένα μεγέθη.

1) Οι αναθεωρήσεις εκφράζονται ως ποσοστά (%) για τα επίπεδα, ως διαφορές για τους ρυθμούς αύξησης και ως εκατοστιαίες μονάδες για τα επιτόκια και τις αποδόσεις ομολόγων.

Οι υποθέσεις για τη δημοσιονομική πολιτική αντανακλούν την εκτέλεση των εθνικών προϋπολογισμών για το 2014, πληροφορίες που συμπεριλαμβάνονται σε σχέδια προϋπολογισμών ή ψηφισθέντες προϋπολογισμούς για το 2015, σχέδια δημοσιονομικών προγραμμάτων που έχουν υποβληθεί στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου και εθνικά μεσοπρόθεσμα σχέδια δημοσιονομικών προγραμμάτων που ήταν διαθέσιμα από τις 20 Νοεμβρίου 2014. 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. Συνολικά, οι πληροφορίες για την εκτέλεση των προϋπολογισμών για το 2014 και για άλλα δημοσιονομικά μέτρα που έχουν προγραμματιστεί για το 2015 υποδηλώνουν μια γενικά ουδέτερη δημοσιονομική πολιτική σε επίπεδο ζώνης ευρώ. Τα μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής σε ορισμένες χώρες αντισταθμίζονται σε γενικές γραμμές από τις περικοπές των άμεσων φόρων σε αρκετές χώρες και από την αύξηση των δαπανών.

Σε σύγκριση με το Μηνιαίο Δελτίο του Σεπτεμβρίου 2014, οι μεταβολές των υποθέσεων τεχνικού χαρακτήρα περιλαμβάνουν σημαντικά χαμηλότερες τιμές του πετρελαίου και των βασικών εμπορευμάτων πλην της ενέργειας εκφρασμένες σε δολάρια ΗΠΑ, υποτίμηση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ και χαμηλότερα βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ.

- 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 διεθνείς 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 2015 και στη συνέχεια θα εξελιχθούν σύμφωνα με την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα. Οι προβολές όσον αφορά τις τιμές παραγωγού (σε ευρώ) στην ΕΕ, οι οποίες χρησιμοποιούνται για την πρόβλεψη των τιμών καταναλωτή για τα είδη διατροφής, βασίζονται σε οικονομομετρικό υπόδειγμα που λαμβάνει υπόψη τις εξελίξεις στις διεθνείς τιμές των τροφίμων.

ΠΡΟΒΟΛΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΥ ΑΕΠ

Οι πρόσφατες οικονομικές εξελίξεις δεν έχουν επιβεβαιώσει την ανάκαμψη που αναμενόταν στις αρχές του 2014. Το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε συγκρατημένα το β' και το γ' τρίμηνο του 2014, έπειτα από την εξάλειψη των πρόσκαιρων παραγόντων που είχαν δώσει ώθηση στην οικονομική δραστηριότητα το α' τρίμηνο. Η ασθενέστερη από το αναμενόμενο οικονομική δραστηριότητα σημειώθηκε σε ένα περιβάλλον υποτονικών εξελίξεων στο παγκόσμιο εμπόριο, αυξημένων ανησυχιών σχετικά με τις προοπτικές της εγχώριας ανάπτυξης οι οποίες κατά πάσα πιθανότητα τροφοδοτούνται από την ανακοπή της διαδικασίας οικονομικών μεταρρυθμίσεων σε ορισμένες χώρες, των επίμονων γεωπολιτικών εντάσεων και της υποτονικότερης από ό,τι προβλεπόταν ανόδου των επενδύσεων σε κατοικίες σε ορισμένες χώρες.

Ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ θα παραμείνει, σύμφωνα με τις προβολές, υποτονικός βραχυπρόθεσμα. Ο αντίκτυπος των δυσμενών παραγόντων που παρεμπόδισαν την ανάπτυξη στις αρχές του 2014 θα εξακολουθήσει να την επηρεάζει αρνητικά τα προσεχή τρίμηνα. Αυτό υποδεικνύουν οι δείκτες εμπιστοσύνης των επιχειρήσεων και των καταναλωτών, οι οποίοι έχουν υποχωρήσει σε σχέση με την άνοιξη και τώρα τα επίπεδά τους καταδεικνύουν συνεχή, αλλά συγκρατημένη, οικονομική δραστηριότητα βραχυπρόθεσμα. Πιο συγκεκριμένα, οι ιδιωτικές επενδύσεις αναμένεται να παραμείνουν συγκρατημένες στις αρχές του 2015.

Εντούτοις, διάφορα θεμελιώδη μεγέθη παραμένουν θετικά και στηρίζουν την αναμενόμενη ανάκαμψη το 2015 και μετά. Η εγχώρια ζήτηση θα πρέπει να ωφεληθεί από τη διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής και τη βελτιωμένη λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσής της - οι οποίες ενισχύονται περαιτέρω από τα συμβατικά και μη συμβατικά μέτρα που έλαβε πρόσφατα η ΕΚΤ -, τη γενικά ουδέτερη κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής μετά από σημαντική αυστηροποίηση επί σειρά ετών και κάποια βελτίωση των συνθηκών προσφοράς πιστώσεων. Επιπλέον, η ιδιωτική

κατανάλωση θα πρέπει να ωφεληθεί από την ανάκαμψη του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος η οποία απορρέει ιδίως από την ευνοϊκή επίδραση που ασκούν η πτώση των τιμών των βασικών εμπορευμάτων, αλλά και από τον ενισχυμένο, αν και συγκρατημένο, ρυθμό αύξησης των μισθών και της απασχόλησης και, στο πλαίσιο της βελτίωσης της αύξησης των κερδών, από την αύξηση άλλων προσωπικών εισοδημάτων (συμπεριλαμβανομένων των διανεμόμενων κερδών). Επιπροσθέτως, στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής η συνολική οικονομική δραστηριότητα θα στηρίζεται ολοένα περισσότερο στον ευνοϊκό αντίκτυπο που ασκεί στις εξαγωγές η σταδιακή ενίσχυση της εξωτερικής ζήτησης βάσει των υποθέσεων, η οποία ενισχύεται περαιτέρω από τον αντίκτυπο της υποτίμησης του ευρώ.

Ωστόσο, η ανάκαμψη αναμένεται, βάσει των προβολών, να παραμείνει υποτονική σε σχέση με τα ιστορικά δεδομένα καθώς αρκετοί παράγοντες εξακολουθούν να επηρεάζουν αρνητικά την ανάπτυξη μεσοπρόθεσμα. Η περαιτέρω ανάγκη για προσαρμογή των ισολογισμών του ιδιωτικού και δημόσιου τομέα αναμένεται να μειωθεί σταδιακά μόνο στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Επιπλέον, η αρνητική επίδραση που ασκούν στην ιδιωτική κατανάλωση τα υψηλά ποσοστά ανεργίας σε ορισμένες χώρες αναμένεται να υποχωρήσει σταδιακά μόνο, ενώ το πλεονάζον παραγωγικό δυναμικό σε ορισμένες χώρες θα εξακολουθήσει να επιδρά ανασταλτικά στις επενδυτικές δαπάνες. Σε μέσα ετήσια επίπεδα, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ θα διαμορφωθεί, σύμφωνα με τις προβολές, σε 0,8% το 2014, 1,0% το 2015 και 1,5% το 2016.

