



## ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΡΟΒΟΛΕΣ ΕΜΠΕΙΡΟΓΝΩΜΟΝΩΝ ΤΗΣ ΕΚΤ ΓΙΑ ΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΤΟΥ ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ 2014<sup>1</sup>

Πρόσφατοι δείκτες υποδηλώνουν λιγότερο ευνοϊκές προοπτικές βραχυπρόθεσμα σε ένα περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από συγκρατημένες εξελίξεις στο εξωτερικό εμπόριο, γεωπολιτικές εντάσεις και αβεβαιότητα για τη μεταρρυθμιστική διαδικασία σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ. Ωστόσο, σύμφωνα με το βασικό σενάριο, εξακολουθούν να υφίστανται οι παράγοντες που μπορούν να τροφοδοτήσουν συνεχιζόμενη ανάκαμψη. Η εγχώρια ζήτηση θα ωφεληθεί από τη διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής την οποία ενισχύουν τα συμβατικά και μη συμβατικά μέτρα που λήφθηκαν τον Ιούνιο του 2014 και από τις ευνοϊκότερες συνθήκες προσφοράς πιστώσεων. Οι προβολές υπό το βασικό σενάριο στηρίζονται στην υπόθεση ότι η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής θα είναι σε γενικές γραμμές ουδέτερη, μετά από σημαντική αusterοποίηση επί σειρά ετών. Επιπλέον, η ιδιωτική κατανάλωση θα υποβοηθηθεί από την επίδραση των χαμηλών τιμών των βασικών εμπορευμάτων και την άνοδο των εισοδημάτων, καθώς η αγορά εργασίας βελτιώνεται σταδιακά. Οι επενδύσεις θα επηρεαστούν ευνοϊκά από τη μειωμένη ανάγκη προσαρμογής των ισολογισμών και από την προσπάθεια να καλυφθεί το χαμένο έδαφος έπειτα από αρκετά έτη υποτονικής δραστηριότητας, ενώ σε κάποια αρχική φάση το άφθονο πλεονάζον παραγωγικό δυναμικό ασκεί ανασταλτική επίδραση στις επενδύσεις. Οι εξαγωγές θα ωφεληθούν από τη σταδιακή παγκόσμια ανάκαμψη, ενισχυόμενες και από τις επιδράσεις της υποχώρησης της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ. Σύμφωνα με τις προβολές, το πραγματικό ΑΕΠ θα αυξηθεί κατά 0,9% το 2014, 1,6% το 2015 και 1,9% το 2016. Καθώς οι ρυθμοί αυτοί υπερβαίνουν τον εκτιμώμενο δυναμικό ρυθμό ανάπτυξης, συμβάλλουν στη σταδιακή μείωση του παραγωγικού κενού.

Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) της ζώνης του ευρώ εκτιμάται ότι θα παραμείνει χαμηλός βραχυπρόθεσμα και θα διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε 0,6% το 2014. Στη συνέχεια, αναμένεται βραδεία αύξηση σε 1,1% το 2015 και 1,4% το 2016. Η άνοδος, σύμφωνα με τις προβολές, του μετρούμενου πληθωρισμού αντανάκλα την αναμενόμενη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας, η οποία οδηγεί σε επιτάχυνση της αύξησης των μισθών και των κερδών. Πέραν τούτου, η άνοδος, βάσει των υποθέσεων, των τιμών των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων και γενικότερα των τιμών εισαγομένων της ζώνης του ευρώ, που επίσης σχετίζεται με την υποχώρηση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, αναμένεται να ασκήσει περαιτέρω ανοδικές πιέσεις στις τιμές. Ωστόσο, το εναπομένον παραγωγικό κενό και η μείωση, βάσει των υποθέσεων, των τιμών του πετρελαίου που αντανάκλα την καθοδική κλίση της καμπύλης των προθεσμιακών τιμών του πετρελαίου συμβάλλουν σε επιβράδυνση του προβλεπόμενου πληθωρισμού.

Σε σύγκριση με τις προβολές που δημοσιεύθηκαν στο Μηνιαίο Δελτίο του Ιουνίου 2014, η προβολή όσον αφορά τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ για το 2014 αναθεωρήθηκε προς τα κάτω κατά 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας, αντανάκλωντας τη χαμηλότερη από την αναμενόμενη επίδοση για το β' τρίμηνο και τη μείωση των εξαγωγών το β' εξάμηνο του έτους. Η προβολή για το 2015 αναθεωρήθηκε επίσης προς τα κάτω, κυρίως εξαιτίας μιας λιγότερο ευνοϊκής μεταφερόμενης επίδρασης. Αντιθέτως, η προβολή για το 2016 αναθεωρήθηκε προς τα άνω κατά 0,1 της εκατοστιαίας μονάδας, κυρίως λόγω της ευνοϊκής επίδρασης των βελτιωμένων συνθηκών χρηματοδότησης για τις ιδιωτικές επενδύσεις. Όσον αφορά το 2014, ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναθεωρήθηκε προς τα κάτω κατά 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας, αντανάκλωντας τα χαμηλότερα από το αναμενόμενο επίπεδα του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) τους τελευταίους μήνες. Όσον αφορά το 2015 και το 2016, η προβολή παραμένει αμετάβλητη, καθώς η χαμηλότερη σε σχέση με τις προηγούμενες προβολές υποκείμενη δυναμική του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) εκτός της ενέργειας αντισταθμίζεται σε γενικές γραμμές από την κάπως εντονότερη αύξηση του πληθωρισμού της ενέργειας (βάσει του ΕνΔΤΚ) με δεδομένες τις υποθέσεις για άνοδο της τιμής του πετρελαίου και για υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

1 Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ συμβάλλουν στην αξιολόγηση που διενεργεί το Διοικητικό Συμβούλιο για τις οικονομικές εξελίξεις και τους κινδύνους διατάραξης της σταθερότητας των τιμών. Πληροφορίες για τις διαδικασίες και τις τεχνικές που χρησιμοποιούνται παρέχονται στο 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 21η Αυγούστου 2014.

Τα πρόσφατα μέτρα πολιτικής που έλαβε η ΕΚΤ περιλαμβάνονται στο βασικό σενάριο μόνο μέσω της επίδρασης που ασκούν στις τεχνικές υποθέσεις για τις εξελίξεις στον χρηματοπιστωτικό τομέα (επιτόκια της αγοράς και τιμές μετοχών, συμπεριλαμβανομένης της συναλλαγματικής ισοτιμίας). Ως εκ τούτου, η προβολή υπό το βασικό σενάριο είναι πιθανόν να υποτιμά την επίδραση της δέσμης των μέτρων νομισματικής πολιτικής, καθώς δεν περιλαμβάνονται πρόσθετοι διάλογοι (βλ. Πλαίσιο 2).

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.<sup>2</sup> Αυτό θα πρέπει να ληφθεί υπόψη κατά την ερμηνεία των μακροοικονομικών προβολών.

Για πρώτη φορά στις προβολές για τη ζώνη του ευρώ περιλαμβάνεται η Λιθουανία.

## ΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

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 και να διαμορφωθεί από 3,7% το 2014 σε 4,2% το 2015 και σε 4,3% το 2016. Παρά μια κάποια βραχυπρόθεσμη μεταβλητότητα, η δυναμική της ανάπτυξης στις προηγμένες οικονομίες εκτός της ζώνης του ευρώ σταθεροποιείται. Η οικονομική δραστηριότητα στις αναδυόμενες αγορές επίσης έχει ανακάμψει, κυρίως χάρη στην έντονη επιτάχυνση της ανάπτυξης στην Κίνα. Οι παγκόσμιοι δείκτες επιβεβαιώνουν ότι η ανάπτυξη ενισχύεται βραχυπρόθεσμα. Πέραν του βραχυπρόθεσμου ορίζοντα, αναμένεται ενίσχυση της παγκόσμιας δραστηριότητας. Η εξαιρετικά διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής στις προηγμένες οικονομίες εξακολουθεί να στηρίζει τις χρηματοπιστωτικές αγορές και την παγκόσμια ανάκαμψη. Ολοένα περισσότερο, οι προηγμένες οικονομίες θα πρέπει επίσης να επηρεαστούν ευνοϊκά από την εξασθένιση αντίξων παραγόντων, η οποία αντανάκλα την υποχώρηση της απομόχλευσης του ιδιωτικού τομέα, τη μειωμένη ανάγκη δημοσιονομικής προσαρμογής και τη βελτίωση στις αγορές εργασίας. Αντιθέτως, σε αρκετές αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς, φαινόμενα συμφόρησης στις υποδομές, περιορισμοί στην παραγωγική δυναμικότητα και μακροοικονομικές ανισορροπίες είναι πιθανόν να επιδράσουν ανασχετικά στο αναπτυξιακό δυναμικό, ενώ άλλες αναδυόμενες οικονομίες προσαρμόζονται σε αυστηρότερες χρηματοπιστωτικές συνθήκες και στην προοπτική εξομάλυνσης της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ.