Αν εξετάσουμε αναλυτικότερα τις συνιστώσες της ζήτησης, η ιδιωτική καταναλωτική δαπάνη διατηρεί τη μέτρια δυναμική της στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα, λόγω της ανάκαμψης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος. Έπειτα από αρκετά έτη σημαντικής εξασθένησης, το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα θα ανακάμψει χάρη στην επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του εισοδήματος από την εργασία (που αντανακλά την άνοδο της απασχόλησης και την ελαφρά ενίσχυση των μισθολογικών αυξήσεων), την αυξημένη συμβολή των λοιπών προσωπικών εισοδημάτων (που αφορούν κυρίως επιχειρηματικά κέρδη) και τις χαμηλές τιμές των βασικών εμπορευμάτων. Ο αυξανόμενος καθαρός πλούτος των νοικοκυριών και το χαμηλό κόστος χρηματοδότησης θα στηρίζουν επίσης την ιδιωτική κατανάλωση.

Το ποσοστό αποταμίευσης αναμένεται να είναι αμετάβλητο, παραμένοντας σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Το γεγονός αυτό αντανακλά αντίρροπες επιδράσεις. Αφενός, τα πολύ χαμηλά επιτόκια και η σταδιακή μείωση της ανεργίας θα ασκήσουν καθοδικό αντίκτυπο. Αφετέρου, υφίστανται ανοδικές επιδράσεις καθώς η αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος σε ορισμένες χώρες περιορίζει την ανάγκη χρήσης αποταμιεύσεων για κατανάλωση. Η παρατηρηθείσα υποχώρηση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών ενδέχεται να ενισχύσει την αποταμίευση για λόγους πρόνοιας. Επιπλέον, σε ορισμένες χώρες, τα νοικοκυριά εξακολουθούν να αντιμετωπίζουν αυξημένες πιέσεις για απομόχλευση, γεγονός που ασκεί περαιτέρω ανοδικές επιδράσεις στο ποσοστό αποταμίευσης.

Οι προοπτικές για τις επενδύσεις σε κατοικίες παραμένουν συγκρατημένες. Οι επενδύσεις σε κατοικίες θα πρέπει να αποκτήσουν κάποια δυναμική στη διάρκεια του 2015, καθώς η οικονομική δραστηριότητα ανακάμπτει σε ένα περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων στεγαστικών δανείων και βελτιωμένων συνθηκών προσφοράς πιστώσεων και καθώς η ανάγκη προσαρμογής των αγορών κατοικιών σταδιακά εξασθενεί. Ωστόσο, σε ορισμένες χώρες, η προσαρμογή των αγορών κατοικιών και/ή η άνοδος του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος με ρυθμό που παραμένει υποτονικός εξακολουθούν να επηρεάζουν δυσμενώς την κατασκευή κατοικιών. Επιπλέον, σε ορισμένες χώρες, η ευνοϊκή επίδραση των ιστορικών χαμηλών επιτοκίων των στεγαστικών δανείων φαίνεται να είναι ασθενέστερη από ό,τι αναμενόταν προηγουμένως.

Αρκετοί παράγοντες θα πρέπει να στηρίζουν τις επιχειρηματικές επενδύσεις, όπως η σταδιακή ενίσχυση, βάσει των προβολών, της εγχώριας και εξωτερικής ζήτησης, το πολύ χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων, η ανάγκη εκσυγχρονισμού του κεφαλαιακού εξοπλισμού έπειτα από υποτονικές επενδύσεις επί σειρά ετών, η βελτίωση των συνθηκών προσφοράς πιστώσεων και ορισμένη ενίσχυση των ποσοστών κέρδους, καθώς η οικονομική δραστηριότητα ανακάμπτει. Επιπροσθέτως, οι αντίζοες συνθήκες που προκύπτουν λόγω της ανάγκης απομόχλευσης στον επιχειρηματικό τομέα αναμένεται σταδιακά να υποχωρήσουν έπειτα από τη μείωση του λόγου χρέους προς το ΑΕΠ τα τελευταία χρόνια. Παρ' όλα αυτά, τα επίπεδα του χρέους παραμένουν αυξημένα, με αποτέλεσμα οι ανάγκες για απομόχλευση να συνεχίσουν ενδεχομένως να επηρεάζουν αρνητικά την ανάπτυξη.

Ο ρυθμός αύξησης των επιχειρηματικών επενδύσεων εκτιμάται ότι θα παραμείνει αρκετά χαμηλός βραχυπρόθεσμα. Παρά τους υποστηρικτικούς παράγοντες που αναφέρθηκαν παραπάνω, η επιχειρηματική εμπιστοσύνη έχει μειωθεί τελευταία. Τις επιχειρηματικές επενδύσεις φαίνεται να επηρεάζει έντονα ο αντίκτυπος ορισμένων δυσμενών παραγόντων, όπως ιδίως οι συνθήκες χρηματοδότησης σε ορισμένες χώρες, οι οποίες αν και βελτιώνονται εξακολουθούν να είναι δυσμενείς, οι ανησυχίες σχετικά με τη βραδεία εξέλιξη των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων σε συγκεκριμένες χώρες και οι επίμονες γεωπολιτικές εντάσεις. Επιπροσθέτως, η αβεβαιότητα που περιβάλλει τις προοπτικές για τη ζήτηση επηρεάζει αρνητικά τις επιχειρηματικές επενδύσεις.

Η εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ θα σημειώσει, βάσει των προβολών, συγκρατημένη αύξηση καθώς η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα θα ανακάμπτει. Οι εξαγωγές προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ θα σημειώσουν μέτρια άνοδο το β' εξάμηνο του 2014, συμβαδίζοντας σε γενικές γραμμές με την εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών. Οι εξαγωγές αναμένεται, βάσει των προβολών, να αποκτήσουν ώθηση στη διάρκεια του 2015, αντανακλώντας τη σταδιακή ενίσχυση της εξωτερικής ζήτησης και την ευνοϊκή επίδραση από την πρόσφατη υποτίμηση του ευρώ. Τα εξαγωγικά μερίδια αναμένεται να παραμείνουν σε γενικές γραμμές αμετάβλητα στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Οι εισαγωγές από χώρες εκτός ζώνης ευρώ θα επιταχυνθούν συγκρατημένα στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αντανακλώντας τη μέτρια αύξηση της ζήτησης στη ζώνη του ευρώ και την υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ. Οι καθαρές εξαγωγές αναμένεται να έχουν θετική, αν και μέτρια, συμβολή στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ προς το τέλος του χρονικού ορίζοντα της προβολής. Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών θα αυξηθεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής και θα διαμορφωθεί σε επίπεδο 2,4% του ΑΕΠ το 2016.