Η δυναμική του παγκόσμιου εμπορίου έχει εξασθενήσει σε σύγκριση με τα τέλη του 2013. Όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, η άνοδος των επενδύσεων στις προηγμένες οικονομίες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται να επιφέρει σταδιακή ανάκαμψη του παγκόσμιου εμπορίου. Ωστόσο, θεωρείται ότι διαδραματίζουν κάποιον ρόλο και ορισμένοι διαρθρωτικοί παράγοντες, όπως μεταξύ άλλων ο βραδύτερος ρυθμός ενοποίησης μέσω των παγκόσμιων αλυσίδων προσφοράς. Ως αποτέλεσμα, και σύμφωνα με προηγούμενες προβολές, η προβολή υποθέτει μικρότερη ελαστικότητα του παγκόσμιου εμπορίου ως προς την οικονομική δραστηριότητα έναντι εκείνης που παρατηρήθηκε πριν από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση. Το παγκόσμιο εμπόριο (εκτός της ζώνης του ευρώ) αναμένεται, βάσει των προβολών, να ενισχυθεί κατά 3,9% το 2014, 5,5% το 2015 και 5,9% το 2016. Καθώς η ζήτηση εισαγωγών εκ μέρους των κυριότερων εμπορικών εταίρων της ζώνης του ευρώ αναμένεται να αυξηθεί με βραδύτερο ρυθμό από ό,τι για τον υπόλοιπο κόσμο, ο ρυθμός αύξησης της εξωτερικής ζήτησης προϊόντων 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).

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

## Πίνακας 1 Το διεθνές περιβάλλον

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	Σεπτέμβριος 2014				Ιούνιος 2014			Αναθεωρήσεις από τον Ιούνιο 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Παγκόσμιο πραγματικό ΑΕΠ (εκτός ζώνης ευρώ)	3,7	3,7	4,2	4,3	3,6	4,0	4,1	0,1	0,2	0,2
Παγκόσμιο εμπόριο (εκτός ζώνης ευρώ) <sup>1)</sup>	3,4	3,9	5,5	5,9	4,3	5,7	5,9	-0,3	-0,2	0,0
Εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών ζώνης ευρώ <sup>2)</sup>	2,9	3,5	5,0	5,6	3,7	5,2	5,6	-0,3	-0,3	-0,1

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 Ιουνίου 2014, οι προοπτικές για την παγκόσμια ανάπτυξη αναθεωρήθηκαν προς τα άνω κατά 0,1 της εκατοστιαίας μονάδας για το 2014 και κατά 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας τόσο για το 2015 όσο και για το 2016. Ωστόσο, οι αναθεωρήσεις αυτές έχουν τεχνικό χαρακτήρα και αντανακλούν εξ ολοκλήρου την επικαιροποίηση των σταθμίσεων του ΑΕΠ βάσει της ισοτιμίας αγοραστικών δυνάμεων που χρησιμοποιούνται για την κατάρτιση των συνολικών μεγεθών της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας - οι νέες σταθμίσεις αποδίδουν μεγαλύτερη βαρύτητα στις ταχύτερα αναπτυσσόμενες αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς - και δεν οφείλονται σε μεταβολή της αξιολόγησης σε επίπεδο επιμέρους χωρών.<sup>3</sup> Χωρίς την επίδραση αυτής της αλλαγής των σταθμίσεων, ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ δεν αναθεωρείται. Η εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αναθεωρήθηκε προς τα κάτω κατά 0,3 της εκατοστιαίας μονάδας για το 2014 και το 2015 και κατά 0,1 της εκατοστιαίας μονάδας για το 2016. Αυτές οι αναθεωρήσεις προς τα κάτω αντανακλούν την εκτίμηση ότι το παγκόσμιο εμπόριο είναι πιθανόν να είναι υποτονικότερο από ό,τι αναμενόταν προηγουμένως, καθώς και πιο απαισιόδοξες προοπτικές σχετικά με τις εμπορικές συναλλαγές με τη Ρωσία και την Ουκρανία (βλ. Πλαίσιο 4).

## Πλαίσιο 1

### ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΟΣΩΝ 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 Αυγούστου 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 το 2015 και 0,3% για το 2016. Οι προσδοκίες της αγοράς για τις ονομαστικές αποδόσεις των 10ετών ομολόγων του Δημοσίου στη ζώνη του ευρώ υποδηλώνουν μέσο επίπεδο 2,3% το 2014, 2,2% το 2015 και 2,5% το 2016.<sup>1</sup> 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 παραμείνουν σε γενικές γραμμές σταθερά το 2014 και το 2015 και στη συνέχεια να παρουσιάσουν μέτρια αύξηση στη διάρκεια του 2016.

3 Μετά τη δημοσίευση της έρευνας του International Comparison Program για τα νέα όρια αναφοράς της ισοδυναμίας αγοραστικών δυνάμεων, επικαιροποιήθηκαν οι εκτιμήσεις για το ΑΕΠ βάσει ισοδυναμίας αγοραστικών δυνάμεων του World Economic Outlook του ΔΝΤ (βλ. το Πλαίσιο στο World Economic Outlook Update του ΔΝΤ του Ιουλίου 2014).

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 Αυγούστου 2014, η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent ανά βαρέλι αναμένεται να μειωθεί από 109,8 δολάρια ΗΠΑ το β' τρίμηνο του 2014 σε 102,7 δολάρια ΗΠΑ το 2016. Οι τιμές των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων σε δολάρια ΗΠΑ εκτιμάται, βάσει των υποθέσεων, ότι θα μειωθούν σημαντικά το 2014, θα κινηθούν ανοδικά το 2015 και θα αυξηθούν με ελαφρώς υψηλότερο ρυθμό το 2016.<sup>2</sup>

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 Αυγούστου 2014. Αυτό συνεπάγεται ότι η συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ ανά ευρώ θα διαμορφωθεί σε 1,36 το 2014 και 1,34 το 2015 και το 2016.

#### Τεχνικές υποθέσεις

	Σεπτέμβριος 2014				Ιούνιος 2014			Αναθεωρήσεις από τον Ιούνιο 2014 <sup>1)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
EURIBOR τριών μηνών (ως ποσοστό % ετησίως)	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,0	-0,1	-0,2
Αποδόσεις 10ετών ομολόγων του Δημοσίου (ως ποσοστό % ετησίως)	2,9	2,3	2,2	2,5	2,4	2,6	3,0	-0,1	-0,4	-0,5
Τιμή πετρελαίου (σε δολάρια ΗΠΑ/βαρέλι)	108,8	107,4	105,3	102,7	107,2	102,2	98,2	0,2	3,0	4,5
Τιμές μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων, σε δολάρια ΗΠΑ (ετήσια εκατοστιαία μεταβολή)	-5,0	-4,8	0,1	4,4	0,3	1,7	4,6	-5,1	-1,6	-0,2
Συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ/ευρώ	1,33	1,36	1,34	1,34	1,38	1,38	1,38	-1,8	-3,3	-3,3
Ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (ΣΣΙ-20) (ετήσια εκατοστιαία μεταβολή)	3,8	1,4	-0,8	0,0	2,6	0,1	0,0	-1,2	-0,9	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 τους ψηφισθέντες προϋπολογισμούς και τους συμπληρωματικούς προϋπολογισμούς των χωρών της ζώνης του ευρώ, τα μεσοπρόθεσμα δημοσιονομικά προγράμματά τους και τα επαρκώς εξειδικευμένα δημοσιονομικά μέτρα όπως περιέχονται στα επικαιροποιημένα προγράμματα σταθερότητας τα οποία ήταν διαθέσιμα έως τις 21 Αυγούστου 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, αυτές οι υποθέσεις υποδηλώνουν, κατά μέσο όρο, περιορισμένη μόνο δημοσιονομική προσαρμογή στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, βάσει των σχεδίων προϋπολογισμών για το 2014 και των περιορισμένων πληροφοριών που είναι διαθέσιμες για το 2015 και το 2016. Με βάση τις υποθέσεις, η δημοσιονομική προσαρμογή κατά τον χρονικό ορίζοντα προβολής είναι σημαντικά μικρότερη σε σχέση με τα τελευταία έτη.

Σε σύγκριση με το Μηνιαίο Δελτίο του Ιουνίου 2014, οι κυριότερες μεταβολές στις τεχνικές υποθέσεις είναι ότι οι παρούσες προβολές υποθέτουν χαμηλότερα βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ καθώς και χαμηλότερη σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ. Οι τιμές του πετρελαίου σε δολάρια είναι κάπως υψηλότερες σε σύγκριση με τις προβολές του Ιουνίου, ενώ οι τιμές των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων είναι χαμηλότερες.

- 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 μέχρι το τέλος του χρονικού ορίζοντα προβολής. Οι τιμές των λοιπών μη ενεργειακών πρώτων υλών ακολουθούν, βάσει των υποθέσεων, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης έως το γ' τρίμηνο του 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 οικονομικό υπόδειγμα που λαμβάνει υπόψη τις εξελίξεις στις διεθνείς τιμές των τροφίμων.

## ΠΡΟΒΟΛΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΥ ΑΕΠ

Η οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ ανακόπηκε το β' τρίμηνο του 2014, έπειτα από τέσσερα τρίμηνα συγκρατημένου ρυθμού αύξησης. Η υποτονικότητα της οικονομικής δραστηριότητας το β' τρίμηνο φαίνεται εν μέρει να αντανάκλα τον αρνητικό ρόλο που διαδραμάτισαν ορισμένοι έκτακτοι παράγοντες. Πρώτον, το α' τρίμηνο η οικονομική δραστηριότητα είχε δεχθεί μια ασυνήθιστη ανοδική επίδραση λόγω του μικρού αριθμού αργιών (καθώς όλες οι σχολικές διακοπές του Πάσχα περιλήφθηκαν στο β' τρίμηνο) και λόγω του ήπιου χειμώνα που είχε δώσει ώθηση στις κατασκευές. Καμία από αυτές τις ανοδικές επιδράσεις το α' τρίμηνο δεν αποτυπώθηκε επαρκώς από την εποχική διόρθωση ή τη διόρθωση ως προς τον αριθμό των εργασιμων ημερών. Καθώς αυτές εξαλείφθηκαν το β' τρίμηνο, επηρέασαν αρνητικά την ανάπτυξη. Δεύτερον, οι αρνητικές ημερολογιακές επιδράσεις που σχετίζονται με τις αργίες-γέφυρες οι οποίες ήταν περισσότερες του συνήθους σε πολλές χώρες της ζώνης του ευρώ ενδεχομένως μείωσαν τον αριθμό των πραγματικών εργασιμων ημερών τον Μάιο, παράγοντας που δεν αποτυπώθηκε από τη διόρθωση ως προς τον αριθμό των εργασιμων ημερών.

Όσον αφορά το β' εξάμηνο του 2014, ενώ οι δείκτες εμπιστοσύνης παραμένουν κοντά στα μακροχρόνια μέσα επίπεδά τους, η πρόσφατη υποχώρησή τους δείχνει μια μάλλον μέτρια άνοδο της δραστηριότητας βραχυπρόθεσμα. Η υποχώρηση των στοιχείων ερευνών σημειώνεται σε ένα περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από την πρόσφατη περαιτέρω κλιμάκωση των γεωπολιτικών εντάσεων (βλ. Πλαίσιο 4) σε συνδυασμό με την αβεβαιότητα που περιβάλλει τη διαδικασία οικονομικών μεταρρυθμίσεων σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ. Συνολικά, η προβολή περιλαμβάνει μια μάλλον συγκρατημένη άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας το β' εξάμηνο του 2014, υποτονικότερη από ό,τι αναμενόταν προηγουμένως.

Πέραν του βραχυπρόθεσμου ορίζοντα, και με βάση την υπόθεση ότι οι παγκόσμιες εντάσεις δεν θα οξυνθούν περαιτέρω, προβλέπεται σταδιακή επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται να επιταχυνθεί το 2015 και το 2016 και οι διαφορές των ρυθμών ανάπτυξης μεταξύ των χωρών αναμένεται, βάσει των προβολών, να μειωθούν, χάρη στην πρόοδο για την αντιμετώπιση του κατακερματισμού των χρηματοπιστωτικών αγορών, στον περιορισμό των διαφορών που παρατηρούνται στην πορεία της δημοσιονομικής πολιτικής τους και στον θετικό αντίκτυπο από προηγούμενες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην οικονομική δραστηριότητα σε αρκετές χώρες. Η αναμενόμενη, βάσει των προβολών, επιτάχυνση της δραστηριότητας θα υποβοηθηθεί κυρίως από την ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης, λόγω της διευκολυντικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής - την οποία ενισχύουν περαιτέρω τα πρόσφατα συμβατικά και μη συμβατικά μέτρα -, μιας γενικά ουδέτερης κατεύθυνσης της δημοσιονομικής πολιτικής μετά από σημαντική αυστηροποίηση επί σειρά ετών και λόγω της επανόδου σε ουδέτερες συνθήκες προσφοράς πιστώσεων. Επιπλέον, η ιδιωτική κατανάλωση θα πρέπει να ωφεληθεί από την άνοδο του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος η οποία απορρέει από την ευνοϊκή επίδραση που ασκούν ο χαμηλός πληθωρισμός των τιμών των βασικών εμπορευμάτων και τον ενισχυμένο ρυθμό των μισθολογικών αυξήσεων. Οι ιδιωτικές επενδύσεις σε κατοικίες και εκτός κατοικιών θα πρέπει επίσης να στηριχθούν από τη σταδιακή εξάλειψη της δυσμενούς επίδρασης που ασκούσε η ανάγκη προσαρμογής των ισολογισμών, καθώς και από την προσπάθεια να καλυφθεί το χαμένο έδαφος έπειτα από αρκετά έτη υποτονικών επενδύσεων. Εξάλλου, η οικονομική δραστηριότητα θα στηρίζεται επίσης ολοένα περισσότερο από τη σταδιακή ενίσχυση της εξωτερικής ζήτησης, η οποία ενδυναμώνεται από την πρόσφατη υποτίμηση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ και την προηγούμενη

βελτίωση της ανταγωνιστικότητας. Παρόλα αυτά, αρκετοί παράγοντες εξακολουθούν να επηρεάζουν δυσμενώς την πρόοδο προς μια ταχύτερη ανάπτυξη. Η δυσμενής επίδραση των υψηλών ποσοστών ανεργίας στις προοπτικές για την ιδιωτική κατανάλωση σε ορισμένες χώρες αναμένεται να περιοριστεί μόνο σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, ενώ το πλεονάζον παραγωγικό δυναμικό σε ορισμένες χώρες και, πιθανότατα, η στενότητα προσφοράς εργασίας σε άλλες αναμένεται να εξακολουθήσουν να επιδρούν ανασταλτικά στις επενδυτικές δαπάνες. Επιπλέον, οι συνεχιζόμενες γεωπολιτικές εντάσεις επηρεάζουν δυσμενώς τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές για τις επενδύσεις και τις εξαγωγές. Σε μέσα ετήσια επίπεδα, το πραγματικό ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί κατά 0,9% το 2014, 1,6% το 2015 και 1,9% το 2016. Αυτή η πορεία αντανακλά τη σταθερά αυξανόμενη συμβολή της εγχώριας ζήτησης σε συνδυασμό με μια μικρή θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών.

Αν εξετάσουμε αναλυτικότερα τις συνιστώσες της ζήτησης, ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών της ζώνης του ευρώ προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται, βάσει των προβολών, να επιταχυνθεί προς το τέλος του 2014 και στη διάρκεια του 2015, αντανακλώντας τη σταδιακή ενίσχυση της εξωτερικής ζήτησης για προϊόντα και υπηρεσίες της ζώνης του ευρώ και την ευνοϊκή επίδραση της πρόσφατης υποτίμησης του ευρώ. Οι πρόσφατες εντάσεις μεταξύ της ΕΕ και της Ρωσίας έχουν συνολικά περιορισμένες επιπτώσεις στην εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ, αλλά ορισμένες χώρες με σχετικά ισχυρούς εμπορικούς δεσμούς με τη Ρωσία θα μπορούσαν να επηρεαστούν σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό. Σύμφωνα με τις προβολές, τα εξαγωγικά μερίδια της ζώνης του ευρώ θα μειωθούν οριακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αν και η εξέλιξή τους θα είναι μάλλον ανομοιόμορφη μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ, αντανακλώντας τις διαφορετικές εξελίξεις ως προς την ανταγωνιστικότητα και τα διαφορετικά χαρακτηριστικά των εμπορικών συναλλαγών. Οι εξαγωγές εντός της ζώνης του ευρώ αναμένεται, βάσει των προβολών, να αυξηθούν με ρυθμό κάπως βραδύτερο από αυτόν των εξαγωγών εκτός της ζώνης του ευρώ, λόγω της ακόμη σχετικά υποτονικής εγχώριας ζήτησης εντός της ζώνης του ευρώ.