Ο ρυθμός ανόδου της απασχόλησης παρουσίασε πρόσφατα μια συγκριτικά ταχεία και έντονη ανάκαμψη. Η απασχόληση ξεκίνησε να ανακάμπτει ήδη από τα μέσα του 2013 και μετά, αρχικά σε όρους πραγματικών ωρών εργασίας και στη συνέχεια σε όρους αριθμού εργαζομένων. Το β' τρίμηνο του 2014, η απασχόληση σε όρους αριθμού εργαζομένων ήταν αυξημένη κατά 0,4% σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2013, ενώ συγκριτικά η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ ήταν 0,8%. Αυτή η σχετικά ταχεία ανάκαμψη φαίνεται να αντανακλά τον ανοδικό αντίκτυπο των προηγούμενων συγκρατημένων μισθολογικών αυξήσεων και πιθανώς τον θετικό αντίκτυπο των πρόσφατων μεταρρυθμίσεων στις αγορές εργασίας. Αυτές οι μεταρρυθμίσεις -για παράδειγμα, μέσω της αυξημένης αποκέντρωσης των μισθολογικών διαπραγματεύσεων, της μειωμένης προστασίας της απασχόλησης και των περισσότερο ευέλικτων μορφών απασχόλησης- φαίνεται να έχουν οδηγήσει σε μια συγκριτικά ταχύτερη και εντονότερη αντίδραση της απασχόλησης στην εξέλιξη του προϊόντος από ό,τι έχει παρατηρηθεί ιστορικά, αν και με ορισμένες σημαντικές διαφορές μεταξύ των χωρών.

Οι συνθήκες στην αγορά εργασίας της ζώνης του ευρώ αναμένεται να παρουσιάσουν μέτρια βελτίωση στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα. Η απασχόληση σε όρους αριθμού εργαζομένων εκτιμάται ότι θα συνεχίσει τη συγκρατημένη ανάκαμψή της το β' εξάμηνο του 2014 και ότι, βάσει των προβολών, θα διατηρήσει γενικά αυτήν την ώθηση στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Η ανάκαμψη της απασχόλησης αντανακλά τη συνεχιζόμενη πορεία μιας συγκριτικά ταχείας και έντονης αντίδρασης στην ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Το εργατικό δυναμικό αναμένεται να αυξηθεί συγκρατημένα, λόγω της εισροής μεταναστών και λόγω του ότι η σταδιακή βελτίωση της κατάστασης στις αγορές εργασίας ενθαρρύνει τη συμμετοχή ορισμένων τμημάτων του πληθυσμού. Το ποσοστό ανεργίας εκτιμάται ότι θα μειωθεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αν και θα παραμείνει πολύ υψηλότερο από ό,τι ήταν πριν από την κρίση.

Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές που δημοσιεύθηκαν στο Μηνιαίο Δελτίο του Σεπτεμβρίου 2014, η προβολή για τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ όσον αφορά την περίοδο 2014-2016 έχει αναθεωρηθεί προς τα κάτω κατά 1,0 της εκατοστιαίας μονάδας. Η αναθεώρηση οφείλεται στις λιγότερο ευνοϊκές προοπτικές για τις εξαγωγές, καθώς οι προοπτικές για την εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ έχει αναθεωρηθεί σημαντικά προς τα κάτω, αντανακλώντας τις χαμηλότερες πραγματοποιήσεις και την αναθεώρηση προς τα κάτω της πορείας της αύξησης της ελαστικότητας του παγκόσμιου εμπορίου σε σχέση με την οικονομική δραστηριότητα σε επίπεδα πλησιέστερα προς τη μακροχρόνια τιμή της. Η αναθεώρηση προς τα κάτω της ανάπτυξης οφείλεται επίσης στις υποτονικότερες επιχειρηματικές επενδύσεις λόγω της πρόσφατης μείωσης της εμπιστοσύνης και στις αυξημένες ανησυχίες σχετικά με τις προοπτικές εγχώριας ανάπτυξης. Οι επενδύσεις σε κατοικίες

έχουν επίσης αναθεωρηθεί σημαντικά προς τα κάτω λόγω της εναπομένουσας εντονότερης ανάγκης προσαρμογής των αγορών κατοικιών σε ορισμένες χώρες και του γεγονότος ότι ο αντίκτυπος των ιστορικά χαμηλών επιτοκίων στεγαστικών δανείων φαίνεται να είχε υπερεκτιμηθεί στις προηγούμενες προβολές. Η ιδιωτική κατανάλωση έχει επίσης αναθεωρηθεί προς τα κάτω, αντανακλώντας την προς τα κάτω αναθεωρημένη αύξηση της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό και τα χαμηλότερα από το αναμενόμενο διανεμόμενα κέρδη, σε ένα συνολικά υποτονικότερο οικονομικό περιβάλλον.

Τα πρόσφατα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής περιλαμβάνονται στο βασικό σενάριο μόνο μέσω της επίδρασής τους στα ήδη παρατηρηθέντα μεγέθη και μέσω της επίδρασής τους στις αγοραίες υποθέσεις τεχνικού χαρακτήρα για τις εξελίξεις στον χρηματοπιστωτικό τομέα, δηλαδή μέσω των επιτοκίων της αγοράς και των τιμών των μετοχών και επίσης μέσω της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Επομένως, το βασικό σενάριο ενδέχεται να υποεκτιμά την ευνοϊκή επίδραση των πρόσφατων μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής καθώς δεν περιλαμβάνονται και άλλοι διάλογοι μετάδοσής τους (βλ. Πλαίσιο 2).