Οι επιχειρηματικές επενδύσεις αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να αυξηθούν σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, υποβοηθούμενες από την ενίσχυση της εγχώριας και της εξωτερικής ζήτησης στο πλαίσιο συσσωρευμένων αναγκών για επενδύσεις αντικατάστασης παραγωγικού εξοπλισμού, το πολύ χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων και την αναμενόμενη βελτιωμένη μετακύλιση στα επιτόκια χορηγήσεων σε ορισμένες χώρες, την ενίσχυση της κερδοφορίας και μια ορισμένη βελτίωση των παραγόντων στην πλευρά της προσφοράς πιστώσεων. Ωστόσο, η δυσμενής επίδραση της χαμηλότερης ανάπτυξης σε σύγκριση με την τάση και η περαιτέρω αναδιάρθρωση των ισολογισμών των επιχειρήσεων σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ παρεμποδίζουν μια εντονότερη ανάκαμψη των επιχειρηματικών επενδύσεων. Στο τέλος του χρονικού ορίζοντα προβολής, το επίπεδο των επιχειρηματικών επενδύσεων αναμένεται να εξακολουθήσει να είναι 6% χαμηλότερο από το ανώτατο επίπεδο στο οποίο είχε διαμορφωθεί πριν από την κρίση, με σημαντικές διαφορές μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ.

Οι επενδύσεις σε κατοικίες αναμένεται, βάσει των προβολών, να επιταχυνθούν σταδιακά το β' εξάμηνο του 2014 και στη συνέχεια να ενισχυθούν περισσότερο το 2015, καθώς η οικονομική δραστηριότητα ανακάμπτει σε ένα περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων στεγαστικών δανείων και βελτιωμένων συνθηκών προσφοράς πιστώσεων και καθώς η ανάγκη προσαρμογής σταδιακά εξασθενεί. Ωστόσο, σε ορισμένες χώρες, η προσαρμογή των αγορών κατοικιών και/ή ένας ρυθμός αύξησης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος που παραμένει υποτονικός εξακολουθούν να επηρεάζουν δυσμενώς την κατασκευή κατοικιών. Οι δημόσιες επενδύσεις αναμένεται να παραμείνουν υποτονικές σε όλη τη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, λόγω της συνεχιζόμενης συγκράτησης των δαπανών σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ η οποία υπεραντισταθμίζει την πιο επεκτατική πορεία των δημόσιων επενδύσεων σε άλλες χώρες.

Η απασχόληση με βάση τον αριθμό των απασχολουμένων αυξήθηκε συγκρατημένα το α' εξάμηνο του 2014. Όμως, ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης αναμένεται, βάσει των προβολών, να παραμείνει υποτονικός το β' εξάμηνο του 2014 και στη συνέχεια να ανακάμψει συγκρατημένα το 2015 και το 2016. Η αναμενόμενη ανάκαμψη της απασχόλησης αντανακλά την άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας, την ανοδική επίδραση της προηγούμενης συγκράτησης των μισθολογικών αυξήσεων και τη θετική επίδραση των μεταρρυθμίσεων στις αγορές εργασίας, οι οποίες βελτίωσαν την ευελιξία και στήριξαν τη δημιουργία θέσεων εργασίας στον ιδιωτικό τομέα, ιδίως σε ορισμένες χώρες που αντιμετώπιζαν δυσχέρειες. Ωστόσο, οι περαιτέρω περικοπές στον αριθμό απασχολουμένων στον δημόσιο τομέα σε ορισμένες χώρες

θα συγκρατήσουν τον ρυθμό ανόδου της συνολικής απασχόλησης. Το εργατικό δυναμικό αναμένεται να αυξηθεί συγκρατημένα στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, 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 υποχώρησε τους τελευταίους μήνες, αντανακλώντας κυρίως την ανάκαμψη της απασχόλησης. Αναμένεται ότι θα μειωθεί περαιτέρω στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αν και θα παραμείνει σε σημαντικά υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με τα επίπεδα που είχαν σημειωθεί πριν από την κρίση. Η παραγωγικότητα της εργασίας (μετρούμενη ως προϊόν ανά απασχολούμενο) αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να βελτιωθεί, αντανακλώντας την αναμενόμενη επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ και τη χρονική υστέρηση με την οποία η απασχόληση προσαρμόζεται στις εξελίξεις της δραστηριότητας.

**Πίνακας 2 Μακροοικονομικές προβολές για τη ζώνη του ευρώ<sup>1)</sup>**

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

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

1) Στις προβολές που αφορούν το 2015 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. Η προβολή για τις μεταβλητές των εθνικών λογαριασμών βασίζεται στο πρότυπο του ΕΣΛ 95.

- 2) Οι αναθεωρήσεις υπολογίζονται από μη στρογγυλοποιημένα μεγέθη.
- 3) Στοιχεία που έχουν διορθωθεί ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών.
- 4) Τα διαστήματα που παρουσιάζονται γύρω από τις προβολές βασίζονται στις διαφορές μεταξύ των πραγματοποιήσεων και των προηγούμενων προβολών που είχαν καταρτιστεί επί σειρά ετών. Το εύρος κάθε διαστήματος είναι διπλάσιο από τον μέσο όρο της διαφοράς, σε απόλυτες τιμές. Η μέθοδος που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό των διαστημάτων, βάσει της οποίας γίνεται και 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.
- 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 μετακίνησης 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. Ο υπολογισμός ακολουθεί την προσέγγιση του ΕΣΚΤ ως προς το κυκλικά προσαρμοσμένο δημοσιονομικό αποτέλεσμα (βλ. Bouthevillain, C. et al., "Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach", Working Paper Series, αρ. 77, EKT, Σεπτέμβριος 2001) και τον ορισμό του ΕΣΚΤ για τα μέτρα προσωρινού χαρακτήρα (βλ. Kremer, J. et al., "A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances", Working Paper Series, αρ. 579, EKT, 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 σχετική ανάλυση, με αναφορά και στη μεθοδολογία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, 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" στο παρόν τεύχος του Μηνιαίου Δελτίου.

Ο ρυθμός αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται να επιταχυνθεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, ακολουθώντας από κοντά τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος. Η αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος αναμένεται, βάσει των προβολών, να στηριχθεί από τη βελτίωση του εισοδήματος από εργασία, η οποία αντανάκλα την άνοδο της απασχόλησης και την ενίσχυση των μισθολογικών αυξήσεων, μια λιγότερο δυσμενή επίδραση της δημοσιονομικής προσαρμογής, την αυξημένη συμβολή των λοιπών ατομικών εισοδημάτων (που αφορούν κυρίως επιχειρηματικά κέρδη) και τις χαμηλές τιμές των βασικών εμπορευμάτων. Το ποσοστό αποταμίευσης αναμένεται να παραμείνει αμετάβλητο. Αυτό αντανάκλα αντίρροπες επιδράσεις που ασκούνται αφενός από τον καθοδικό αντίκτυπο λόγω της υποχώρησης των επιτοκίων και της σταδιακής μείωσης της ανεργίας που συνεπάγεται μικρότερη ανάγκη αποταμιεύσεων για λόγους πρόνοιας, και αφετέρου από τον ανοδικό αντίκτυπο λόγω της μείωσης της αναγκαστικής απόσβεσης αποταμιεύσεων, καθώς η αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος διευκολύνει την κατανάλωση. Η δημόσια κατανάλωση, βάσει των υποθέσεων, θα αυξηθεί με μέτριο ρυθμό στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

Σύμφωνα με τις προβολές, οι εισαγωγές από χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται να σημειώσουν μέτρια αύξηση στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Οι εισαγωγές εξακολουθούν να επηρεάζονται αρνητικά από τη συγκρατημένη άνοδο της συνολικής ζήτησης της ζώνης του ευρώ και ορισμένες καθοδικές επιδράσεις που απορρέουν από την πρόσφατη υποτίμηση του ευρώ. Η συμβολή του εμπορικού ισοζυγίου στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται να είναι μέτρια στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να παραμείνει σε γενικές γραμμές σταθερό σε 2,4% του ΑΕΠ το 2016.

Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές που δημοσιεύθηκαν στο Μηνιαίο Δελτίο του Ιουνίου 2014, η προβολή όσον αφορά τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ για το 2014 αναθεωρήθηκε προς τα κάτω κατά 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας, αντανάκλωντας κατά κύριο λόγο τη χαμηλότερη από την αναμενόμενη επίδοση για το β' τρίμηνο. Επιπροσθέτως, σε περιβάλλον αυξημένων γεωπολιτικών εντάσεων, ο αντίκτυπος της χαμηλότερης παγκόσμιας ζήτησης στις εξαγωγές και, σε μικρότερο βαθμό, η υποχώρηση των επενδύσεων οδηγούν σε αναθεώρηση προς τα κάτω της οικονομικής δραστηριότητας το β' εξάμηνο του 2014. Η προβολή για το 2015 έχει αναθεωρηθεί προς τα κάτω κατά 0,1 της εκατοστιαίας μονάδας, αντανάκλωντας μια χαμηλότερη μεταφερόμενη επίδραση. Η προβολή για το 2016 έχει αναθεωρηθεί προς τα άνω κατά 0,1 της εκατοστιαίας μονάδας, αντανάκλωντας κυρίως τον θετικό αντίκτυπο που ασκούν στις ιδιωτικές επενδύσεις οι ευνοϊκότερες συνθήκες χρηματοδότησης οι οποίες υποβοηθούνται από τις στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης.

## ΠΡΟΒΟΛΕΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΚΑΙ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ

Σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat, ο συνολικός πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) ήταν 0,3% τον Αύγουστο 2014. Ο χαμηλός σημερινός ρυθμός πληθωρισμού αντανάκλα τη μείωση των



τιμών της ενέργειας και των τιμών των ειδών διατροφής, καθώς και τη συγκρατημένη πορεία των τιμών των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών και των τιμών των υπηρεσιών.

Έπειτα από ρυθμό 0,6% το β' τρίμηνο του 2014, ο μετρούμενος πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται, βάσει των προβολών, να υποχωρήσει ελαφρώς περαιτέρω σε 0,4% το γ' τρίμηνο και στη συνέχεια να ανακάμψει σε 0,7% το δ' τρίμηνο του 2014. Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται να ενισχυθεί σταδιακά περαιτέρω στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής σε ρυθμό 1,5% το δ' τρίμηνο του 2016. Η σμίκρυνση του αρνητικού παραγωγικού κενού καθώς η ανάκαμψη σταθεροποιείται, οδηγώντας σε αύξηση των μισθών και των κερδών, αναμένεται να ασκεί κάποια ανοδική επίδραση στον πληθωρισμό. Επιπροσθέτως, η άνοδος των τιμών των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων και των τιμών των εισαγομένων της ζώνης του ευρώ, η οποία ενισχύεται από την υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, αναμένεται να επηρεάσει αυξητικά τις τιμές καταναλωτή στη ζώνη του ευρώ. Παρόλα αυτά, προβλέπεται συγκράτηση του πληθωρισμού έως το 2016 αφενός λόγω της εναπομένουσας υποαπασχόλησης των πόρων στην οικονομία, καθώς το αρνητικό παραγωγικό κενό αναμένεται, βάσει των προβολών, να μειωθεί μόνο εν μέρει έως το 2016, υποδηλώνοντας πολύ μέτρια δυναμική των μισθών και των περιθωρίων κέρδους, και αφετέρου λόγω της μείωσης, βάσει των υποθέσεων, των τιμών του πετρελαίου όπως αντανακλάται στις αγορές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης.

Πιο αναλυτικά, ο πληθωρισμός των τιμών της ενέργειας αναμένεται να παραμείνει σε σαφώς αρνητικά επίπεδα το γ' τρίμηνο του 2014 και στη συνέχεια να κυμανθεί γύρω στο μηδέν στην εναπομένουσα διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Ο αντίκτυπος στις τιμές καταναλωτή των ενεργειακών αγαθών από την ελαφρά καθοδική κλίση της καμπύλης των προθεσμιακών τιμών του αργού πετρελαίου αντισταθμίζεται εν μέρει στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής από τις ανοδικές επιδράσεις παραγόντων όπως η υποτίμηση του ευρώ και οι εξελίξεις στις τιμές άλλων ενεργειακών αγαθών. Συνολικά, οι τιμές της ενέργειας αναμένεται, βάσει των προβολών, να έχουν μηδενική συμβολή στον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, και σημαντικά χαμηλότερη από τη θετική συμβολή 0,5 της εκατοστιαίας μονάδας που είχαν κατά μέσο όρο στη διάρκεια της περιόδου 1999-2013. Οι εξελίξεις σε αυτήν τη συνιστώσα του ΕνΔΤΚ, επομένως, εξηγούν κατά μεγάλο μέρος τις πιο συγκρατημένες προοπτικές για τον πληθωρισμό στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής σε σύγκριση με τις εξελίξεις που σημειώθηκαν τα πρώτα 15 χρόνια της Νομισματικής Ένωσης.

Ο πληθωρισμός των τιμών των ειδών διατροφής αναμένεται, βάσει των προβολών, να παραμείνει κοντά στο μηδέν το γ' τρίμηνο του 2014 και να ανακάμψει έντονα τα επόμενα τρίμηνα έως τα μέσα του 2015, όταν θα έχουν εξαλειφθεί ο σημαντικός καθοδικός αντίκτυπος των καιρικών συνθηκών στις τιμές των επεξεργασμένων ειδών διατροφής και οι καθοδικές επιδράσεις της βάσης σύγκρισης. Στη συνέχεια, ο πληθωρισμός των τιμών των ειδών διατροφής εκτιμάται ότι θα εξακολουθήσει να αυξάνεται περαιτέρω, αν και πιο σταδιακά, και ότι θα διαμορφωθεί σε επίπεδα 2,0% στο τέλος του χρονικού ορίζοντα προβολής. Η περαιτέρω αύξηση του πληθωρισμού των τιμών των ειδών διατροφής αντανακλά την άνοδο, βάσει των υποθέσεων, των τιμών παραγωγού στην ΕΕ η οποία συνάδει με τη σταδιακή ενίσχυση της οικονομικής ανάκαμψης. Συνολικά, οι τιμές των ειδών διατροφής αναμένεται, βάσει των προβολών, να έχουν συμβολή 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας στον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, η οποία είναι χαμηλότερη από τη συμβολή 0,5 της εκατοστιαίας μονάδας που είχαν κατά μέσο όρο στη διάρκεια της περιόδου 1999-2013, παρέχοντας έναν ακόμη λόγο για τις συγκριτικά συγκρατημένες προοπτικές για τον πληθωρισμό.

Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς τα είδη διατροφής και την ενέργεια εκτιμάται ότι δεν θα μειωθεί περαιτέρω, αφού διαμορφώθηκε σε 0,8% μεταξύ του δ' τριμήνου του 2013 και του γ' τριμήνου του 2014. Εκτιμάται ότι θα αυξηθεί σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής καθώς η ανάκαμψη θα αποκτά δυναμική, το παραγωγικό κενό θα περιορίζεται και η άνοδος των μισθών και των κερδών θα βελτιώνεται. Αυτός ο δείκτης του υποκείμενου πληθωρισμού αναμένεται να φθάσει σε ρυθμό 1,5% το δ' τρίμηνο του 2016. Η συμβολή αυτής της συνιστώσας του ΕνΔΤΚ στον συνολικό πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) είναι επίσης χαμηλότερη από τον μέσο όρο, δηλαδή διαμορφώνεται σε 0,8 της εκατοστιαίας μονάδας στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, σε σύγκριση με μακροχρόνιο μέσο όρο 1,1 εκατοστιαία μονάδα.

Οι αυξήσεις των έμμεσων φόρων που συμπεριλαμβάνονται στα σχέδια δημοσιονομικής προσαρμογής αναμένεται να έχουν μικρή ανοδική συμβολή περίπου 0,1 της εκατοστιαίας μονάδας στον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) το 2014. Δεδομένης της έλλειψης πληροφοριών για τα δημοσιονομικά μέτρα που έχουν ψηφιστεί στην εναπομένουσα διάρκεια των προβολών, η συμβολή των έμμεσων φόρων αναμένεται επί του παρόντος να είναι αμελητέα το 2015 και το 2016 (σε σύγκριση με ιστορικό μέσο όρο 0,2%).

Εξωτερικοί παράγοντες που επηρεάζουν τις τιμές είχαν σημαντικό καθοδικό αντίκτυπο στις πρόσφατες εξελίξεις στον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ). Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του αποπληθωριστή των εισαγωγών υποχώρησε απότομα από 2,4% το 2012 σε -0,2% το α' τρίμηνο του 2014. Αυτή η πτώση αντανάκλωσε την εξασθένηση των παγκόσμιων τιμών εξαιτίας της υποτονικής παγκόσμιας ανάπτυξης, της προηγούμενης ανατίμησης του ευρώ και της μείωσης των τιμών των πετρελαϊκών και λοιπών βασικών εμπορευμάτων. Οι σημαντικές εξωτερικές καθοδικές πιέσεις στις τιμές εκτιμάται ότι θα τερματιστούν το β' εξάμηνο του 2014, ενώ αναμένεται σημείο καμπής για τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής του αποπληθωριστή των εισαγωγών. Στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αναμένεται επιτάχυνση του ρυθμού μεταβολής του αποπληθωριστή των εισαγωγών μέχρι τις αρχές του 2015, την οποία βάσει των προβολών θα διαδεχθεί, στην εναπομένουσα διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, μια σχετικά σταθερή γενικά αύξηση με ρυθμό γύρω στο 1,4%, παραπλήσιο του μακροχρόνιου μέσου όρου της. Η επιτάχυνση του ρυθμού μεταβολής του αποπληθωριστή των εισαγωγών αντανάκλωσε την άνοδο, βάσει των υποθέσεων, των παγκόσμιων τιμών με δεδομένη την ενίσχυση της παγκόσμιας οικονομίας, την αναμενόμενη άνοδο των τιμών των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων και την υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ.