Πίνακας 2 Μακροοικονομικές προβολές για τη ζώνη του ευρώ¹⁾

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	Δεκέμβριος 2014				Σεπτέμβριος 2014			Αναθεωρήσεις από τον Σεπτέμβριο 2014 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Πραγματικό ΑΕΠ ³⁾	-0,4	0,8	1,0	1,5	0,9	1,6	1,9	0,0	-0,6	-0,3
		[0,7 - 0,9] ⁴⁾	[0,4 - 1,6] ⁴⁾	[0,4 - 2,6] ⁴⁾	[0,7 - 1,1] ⁴⁾	[0,6 - 2,6] ⁴⁾	[0,6 - 3,2] ⁴⁾			
Ιδιωτική κατανάλωση	-0,6	0,8	1,3	1,2	0,7	1,4	1,6	0,1	-0,2	-0,4
Δημόσια κατανάλωση	0,3	0,9	0,5	0,4	0,7	0,4	0,4	0,2	0,0	-0,1
Ακαθάριστες επενδύσεις										
πάργυο κεφαλαίου	-2,5	0,7	1,4	3,2	1,1	3,1	3,9	-0,5	-1,8	-0,7
Εξαγωγές ⁵⁾	2,2	3,2	3,2	4,8	3,1	4,5	5,3	0,0	-1,3	-0,5
Εισαγωγές ⁵⁾	1,3	3,3	3,7	4,9	3,5	4,5	5,3	-0,3	-0,8	-0,3
Απασχόληση	-0,9	0,4	0,6	0,5	0,3	0,6	0,7	0,1	0,0	-0,2
Ποσοστό ανεργίας (ως ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)	11,9	11,6	11,2	10,9	11,6	11,2	10,8	0,0	0,0	0,2
ΕνΔΤΚ	1,4	0,5	0,7	1,3	0,6	1,1	1,4	-0,1	-0,4	-0,1
		[0,5 - 0,5] ⁴⁾	[0,2 - 1,2] ⁴⁾	[0,6 - 2,0] ⁴⁾	[0,5 - 0,7] ⁴⁾	[0,5 - 1,7] ⁴⁾	[0,7 - 2,1] ⁴⁾			
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια	1,4	0,8	1,1	1,3	0,8	1,3	1,6	0,0	-0,2	-0,2
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής	1,1	0,8	1,0	1,3	0,9	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια, τα είδη διατροφής και τις μεταβολές των έμμεσων φόρων ⁶⁾	1,0	0,7	1,0	1,3	0,8	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος	1,3	1,1	1,1	0,8	1,0	0,8	1,1	0,1	0,4	-0,3
Μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό	1,7	1,6	1,5	1,8	1,6	1,8	2,2	0,0	-0,3	-0,4
Παραγωγικότητα της εργασίας	0,4	0,5	0,4	1,0	0,6	1,0	1,1	-0,1	-0,6	-0,1
Δημοσιονομικό αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	-2,9	-2,6	-2,5	-2,2	-2,6	-2,4	-1,9	0,0	-0,1	-0,3
Διαρθρωτικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα (ως ποσοστό % του ΑΕΠ) ⁷⁾	-2,3	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,9	-0,2	-0,1	-0,1
Ακαθάριστο χρέος γενικής κυβέρνησης (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	90,8	92,0	91,8	91,1	93,9	93,1	91,5	-1,9	-1,3	-0,4
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	2,0	2,1	2,2	2,4	2,3	2,3	2,4	-0,1	0,0	0,0

1) Στις προβολές που αφορούν το 2015 και το 2016 περιλαμβάνεται και η Λιθουανία. Οι μέσες ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές για το 2015 βασίζονται στη σύνθεση της ζώνης του ευρώ όπως είχε το 2014 στην οποία περιλαμβάνεται ήδη η Λιθουανία.

2) Οι αναθεωρήσεις υπολογίζονται από μη στρογγυλοποιημένα μεγέθη.

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

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 βασίζονται στην υπόθεση πλήρους και άμεσης μετακύλισης 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 μια συνολική μέτρηση 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 του Μαρτίου 2012 και το πλαίσιο με τίτλο "Το διαρθρωτικό αποτέλεσμα ως δείκτης της υποκείμενης δημοσιονομικής θέσης" που δημοσιεύθηκε στο Μηνιαίο Δελτίο του Σεπτεμβρίου 2014.

Πλαίσιο 2

Η ΣΥΜΠΕΡΙΛΗΨΗ ΤΩΝ ΠΡΟΣΦΑΤΩΝ ΜΗ ΣΥΜΒΑΤΙΚΩΝ ΜΕΤΡΩΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΙΣ ΠΡΟΒΟΛΕΣ

Οι πρόσφατες δέσμες μέτρων νομισματικής πολιτικής για τη χαλάρωση των πιστωτικών συνθηκών που ανακοινώθηκαν στις 5 Ιουνίου και τις 4 Σεπτεμβρίου 2014 περιλάμβαναν σειρά μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής, εφαρμοζόμενων με τη μορφή πιστοδοτικών πράξεων, δηλαδή στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, καθώς και οριστικών πράξεων, δηλαδή ένα πρόγραμμα αγοράς τίτλων που έχουν εκδοθεί έναντι περιουσιακών στοιχείων και ένα πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών.

Η επίδραση αυτών των μέτρων στις προοπτικές για την ανάπτυξη και τον πληθωρισμό αντανακλάται στο βασικό σενάριο μόνο στον βαθμό που τα μέτρα αυτά έχουν ήδη επηρεάσει τις χρηματοοικονομικές μεταβλητές, ιδίως τα επιτόκια, τις τιμές των μετοχών και τη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ. Ως αποτέλεσμα αυτής της τεχνικής προσέγγισης, ορισμένοι πρόσθετοι δυναμικοί διάυλοι δεν αποτυπώνονται στο βασικό σενάριο. Σε αυτούς συγκαταλέγεται, για παράδειγμα, η άμεση μετακύλιση της επίδρασης των μέτρων, η οποία συνδέεται με την ελάφρυνση του κόστους άντλησης ρευστότητας για τις τράπεζες της ζώνης του ευρώ ως αποτέλεσμα αυτών των μέτρων. Ένας δεύτερος διάυλος που δεν περιλαμβάνεται στο βασικό σενάριο είναι η αναδιάρθρωση χαρτοφυλακίων, η οποία αντανακλά το γεγονός ότι η σημαντική διοχέτευση ρευστότητας που συνδέεται με καθένα από τα τρία μέτρα πολιτικής θα μπορούσε να ενισχύσει τα κίνητρα των επενδυτών να μειώσουν την πλεονάζουσα διακράτηση μετρητών, αγοράζοντας εναλλακτικά χρηματοδοτικά μέσα, πέραν αυτών που αγοράζονται από την κεντρική τράπεζα, και ως εκ τούτου ανεβάζοντας την τιμή –και επομένως μειώνοντας την απόδοση– των μέσων αυτών.

Συνολικά, είναι συνεπώς πιθανόν η επίδραση από τις δέσμες μέτρων νομισματικής πολιτικής να υποεκτιμάται στο βασικό σενάριο, γεγονός που συνιστά ανοδικό κίνδυνο για τις προβολές για την ανάπτυξη και τον πληθωρισμό υπό το σενάριο αυτό.

ΠΡΟΒΟΛΕΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΚΑΙ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ

Σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat, ο συνολικός πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) ήταν 0,3% τον Νοέμβριο του 2014. Ο σημερινός χαμηλός ρυθμός πληθωρισμού αντανακλά τις συγκρατημένες τιμές της ενέργειας που σχετίζονται με την πρόσφατη πτώση των τιμών του αργού πετρελαίου, τον χαμηλό πληθωρισμό των τιμών των ειδών διατροφής καθώς και τη συγκρατημένη πορεία των τιμών των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών και των τιμών των υπηρεσιών.

Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται, βάσει των προβολών, να παραμείνει χαμηλός βραχυπρόθεσμα. Στη συνέχεια, αναμένεται να αυξηθεί σταδιακά μόνο μέχρι το τέλος του ορίζοντα προβολής, φθάνοντας το 1,4% το δ' τρίμηνο του 2016. Η άνοδος του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) στη διάρκεια του ορίζοντα προβολής αναμένεται να είναι αποτέλεσμα της σταδιακής σμίκρυνσης του αρνητικού παραγωγικού κενού και της αύξησης των εξωτερικών πιέσεων στις τιμές. Ο δεύτερος αυτός παράγοντας αντανακλά ιδίως τη μεταστροφή των πιέσεων από καθοδικές σε ανοδικές λόγω των τιμών των βασικών εμπορευμάτων και της μετακύλισης της προηγούμενης εξασθένησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ.