Όσον αφορά τις εγχώριες πιέσεις στις τιμές, η σταδιακή βελτίωση των συνθηκών στις αγορές εργασίας στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να οδηγήσει σε κάποια επιτάχυνση της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό. Ο ρυθμός αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αναμένεται να επιβραδυνθεί τα δύο πρώτα έτη του χρονικού ορίζοντα προβολής, σε 1,0% το 2014 και περαιτέρω σε 0,8% το 2015 και στη συνέχεια θα επιταχυνθεί ελαφρώς σε 1,1% το 2016. Η πτώση του ρυθμού αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος τα δύο πρώτα χρόνια του χρονικού ορίζοντα προβολής οφείλεται στη μέτρια δυναμική του ρυθμού ανόδου της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό σε συνδυασμό με την ενίσχυση του ρυθμού ανόδου της παραγωγικότητας της εργασίας. Το 2016 ο ρυθμός αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αναμένεται να ανακάμψει ελαφρώς, λόγω της ενίσχυσης του ρυθμού ανόδου της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό σε συνδυασμό με τη σχετική στασιμότητα της παραγωγικότητας. Αυτό αντανάκλωσε την καθυστερημένη αντίδραση της αύξησης των μισθών και της απασχόλησης στην οικονομική ανάκαμψη, με δεδομένη τη σημαντική, και με βραδύ ρυθμό μειούμενη, υποτονικότητα στις αγορές εργασίας της ζώνης του ευρώ.

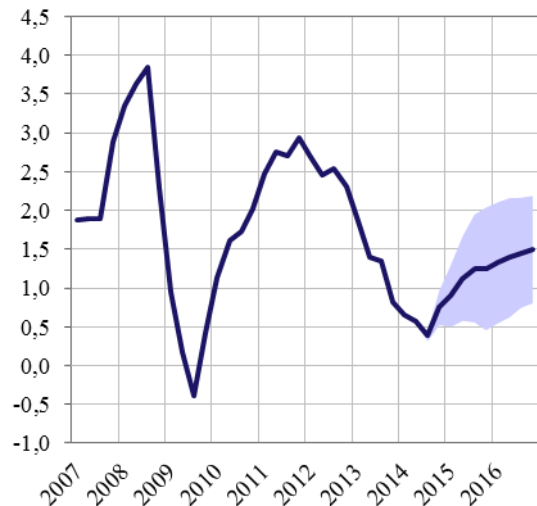
Τα περιθώρια κέρδους (που υπολογίζονται ως η διαφορά μεταξύ του αποπληθωριστή του ΑΕΠ σε τιμές συντελεστών παραγωγής και του ρυθμού αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος) αναμένεται να μειωθούν κάπως το 2014. Στη συνέχεια, προβλέπεται ότι θα ενισχυθούν σταδιακά, στηριζόμενα από την κυκλική ανάκαμψη της οικονομίας.

## Διάγραμμα 1 Μακροοικονομικές προβολές<sup>1)</sup>

(τριμηνιαία στοιχεία)

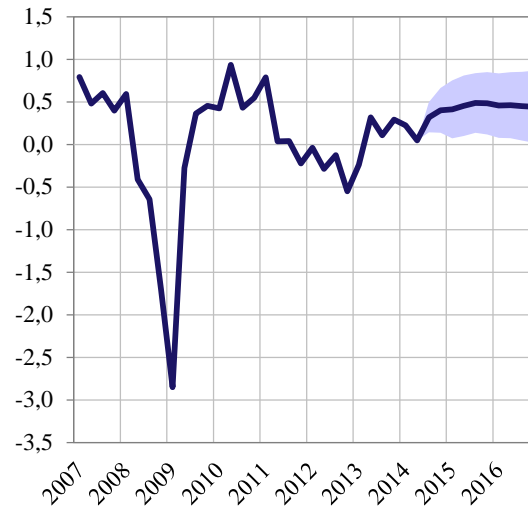
### ΕνΔΤΚ ζώνης ευρώ

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)



### Πραγματικό ΑΕΠ ζώνης ευρώ<sup>2)</sup>

(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", ΕΚΤ, Δεκέμβριος 2009, το οποίο διατίθεται στον δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

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

Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές που δημοσιεύθηκαν στο Μηνιαίο Δελτίο του Ιουνίου 2014, η προβολή για τον μετρούμενο πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναθεωρήθηκε προς τα κάτω κατά 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας για το 2014, κυρίως λόγω των χαμηλότερων από το αναμενόμενο επιπέδων του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) τους τελευταίους μήνες. Η προβολή όσον αφορά τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) για το 2015 και το 2016 παραμένει αμετάβλητη. Αυτό αντανακλά σε γενικές γραμμές αντισταθμιστικές αναθεωρήσεις προς τα κάτω του ΕνΔΤΚ εκτός της ενέργειας και αναθεωρήσεις προς τα άνω των συνιστωσών της ενέργειας του ΕνΔΤΚ. Σε ό,τι αφορά την πρώτη περίπτωση, τα πρόσφατα χαμηλότερα από το αναμενόμενο επίπεδα του πληθωρισμού αναμένεται να υποδηλώνουν επίμονα χαμηλότερη υποκείμενη δυναμική του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) εκτός της ενέργειας σε σύγκριση με προηγούμενες εκτιμήσεις. Ταυτόχρονα, οι υποθέσεις για άνοδο της τιμής του πετρελαίου και υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας συνεπάγονται αναθεώρηση προς τα άνω της συνιστώσας της ενέργειας του ΕνΔΤΚ.

## ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Με βάση τις υποθέσεις που παρουσιάστηκαν στο Πλαίσιο 1, το έλλειμμα γενικής κυβέρνησης για τη ζώνη του ευρώ αναμένεται, βάσει των προβολών, να μειωθεί σταδιακά σε 1,9% του ΑΕΠ το 2016, από 3,0% του ΑΕΠ το 2013. Αυτή η μείωση αντανακλά κυρίως τη βελτίωση της κυκλικής θέσης. Το διαρθρωτικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να βελτιωθεί κάπως σε όλη τη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, λόγω των προσπαθειών δημοσιονομικής προσαρμογής σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ και του αναμενόμενου περιορισμού της κρατικής στήριξης προς τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Η συνεχιζόμενη συγκρατημένη αύξηση των δημόσιων δαπανών αναμένεται να υπεραντισταθμίσει τις μειώσεις της άμεσης φορολογίας σε αρκετές χώρες. Με βάση τις τρέχουσες υποθέσεις για τη δημοσιονομική πολιτική, η διαρθρωτική βελτίωση θα συνεχιστεί, ωστόσο, με πολύ βραδύτερο ρυθμό από ό,τι τα τελευταία έτη. Ο λόγος του ακαθάριστου χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ αναμένεται, βάσει των προβολών, να κορυφωθεί σε 93,9% το 2014 και στη συνέχεια να μειωθεί σε 91,5% το 2016.

## Πλαίσιο 2

### ΑΠΟΤΥΠΩΣΗ ΣΤΙΣ ΠΡΟΒΟΛΕΣ ΤΗΣ ΔΕΣΜΗΣ ΜΕΤΡΩΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΠΟΥ ΕΛΑΒΕ Η ΕΚΤ ΤΟΝ ΙΟΥΝΙΟ 2014

Τα μέτρα νομισματικής πολιτικής τα οποία ανακοινώθηκαν στις 5 Ιουνίου 2014 καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα: ορισμένα από αυτά είχαν άμεση εφαρμογή (μείωση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ και παράταση των δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή), ορισμένα τίθενται σε ισχύ τον Σεπτέμβριο του 2014 (στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης - ΣΠΠΜΑ) ενώ ορισμένα άλλα (οριστικές αγορές τίτλων εκδοθέντων έναντι περιουσιακών στοιχείων) δεν είχαν ακόμη καθοριστεί και αποφασιστεί έως τις 21 Αυγούστου 2014, την καταληκτική ημερομηνία συμπερίληψης στοιχείων για αυτές τις προβολές.

Με αυτά τα δεδομένα, η προσέγγιση που επιλέχθηκε για τις παρούσες προβολές είναι να επιτραπεί σε αυτά τα μέτρα να επηρεάσουν το βασικό σενάριο στον βαθμό που επηρέασαν τις αγοραίες τεχνικές υποθέσεις για τις εξελίξεις στον χρηματοπιστωτικό τομέα (δηλαδή, επιτόκια της αγοράς και τιμές μετοχών, συμπεριλαμβανομένης της συναλλαγματικής ισοτιμίας). Η μετακύλιση των μεταβολών σε αυτές τις υποθέσεις αναμένεται να είναι σύμφωνη με τις ιστορικές κανονικότητες. Με άλλα λόγια, δεν γίνεται καμία αξιολογική προσαρμογή των τυπικών υποδειγμάτων που χρησιμοποιούνται για την εξαγωγή υποθέσεων σχετικά με τα επιτόκια χορηγήσεων και τις επιδράσεις της προσφοράς πιστώσεων, ή οποιασδήποτε άλλης πτυχής που αφορά τον ορισμό του βασικού σεναρίου.

Πολλοί πρόσθετοι δυνητικοί διάυλοι δεν αποτυπώνονται στο βασικό σενάριο. Αυτοί αφορούν μεταξύ άλλων, για παράδειγμα, τη μετακύλιση της ελάφρυνσης του κόστους άντλησης ρευστότητας για τις τράπεζες στα επιτόκια χορηγήσεών τους, τις ευνοϊκές συνθήκες προσφοράς πιστώσεων και τη χρήση από τις τράπεζες των κεφαλαίων των ΣΠΠΜΑ για την αγορά περιουσιακών στοιχείων. Επομένως, γενικά, το βασικό σενάριο είναι πιθανόν να υποεκτιμά τον αντίκτυπο της δέσμης των μέτρων νομισματικής πολιτικής, ο οποίος αποτελεί έναν σαφή ανοδικό κίνδυνο για τις προβολές όσον αφορά την ανάπτυξη και τον πληθωρισμό υπό το βασικό σενάριο.

## Πλαίσιο 3

### 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 αποτελούν 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.<sup>1</sup>

#### 1) Εναλλακτική πορεία των τιμών του πετρελαίου

Οι υποθέσεις για τις τιμές του πετρελαίου που διατυπώνονται στις τρέχουσες μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ εξάγονται από τις προσδοκίες της αγοράς, οι οποίες υπολογίζονται από τις τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου, βάσει των οποίων προβλέπεται πτώση των τιμών του πετρελαίου στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής (βλ. Πλαίσιο 1). Ωστόσο, η αβεβαιότητα σε σχέση με αυτήν την εξέλιξη παραμένει.

Η αναμενόμενη πτώση των τιμών του πετρελαίου ενδέχεται να αντανακλά την εκτίμηση των αγορών ότι η πρόσφατη μείωση της παραγωγής πετρελαίου σε αρκετές χώρες του ΟΠΕΚ λόγω πολιτικής αστάθειας ή γεωπολιτικών εντάσεων θα αναστραφεί εν μέρει και/ή θα αντισταθμιστεί από την άνοδο της παραγωγής σχιστολιθικού πετρελαίου παγκοσμίως. Ωστόσο, οι τιμές του πετρελαίου ενδέχεται να σημειώσουν άνοδο

σε περίπτωση απρόβλεπτων γεωπολιτικών γεγονότων σε μείζονες πετρελαιοπαραγωγούς χώρες (π.χ. Ρωσία) βραχυμεσοπρόθεσμα ή σε περίπτωση ισχυρότερης παγκόσμιας ανάκαμψης μεσοπρόθεσμα.

Συνολικά, στο πλαίσιο της παγκόσμιας ανάκαμψης, το ενδεχόμενο υψηλότερης τιμής του πετρελαίου από ό,τι υποθέτει το βασικό σενάριο των προβολών φαίνεται εύλογο. Ως εκ τούτου, στην παρούσα ανάλυση ευαισθησίας εξετάζεται το ενδεχόμενο διαρκώς μεγαλύτερης προσαρμογής προς τα άνω της πορείας των τιμών των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου.<sup>2</sup> Το εναλλακτικό σενάριο βασίζεται στην υπόθεση ότι το 2014, το 2015 και το 2016 οι τιμές του πετρελαίου θα είναι κατά 3%, 6% και 10% αντίστοιχα υψηλότερες από τις τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης. Σύμφωνα με τα μακροοικονομικά υποδείγματα των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ, αυτή η άνοδος των τιμών του πετρελαίου θα προκαλούσε το 2015 και το 2016 διαμόρφωση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) κατά 0,1-0,2 της εκατοστιαίας μονάδας υψηλότερα σε σχέση με το βασικό σενάριο των προβολών. Παράλληλα, εξαιτίας της αύξησης των τιμών του πετρελαίου, θα προέκυπτε χαμηλότερος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ, κατά 0,1 της εκατοστιαίας μονάδας το 2015 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, μια ενδεχόμενη υποχώρηση του ευρώ θα μπορούσε να οφείλεται σε επιδείνωση των προσδοκιών για την ανάπτυξη και τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ σε σύγκριση με την οικονομία των ΗΠΑ και σε προσδοκίες για αποκλίνουσες κατευθύνσεις της νομισματικής πολιτικής των δύο οικονομιών, υποδηλώνοντας τις προσδοκίες της αγοράς για παρατεταμένη περίοδο χαμηλών επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ και ταχύτερη εξομάλυνση στις ΗΠΑ. 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 Αυγούστου 2014. Αυτό το σενάριο υποδηλώνει σταδιακή υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ σε 1,24% το 2016, δηλαδή 7,4% χαμηλότερα από την υπόθεση του βασικού σεναρίου. Οι αντίστοιχες υποθέσεις για την ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ αντανακλούν ιστορικές κανονικότητες, όπου οι μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου ΗΠΑ αντανακλούν 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 3,9% κάτω από το βασικό σενάριο το 2016.

Τα αποτελέσματα από τα μακροοικονομικά υποδείγματα των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ υποδεικνύουν υψηλότερο ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ (0,1-0,3 της εκατοστιαίας μονάδας το 2015 και το 2016) και άνοδο του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) το 2015 και το 2016 (0,2-0,3 της εκατοστιαίας μονάδας) σε μια τέτοια περίπτωση.

## 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 σχετικά με προγράμματα 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, ιδίως για την περίοδο 2015-16, η οποία στις περισσότερες χώρες δεν περιλαμβάνεται στους τρέχοντες προϋπολογισμούς. 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 συντελεστές μείωσης του ελλείμματος, καθώς και οι συναφείς επιδράσεις ανατροφοδότησης στα μακροοικονομικά μεγέθη.

Βάσει αυτής της προσέγγισης, η πρόσθετη προσαρμογή για τη ζώνη του ευρώ εκτιμάται ότι θα είναι πολύ περιορισμένη (ύψους χαμηλότερου του 0,1% του ΑΕΠ) το 2014, ενώ εκτιμάται ότι περισσότερα πρόσθετα μέτρα θα ληφθούν πιθανότατα το 2015 (ύψους περίπου 0,3% του ΑΕΠ) και κάπως λιγότερα το 2016 (ύψους περίπου 0,1% του ΑΕΠ), οπότε το σωρευτικό μέγεθος της πρόσθετης προσαρμογής θα διαμορφωθεί σε 0,4% περίπου 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 προσπαθειών δημοσιονομικής προσαρμογής. Στο πλαίσιο της παρούσας ανάλυσης, σε επίπεδο της ζώνης του ευρώ συνολικά, η δημοσιονομική προσαρμογή εκτιμάται ότι θα στηρίζεται περισσότερο στην πλευρά των δαπανών, αλλά θα περιλαμβάνει επίσης αυξήσεις των έμμεσων φόρων, ενώ εκτιμάται ότι μέτρα για την τόνωση της οικονομίας μέσω της μείωσης των άμεσων φόρων και των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης θα ληφθούν πιθανότατα το 2016.

### 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)<sup>3</sup>, παρουσιάζονται συνοπτικά στον πίνακα που ακολουθεί.

Οι επιδράσεις στον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ από την πρόσθετη δημοσιονομική προσαρμογή είναι περιορισμένες το 2014, αλλά εκτιμώνται γύρω στο -0,2 της εκατοστιαίας μονάδας για το 2015 και το 2016 αντίστοιχως. Η επίδραση στον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) εκτιμάται γύρω στο 0,1 της εκατοστιαίας μονάδας το 2015.

Η παρούσα ανάλυση καταδεικνύει επομένως ορισμένους καθοδικούς κινδύνους για τις προβολές υπό το βασικό σενάριο όσον αφορά τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ ιδίως για το 2015 και το 2016, καθώς δεν περιλαμβάνονται ακόμα στο βασικό σενάριο όλα τα επιδιωκόμενα μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής. Ταυτόχρονα, υπάρχουν επίσης μικροί ανοδικοί κίνδυνοι για τον πληθωρισμό, καθώς μέρος της πρόσθετης προσαρμογής εκτιμάται ότι θα προέλθει από αυξήσεις των έμμεσων φόρων.

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.<sup>4</sup> 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 των κρατικών τίτλων. Επιπλέον, οι επιδράσεις στην εμπιστοσύνη μπορεί να είναι αρνητικές, παρεμποδίζοντας την οικονομική ανάκαμψη.