Η εναπομένουσα υποαπασχόληση των πόρων στη ζώνη του ευρώ, σε συνδυασμό με τις εκτιμώμενες μέτριες εξελίξεις στις τιμές των βασικών εμπορευμάτων, θα αποτρέψει μια πιο σημαντική επιτάχυνση του πληθωρισμού της ζώνης του ευρώ. Σύμφωνα με τις προβολές, το αρνητικό παραγωγικό κενό θα περιοριστεί εν μέρει μόνο μέχρι το 2016, γεγονός που υποδηλώνει μέτριες αυξήσεις των μισθών και των περιθωρίων κέρδους. Συνολικά, ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ αναμένεται να παραμείνει πολύ συγκρατημένος και να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε 0,5% το 2014, 0,7% το 2015 και 1,3% το 2016. Ο

πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ εκτός της ενέργειας και των ειδών διατροφής αναμένεται να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε 0,8% το 2014, 1,0% το 2015 και 1,3% το 2016.

Οι εξωτερικές πιέσεις στις τιμές επηρεάζουν αρνητικά τις προοπτικές για τον πληθωρισμό προς το παρόν αλλά αναμένεται να αυξηθούν στη διάρκεια του ορίζοντα προβολής, αντανακλώντας την ενίσχυση, βάσει των προβολών, της παγκόσμιας ζήτησης, την υποχώρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ και την αναμενόμενη αύξηση των τιμών των βασικών εμπορευμάτων το 2016. Οι εξωτερικές εξελίξεις στις τιμές επέτειναν τις καθοδικές πιέσεις στις τιμές στη ζώνη του ευρώ κατά το πρόσφατο παρελθόν. Η υποτονική παγκόσμια ανάπτυξη, οι μειώσεις των πετρελαϊκών και των λοιπών βασικών εμπορευμάτων και η προηγούμενη ανατίμηση του ευρώ οδήγησαν σε μειώσεις των τιμών εισαγομένων της ζώνης του ευρώ το 2013 και το 2014. Όσον αφορά το μέλλον, καθώς αυτές οι επιδράσεις θα υποχωρούν σταδιακά, ο αποπληθωριστής των εισαγωγών από χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται να αυξηθεί το 2016.

Οι βελτιώσεις στην αγορά εργασίας και η φθίνουσα υποτονικότητα της οικονομίας αναμένεται να επιφέρουν μέτριες αυξήσεις των εγχώριων πιέσεων στις τιμές στη διάρκεια του ορίζοντα προβολής. Η μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό αναμένεται, βάσει των προβολών, να επιταχυνθεί ελαφρώς στη διάρκεια του ορίζοντα προβολής, παραμένοντας όμως χαμηλή, δεδομένων των συνεχιζόμενων διαδικασιών προσαρμογής και της συγκράτησης των μισθών σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ. Το περιβάλλον χαμηλού πληθωρισμού συντελεί επίσης στις μέτριες προοπτικές για τους μισθούς. Ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να μειωθεί κάπως στη διάρκεια του ορίζοντα προβολής. Αυτό αντανακλά το γεγονός ότι η μικρή επιτάχυνση της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό υπεραντισταθμίζεται από τη μεγαλύτερη αύξηση της παραγωγικότητας. Οι μέτριες εξελίξεις στο κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος είναι μία από τις βασικές πηγές των αναμενόμενων χαμηλών εγχώριων πιέσεων στο κόστος μέχρι το τέλος του ορίζοντα προβολής.

Τα περιθώρια κέρδους (που υπολογίζονται ως η διαφορά μεταξύ του αποπληθωριστή του ΑΕΠ σε τιμές συντελεστών παραγωγής και του ρυθμού αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος) αναμένεται να μειωθούν το 2014, να σταθεροποιηθούν το 2015 και να ανακάμψουν το 2016 ως αποτέλεσμα της ενίσχυσης της οικονομικής δραστηριότητας και ιδίως των συγκρατημένων εξελίξεων του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

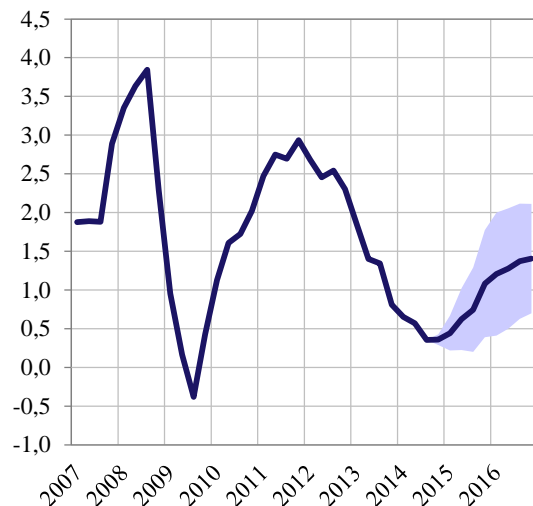
Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές που δημοσιεύθηκαν στο Μηνιαίο Δελτίο του Σεπτεμβρίου 2014, η προβολή για τον μετρούμενο πληθωρισμό έχει αναθεωρηθεί προς τα κάτω κατά 0,1 της εκατοστιαίας μονάδας για το 2014, κατά 0,4 της εκατοστιαίας μονάδας για το 2015 και κατά 0,1 της εκατοστιαίας μονάδας για το 2016. Η αναθεώρηση αυτή αντανακλά κυρίως τις χαμηλότερες τιμές του πετρελαίου σε ευρώ, κάποιες καθοδικές εκπλήξεις όσον αφορά την πρόσφατη διαμόρφωση τιμών για τις μη ενεργειακές συνιστώσες και την επίδραση της αναθεώρησης των προοπτικών για την ανάπτυξη προς τα κάτω. Για το 2016 ο τελευταίος αυτός παράγοντας αντισταθμίζεται εν μέρει από μια εντονότερη ανοδική επίδραση από τις συνιστώσες της ενέργειας του ΕνΔΤΚ η οποία απορρέει από την ασθενέστερη συναλλαγματική ισοτιμία και την ανοδική κίνηση των τιμών των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου σε σύγκριση με την αντίστοιχη προβολή του Σεπτεμβρίου. Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) εκτός της ενέργειας και των ειδών διατροφής έχει επίσης αναθεωρηθεί προς τα κάτω, αντανακλώντας την ασθενέστερη δυναμική των μισθών και των περιθωρίων κέρδους καθώς και την έμμεση μετακύλιση της πρόσφατης υποτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Διάγραμμα 1 Μακροοικονομικές προβολές¹⁾

(τριμηνιαία στοιχεία)

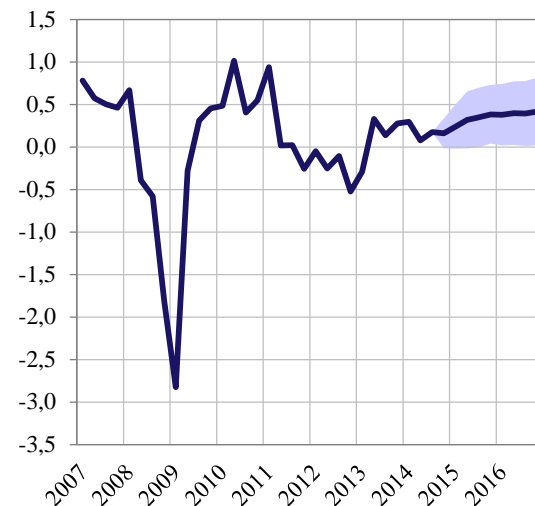
ΕνΔΤΚ ζώνης ευρώ

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)



Πραγματικό ΑΕΠ ζώνης ευρώ²⁾

(τριμηνιαίες εκατοστιαίες 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*, EKT, Δεκέμβριος 2009, το οποίο διατίθεται στον δικτυακό τόπο της EKT.

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

ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Ο προσανατολισμός της δημοσιονομικής πολιτικής θα είναι σε γενικές γραμμές ουδέτερος στη διάρκεια του ορίζοντα προβολής. Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής, που μετρείται ως η μεταβολή του κυκλικά προσαρμοσμένου πρωτογενούς αποτελέσματος, αναμένεται να είναι ελαφρώς επεκτατική την περίοδο 2014-2015 και ουδέτερη το 2016, σε αντίθεση με την περιοριστική σε μεγάλο βαθμό κατεύθυνση που είχε υιοθετηθεί τα προηγούμενα έτη.

Ο λόγος του δημοσιονομικού ελλείμματος προς το ΑΕΠ αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να μειωθεί σταδιακά στη διάρκεια του ορίζοντα προβολής. Αυτή η μείωση θα στηριχθεί από τη βελτίωση της κυκλικής θέσης της οικονομίας της ζώνης του ευρώ. Το διαρθρωτικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα αναμένεται, βάσει των προβολών, να βελτιωθεί κάπως στη διάρκεια του ορίζοντα προβολής, αντανακλώντας τη γενικά ουδέτερη κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής. Ο λόγος του δημόσιου χρέους θα αρχίσει να υποχωρεί από το 2015 και μετά, λόγω των πρόσφατων βελτιώσεων του πρωτογενούς αποτελέσματος και μιας ευνοϊκότερης διαφοράς επιτοκίου-ρυθμού ανάπτυξης.

Σε σύγκριση με την προβολή για τις δημοσιονομικές προοπτικές που δημοσιεύθηκε στο Μηνιαίο Δελτίο του Σεπτεμβρίου 2014, οι προοπτικές για το έλλειμμα και η δυναμική του χρέους έχουν επιδεινωθεί κάπως λόγω των λιγότερο ευνοϊκών μακροοικονομικών προοπτικών και της ως έναν βαθμό χαλάρωσης των δημοσιονομικών πολιτικών που ασκούνται κατά τη διακριτική ευχέρεια των αρχών. Η αναθεώρηση του λόγου χρέους/ΑΕΠ προς τα κάτω οφείλεται κυρίως στην εφαρμογή του νέου στατιστικού προτύπου ΕΣΛ 2010.

ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ

Οι προβολές βασίζονται σε μεγάλο βαθμό σε τεχνικές υποθέσεις που αφορούν την εξέλιξη ορισμένων βασικών μεταβλητών. Δεδομένου ότι κάποιες από τις μεταβλητές μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά τις προβολές της ζώνης του ευρώ, η ευαισθησία των προβολών σε σενάρια εναλλακτικά ως προς εκείνα τα οποία υποδηλώνουν οι υποθέσεις αποτελεί χρήσιμο στοιχείο για την ανάλυση των κινδύνων που περιβάλλουν τις προβολές. Το παρόν πλαίσιο αναλύει την αβεβαιότητα που περιβάλλει τρεις βασικές υποθέσεις στις οποίες στηρίζονται οι προβολές και την ευαισθησία των προβολών σε αυτές τις υποθέσεις.¹

1) Εναλλακτική πορεία των τιμών του πετρελαίου

Οι υποθέσεις για τις τιμές του πετρελαίου που διατυπώνονται στις τρέχουσες μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομώνων του Ευρωσυστήματος εξάγονται από τις προσδοκίες της αγοράς, οι οποίες υπολογίζονται από τις τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου. Στις 13 Νοεμβρίου, τελευταία ημερομηνία υποβολής στοιχείων, με βάση την πορεία των τιμών του πετρελαίου που προέκυπτε από τις αγορές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης κατά την προηγούμενη περίοδο δύο εβδομάδων, είχε προβλεφθεί ότι η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent ανά βαρέλι θα μειωνόταν από 102,6 δολάρια ΗΠΑ το γ' τρίμηνο του 2014 σε 85,6 δολάρια ΗΠΑ το 2015 και θα αυξανόταν πάλι σε 88,5 δολάρια ΗΠΑ το 2016. Ωστόσο, μετά τις 13 Νοεμβρίου σημειώθηκε περαιτέρω πτώση των τιμών του πετρελαίου και των τιμών των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου σε ένα περιβάλλον άφθονης προσφοράς και υποτονικής ζήτησης πετρελαίου, ιδίως μετά την απόφαση που έλαβε ο ΟΠΕΚ στις 27 Νοεμβρίου 2014 να διατηρήσει τα τρέχοντα επίπεδα παραγωγής. Στις 2 Δεκεμβρίου 2014, οι τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου υποδήλωναν ότι η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent θα υποχωρήσει σε 73,2 δολάρια ΗΠΑ το 2015 και θα αυξηθεί σε 78,1 δολάρια ΗΠΑ το 2016, δηλαδή σε επίπεδα κατά 14,5% και 11,7% χαμηλότερα από εκείνα που είχαν προβλεφθεί στο βασικό σενάριο των προβολών.

Με βάση τα μακροοικονομικά υποδείγματα των εμπειρογνομώνων του Ευρωσυστήματος εκτιμάται ότι η εναλλακτική πορεία των τιμών του πετρελαίου θα έχει ως αποτέλεσμα ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) της ζώνης του ευρώ να είναι κατά περίπου 0,4 της εκατοστιαίας μονάδας χαμηλότερος από τη βασική προβολή για το 2015 και κατά 0,1 της εκατοστιαίας μονάδας χαμηλότερος από τη βασική προβολή για το 2016. Ταυτόχρονα, η εναλλακτική πορεία των τιμών του πετρελαίου θα στηρίξει την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ κατά 0,1 της εκατοστιαίας μονάδας περίπου τόσο το 2015 όσο και το 2016.

2) Εναλλακτική πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας

Σύμφωνα με την υπόθεση του βασικού σεναρίου, η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ παραμένει αμετάβλητη έως το τέλος του χρονικού ορίζοντα. Ωστόσο, η επιδείνωση των προσδοκιών για την ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ σε σύγκριση με την οικονομία των ΗΠΑ και οι προσδοκίες για αποκλίνουσες κατευθύνσεις της νομισματικής πολιτικής στις δύο οικονομίες, γεγονός που συνεπάγεται προσδοκίες της αγοράς για παρατεταμένη περίοδο χαμηλών επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ και ταχύτερη εξομάλυνση στις ΗΠΑ, θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε εξασθένηση του ευρώ. Ένα εναλλακτικό σενάριο για το ευρώ, το οποίο υποδηλώνει μεγαλύτερη υποτίμηση, προκύπτει από το 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 13 Νοεμβρίου 2014. Αυτό το σενάριο υποδηλώνει σταδιακή υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ σε 1,17% το 2016, δηλαδή 6,1% χαμηλότερα από την υπόθεση του βασικού σεναρίου. 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 της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ από το βασικό σενάριο και τη διαμόρφωσή της σε επίπεδο 3,2% κάτω από ό,τι εκτιμάται υπό το βασικό σενάριο το 2016. Σε μια

τέτοια περίπτωση, τα αποτελέσματα από τα διάφορα μακροοικονομικά υποδείγματα των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος υποδεικνύουν υψηλότερο ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ (0,1-0,3 της εκατοστιαίας μονάδας) και άνοδο του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) (0,1-0,4 της εκατοστιαίας μονάδας) το 2015 και το 2016.

3) Πρόσθετη δημοσιονομική προσαρμογή

Όπως αναφέρθηκε στο Πλαίσιο 1, οι υποθέσεις για τη δημοσιονομική πολιτική περιλαμβάνουν όλα τα μέτρα πολιτικής που έχουν ήδη ψηφιστεί από τα εθνικά κοινοβούλια ή έχουν προσδιοριστεί λεπτομερώς από τις κυβερνήσεις και πιθανότατα θα εγκριθούν νομοθετικά. Για τις περισσότερες χώρες τα μέτρα που περιλαμβάνονται στο βασικό σενάριο των προβολών υπολείπονται της δημοσιονομικής προσαρμογής που απαιτείται στο πλαίσιο του διορθωτικού και του προληπτικού σκέλους του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Η δέσμευση για συμμόρφωση με αυτές τις απαιτήσεις αντανακλάται σε γενικές γραμμές στα προγράμματα σταθερότητας του 2014 και σε έγγραφα τεκμηρίωσης των προγραμμάτων της ΕΕ/του ΔΝΤ. Ωστόσο, τα μέτρα στα οποία θα στηρίζεται η επίτευξη αυτών των στόχων σε πολλές περιπτώσεις απουσιάζουν ή δεν περιγράφονται επαρκώς. Κατ'επέκταση, δεν λαμβάνονται υπόψη στο βασικό σενάριο των προβολών. Επομένως, είναι όχι μόνο απαραίτητο, αλλά και πολύ πιθανό αρκετές κυβερνήσεις να εγκρίνουν μέχρι το 2016 πρόσθετα μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής σε σχέση με αυτά που περιέχονται στο βασικό σενάριο των προβολών.

Υποθέσεις που λαμβάνονται υπόψη στην ανάλυση ευαισθησίας σε εναλλακτικά δημοσιονομικά σενάρια

Η ανάλυση ευαισθησίας σε εναλλακτικά δημοσιονομικά σενάρια χρησιμοποιεί ως αφετηρία το "δημοσιονομικό κενό" μεταξύ των δημοσιονομικών στόχων των κυβερνήσεων και των προβολών για τον προϋπολογισμό υπό το βασικό σενάριο. Προκειμένου να υπολογιστεί η τυχόν πρόσθετη δημοσιονομική προσαρμογή χρησιμοποιούνται οι ιδιαίτερες συνθήκες κάθε χώρας και πληροφορίες για το μέγεθος και τη σύνθεση της προσαρμογής στη συγκεκριμένη χώρα. Ειδικότερα, με τις πληροφορίες ανά συγκεκριμένη χώρα επιδιώκεται να εντοπιστούν οι αβεβαιότητες που περιβάλλουν τους δημοσιονομικούς στόχους, η πιθανότητα να ληφθούν πρόσθετα μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής με αντίκτυπο στη συνολική ζήτηση σε αντιδιαστολή με άλλους παράγοντες μείωσης του ελλείμματος, καθώς και οι συναφείς επιδράσεις ανατροφοδότησης μεταξύ δημοσιονομικών και μακροοικονομικών μεγεθών.

Βάσει αυτής της προσέγγισης, εκτιμάται ότι το 2015 και το 2016 πιθανώς θα ληφθούν κάποια πρόσθετα μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής με αντίκτυπο στη ζήτηση, οπότε το σωρευτικό μέγεθος της πρόσθετης προσαρμογής θα διαμορφωθεί σε περίπου 0,2% του ΑΕΠ μέχρι το τέλος του 2016. Όσον αφορά τη σύνθεση των δημοσιονομικών μέτρων, η ανάλυση ευαισθησίας επιδιώκει να συμπεριλάβει τα χαρακτηριστικά ανά χώρα και τη χρονική κλιμάκωση των πιο πιθανών πρόσθετων προσαρμογών δημοσιονομικής προσαρμογής. Στο πλαίσιο της παρούσας ανάλυσης, σε επίπεδο της ζώνης του ευρώ συνολικά, η δημοσιονομική προσαρμογή εκτιμάται ότι θα στηρίζεται ελαφρώς περισσότερο στην πλευρά των δαπανών.

Μακροοικονομικές επιδράσεις από τυχόν πρόσθετη δημοσιονομική προσαρμογή

Τα αποτελέσματα της προσομοίωσης σχετικά με τις επιδράσεις της ανάλυσης ευαισθησίας σε εναλλακτικά δημοσιονομικά σενάρια στον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ και στον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) για τη ζώνη του ευρώ, για τα οποία χρησιμοποιείται το οικονομετρικό υπόδειγμα της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ (New Area-Wide Model - NAWM)², παρουσιάζονται συνοπτικά στον πίνακα που ακολουθεί.

Η επίδραση στον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ από την πρόσθετη δημοσιονομική προσαρμογή είναι περιορισμένη το 2014 και το 2015, αλλά εκτιμάται γύρω στο -0,1 της εκατοστιαίας μονάδας για το 2016. Η επίδραση στον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) εκτιμάται ότι θα είναι αμελητέα σε όλη τη διάρκεια του ορίζοντα.

Η παρούσα ανάλυση καταδεικνύει επομένως μέτριους καθοδικούς κινδύνους για τις προβολές υπό το βασικό σενάριο όσον αφορά τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ το 2016, δεδομένου ότι δεν

έχουν ακόμη περιληφθεί στο βασικό σενάριο όλα τα επιδιωκόμενα μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής. Ταυτόχρονα, υπάρχουν αμελητέοι κίνδυνοι όσον αφορά την προβολή για τον πληθωρισμό.

Εκτιμώμενες μακροοικονομικές επιδράσεις της πρόσθετης δημοσιονομικής προσαρμογής στον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ και στον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) στη ζώνη του ευρώ

(ως ποσοστό % του ΑΕΠ)

	2014	2015	2016
Στόχοι κρατικών προϋπολογισμών ¹⁾	-2,7	-2,2	-1,7
Δημοσιονομικές προβολές υπό το βασικό σενάριο	-2,6	-2,5	-2,2
Πρόσθετη δημοσιονομική προσαρμογή (σωρευτική) ²⁾	0,0	0,0	0,2
Επιδράσεις πρόσθετης δημοσιονομικής προσαρμογής με αντίκτυπο στη ζήτηση (εκατοστιαίες μονάδες) ³⁾			
Ρυθμός αύξησης πραγματικού ΑΕΠ	0	0	-0,1
Πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ)	0	0	0

1) Ονομαστικοί στόχοι όπως περιλαμβάνονται στα πιο πρόσφατα έγγραφα τεκμηρίωσης των προγραμμάτων της ΕΕ/του ΔΝΤ τις ενδιαφερόμενες χώρες και στα σχέδια προϋπολογισμών ή στους εγκεκριμένους προϋπολογισμούς για το 2015 ή στα επικαιροποιημένα προγράμματα σταθερότητας για το 2014 για τις υπόλοιπες χώρες.

2) Ανάλυση ευαισθησίας η οποία βασίζεται σε αξιολογήσεις εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος.

3) Αποκλίσεις σε εκατοστιαίες μονάδες από τις προβολές του βασικού σεναρίου για τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ και τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) (και στις δύο περιπτώσεις σε ετήσια βάση). Οι μακροοικονομικές επιδράσεις προσομοιώνονται μέσω του οικονομετρικού υποδείγματος της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ (New Area-Wide Model).

Θα πρέπει να επισημανθεί ότι η παρούσα ανάλυση ευαισθησίας σε εναλλακτικά δημοσιονομικά σενάρια επικεντρώνεται μόνο στις δυνητικές βραχυπρόθεσμες επιδράσεις μιας πιθανής πρόσθετης δημοσιονομικής προσαρμογής. Παρόλο που ακόμα και καλοσχεδιασμένα μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής έχουν συχνά αρνητικές βραχυπρόθεσμες επιδράσεις στον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ, μακροπρόθεσμα υπάρχουν θετικές επιδράσεις στην οικονομική δραστηριότητα που δεν είναι ορατές στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα της παρούσας ανάλυσης.³ Επομένως, τα αποτελέσματα της παρούσας ανάλυσης δεν πρέπει να εκληφθεί ότι θέτουν υπό αμφισβήτηση την ανάγκη για πρόσθετες προσπάθειες δημοσιονομικής προσαρμογής στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Μάλιστα, απαιτούνται περαιτέρω προσπάθειες προσαρμογής για να εξυγιανθούν τα δημόσια οικονομικά στη ζώνη του ευρώ. Χωρίς την προσαρμογή αυτή υπάρχει κίνδυνος να επηρεαστεί αρνητικά η τιμολόγηση του κρατικού χρέους. Επιπλέον, οι επιδράσεις στην εμπιστοσύνη μπορεί να είναι αρνητικές, παρεμποδίζοντας την οικονομική ανάκαμψη.

1 Όλες οι προσομοιώσεις διενεργήθηκαν με βάση την υπόθεση ότι δεν θα σημειωθεί μεταβολή της ασκούμενης πολιτικής ή άλλης μεταβλητής που αφορά τις τεχνικές υποθέσεις και το διεθνές περιβάλλον της ζώνης του ευρώ.

2 Για περιγραφή του οικονομετρικού υποδείγματος της ζώνης του ευρώ (New Area-Wide Model), βλ. Christoffel K., Coenen G. and Warne A., "The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis", *Working Paper Series*, αρ. 944, ΕΚΤ, Οκτώβριος 2008.

3 Για μια πιο λεπτομερή ανάλυση των μακροοικονομικών επιδράσεων της δημοσιονομικής προσαρμογής, βλ. το άρθρο με τίτλο "Fiscal multipliers and the timing of consolidation", *Μηνιαίο Δελτίο*, ΕΚΤ, Απρίλιος 2014.

Πλαίσιο 4

ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΑΛΛΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ

Διάφορες προβλέψεις για τη ζώνη του ευρώ διατίθενται τόσο από διεθνείς όσο και από ιδιωτικούς οργανισμούς. 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 εργασιμών ημερών μεταξύ των διαφόρων προβλέψεων (βλ. τον παρακάτω πίνακα).

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

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	Ημερομηνία δημοσίευσης	Ρυθμός αύξησης ΑΕΠ			Πληθωρισμός (ΕνΔΤΚ)		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Προβολές εμπειρογνομόνων Ευρωσυστήματος	Δεκέμβριος 2014	0,8 [0,7-0,9]	1,0 [0,4-1,6]	1,5 [0,4-2,6]	0,5 [0,5-0,5]	0,7 [0,2-1,2]	1,3 [0,6-2,0]
Ευρωπαϊκή Επιτροπή	Νοέμβριος 2014	0,8	1,1	1,7	0,5	0,8	1,5
ΟΟΣΑ	Νοέμβριος 2014	0,8	1,1	1,7	0,5	0,6	1,0
Βαρόμετρο της ζώνης του ευρώ	Νοέμβριος 2014	0,8	1,2	1,6	0,5	0,9	1,3
Προβλέψεις της Consensus Economics	Νοέμβριος 2014	0,8	1,1	1,5	0,5	0,9	1,3
Έρευνα μεταξύ των Επαγγελματιών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων	Νοέμβριος 2014	0,8	1,2	1,5	0,5	1,0	1,4
ΔΝΤ	Οκτώβριος 2014	0,8	1,3	1,7	0,5	0,9	1,2

Πηγές: Ευρωπαϊκές Οικονομικές Προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Φθινόπωρο 2014· ΔΝΤ, World Economic Outlook, Οκτώβριος 2014· ΟΟΣΑ, Economic Outlook, Νοέμβριος 2014· Προβλέψεις της Consensus Economics· MJEconomics· Έρευνα της ΕΚΤ μεταξύ των Επαγγελματιών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων.

Σημειώσεις: Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος 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. Οι υπόλοιπες προβλέψεις δεν διευκρινίζουν αν τα στοιχεία που αναφέρουν έχουν διορθωθεί ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών ή όχι.

Σύμφωνα με τις προβλέψεις άλλων οργανισμών που είναι επί του παρόντος διαθέσιμες, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ το 2014 αναμένεται να είναι ίδιος με τον αντίστοιχο ρυθμό που περιλαμβάνεται στις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος. Οι προβολές για τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ το 2015 και το 2016 είναι παρόμοιες ή κατά τι υψηλότερες από τις αντίστοιχες προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος. Οι προβλέψεις για τον μέσο ετήσιο πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) το 2014 συμπίπτουν με τις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος. Οι προβολές των περισσότερων άλλων οργανισμών για τον πληθωρισμό το 2015 είναι κατά τι υψηλότερες από τις αντίστοιχες προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος. Το 2016 ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο μεταξύ 1,0% και 1,5% σύμφωνα με τις υπόλοιπες διαθέσιμες προβολές, σε σύγκριση με το επίπεδο 1,3% που περιλαμβάνεται στις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος. Επί του παρόντος, όλες οι διαθέσιμες προβλέψεις για το 2015 και το 2016 βρίσκονται εντός των διαστημάτων των προβολών του Ευρωσυστήματος που αναφέρονται στον πίνακα.

© Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2014

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.