## 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 <sup>1)</sup>	-2,4	-1,8	-1,1
Δημοσιονομικές προβολές υπό το βασικό σενάριο	-2,6	-2,4	-1,9
Πρόσθετη δημοσιονομική προσαρμογή (σωρευτική) <sup>2)</sup>	0,0	0,3	0,4
Επιδράσεις πρόσθετης δημοσιονομικής προσαρμογής (εκατοστιαίες μονάδες) <sup>3)</sup>			
Ρυθμός αύξησης πραγματικού ΑΕΠ	0	-0,2	-0,2
Πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ)	0	0,1	0

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

2) Ανάλυση ευαισθησίας η οποία βασίζεται σε αξιολογήσεις εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ.

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).

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 λεπτομερή περιγραφή του υποδείγματος το οποίο χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό της εν λόγω προς τα άνω προσαρμογής, βλ. Pagano, P. and Pisani, M., "Risk-adjusted forecasts of oil prices", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, τ. 9, τεύχος 1, άρθρ. 24, 2009.

3 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.

4 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

### ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΝΤΑΣΕΩΝ ΜΕΤΑΞΥ ΤΗΣ ΕΕ ΚΑΙ ΤΗΣ ΡΩΣΙΑΣ ΣΤΙΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ ΤΗΣ ΖΩΝΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Η κλιμάκωση των γεωπολιτικών εντάσεων και η συναφής υποχώρηση της εμπιστοσύνης ενδέχεται να επηρέασαν αρνητικά την οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ πρόσφατα. Ωστόσο, σύμφωνα με τις υποθέσεις του βασικού σεναρίου των προβολών, οι δυσμενείς επιδράσεις στις εμπορικές συναλλαγές της ζώνης του ευρώ από τις πρόσφατες εντάσεις μεταξύ της ΕΕ και της Ρωσίας είναι μόνο μέτριες. Η εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ και οι εξαγωγές της ζώνης του ευρώ αναμένεται να επηρεαστούν πρωτίστως μέσω δύο διαύλων.

Πρώτον, οι προοπτικές για τη ρωσική οικονομία έχουν επιδεινωθεί, με αποτέλεσμα την υποχώρηση της εγχώριας ζήτησης και των εισαγωγών της Ρωσίας στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής σε σύγκριση με τις προβολές που δημοσιεύθηκαν στο Μηνιαίο Δελτίο του Ιουνίου 2014, με δυσμενείς επιπτώσεις στην εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ. Η κλιμάκωση των εντάσεων στην Ουκρανία προκάλεσαν την επιβολή πρόσθετων, πρωτίστως οικονομικών, κυρώσεων από την ΕΕ και τις ΗΠΑ στη Ρωσία. Έπειτα από συρρίκνωση του ρωσικού ΑΕΠ κατά 0,3% σε τριμηνιαία βάση το α' τρίμηνο του 2014, η οικονομική δραστηριότητα τα επόμενα τρίμηνα προβλέπεται να παραμείνει αναμικτή, αντιστακώντας την υποτονικότητα των επενδύσεων εν μέρει λόγω της αύξησης των επιτοκίων από την Τράπεζα της Ρωσίας, ενός πιο αυστηρού περιβάλλοντος εγχώριας και εξωτερικής άντλησης χρηματοδότησης, εκρών κεφαλαίων και αυξημένης αβεβαιότητας. Επιπλέον, οι αβέβαιες οικονομικές προοπτικές και η μείωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος ως αποτέλεσμα της ανόδου του πληθωρισμού αλλά και λόγω της υποτίμησης του ρουβλίου αναμένεται ότι θα επιδράσουν ανασταλτικά στην ιδιωτική κατανάλωση. Αυτή η επιδείνωση της ρωσικής εγχώριας ζήτησης προϊόντων και υπηρεσιών αποτελεί παράγοντα επιβράδυνσης του ρωσικού ΑΕΠ και του ρυθμού αύξησης των

εισαγωγών στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, υποδηλώνοντας αναθεώρηση των ρωσικών εισαγωγών προς τα κάτω σε σύγκριση με τις προηγούμενες προβολές. Καθώς στη Ρωσία αναλογεί 4,5% περίπου της εξωτερικής ζήτησης προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ, αυτή η καθοδική πορεία των ρωσικών εισαγωγών μειώνει οριακά την εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ κατά 0,1 της εκατοστιαίας μονάδας περίπου μέχρι το τέλος του 2016, σε σύγκριση με τις προηγούμενες προβολές.

Δεύτερον, η Ρωσία έχει επιβάλει εμπάργκο στις εισαγωγές ορισμένων ειδών διατροφής που προέρχονται από χώρες οι οποίες έχουν επιβάλει κυρώσεις σε ρωσικά φυσικά πρόσωπα και οντότητες, συμπεριλαμβανομένων των εισαγωγών τροφίμων από τη ζώνη του ευρώ. Αυτό το εμπάργκο από τη Ρωσία επηρεάζει το 2% περίπου των συνολικών εισαγωγών προϊόντων και υπηρεσιών της Ρωσίας, αποτελώντας παράγοντα περαιτέρω επιβράδυνσης του ρυθμού αύξησης των εισαγωγών στον χρονικό ορίζοντα προβολής. Προκειμένου να διαπιστωθεί η συμβολή των επιδράσεων αυτών των περιορισμών στις εισαγωγές της Ρωσίας, διατυπώνεται η υπόθεση ότι ένα τρίτο περίπου των εισαγωγών που υπόκεινται σε εμπάργκο μπορούν να αντικατασταθούν αμέσως από άλλους προμηθευτές του εξωτερικού. Με βάση τις υποθέσεις, οι υπόλοιπες εισαγωγές θα οδηγήσουν σε ελαφριά συρρίκνωση του ρυθμού αύξησης των ρωσικών εισαγωγών στο τέλος του 2014 και στις αρχές του 2015. Αυτό μεταφράζεται σε μικρότερη του 0,1 της εκατοστιαίας μονάδας μείωση της εξωτερικής ζήτησης προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ έως τις αρχές του 2015 σε σύγκριση με τις προηγούμενες προβολές.

Ενώ αυτές οι επιπτώσεις για την εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ είναι πιθανόν να είναι μικρές, για ορισμένες επιμέρους χώρες της ζώνης του ευρώ ο αντίκτυπος μπορεί να είναι μεγαλύτερος, ανάλογα με τους εμπορικούς δεσμούς τους με τη Ρωσία. Επιπροσθέτως, οι πρόσφατες εντάσεις φαίνεται να έχουν οδηγήσει σε υποχώρηση των επιχειρηματικών προσδοκιών στη ζώνη του ευρώ.

Θα πρέπει να ληφθούν υπόψη ορισμένες επιφυλάξεις όσον αφορά αυτές τις εκτιμήσεις. Η δυσμενής επίδραση στις εξαγωγές της ζώνης του ευρώ από το εμπάργκο της Ρωσίας ενδέχεται να είναι μεγαλύτερη από ό,τι δείχνει η αναθεώρηση της εξωτερικής ζήτησης προς τα κάτω, καθώς οι κυρώσεις του εμπάργκο στρέφονται ειδικά κατά της ζώνης του ευρώ και ορισμένων άλλων χωρών του ΟΟΣΑ και αυτό δεν αποτυπώνεται στα μερίδια των εμπορικών συναλλαγών που είναι σταθερά. Συνεπώς, είναι πιο εύλογο να πιθανολογηθεί ότι η μείωση των εξαγωγών της ζώνης του ευρώ θα είναι ίσως μεγαλύτερη από ό,τι προβλέπεται παραπάνω. Από την άλλη πλευρά, οι χώρες της ζώνης του ευρώ μπορεί να κατορθώσουν να βρουν εναλλακτικές εξαγωγικές αγορές, μετριάζοντας έτσι τον αντίκτυπο του εμπάργκο.

Τέλος, όπως αναφέρθηκε στο Μηνιαίο Δελτίο του Ιουνίου 2014 (βλ. το πλαίσιο με τίτλο "Ο βαθμός έκθεσης της ζώνης του ευρώ στην κρίση στην Ουκρανία"), μια περαιτέρω κλιμάκωση των εντάσεων στην περιοχή θα μπορούσε να προκαλέσει την επιβολή επιπλέον κυρώσεων στη Ρωσία και αντίποινα από τη Ρωσία κατά της ΕΕ. Στην περίπτωση αυτή, είναι πιθανόν ότι ο αντίκτυπος στην οικονομική δραστηριότητα και στον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ θα είναι σημαντικά πολύ μεγαλύτερος.

## Πλαίσιο 5

### 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 της ΕΚΤ, καθώς έχουν ολοκληρωθεί σε διαφορετικές χρονικές στιγμές. Επιπλέον, χρησιμοποιούν διαφορετικές (εν μέρει αδιευκρίνιστες) μεθόδους για την εξαγωγή υποθέσεων σχετικά με τις δημοσιονομικές, χρηματοοικονομικές και εξωτερικές μεταβλητές, συμπεριλαμβανομένων των τιμών του πετρελαίου και άλλων βασικών εμπορευμάτων. Τέλος, υπάρχουν διαφορές στις μεθόδους διόρθωσης ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών μεταξύ των διαφόρων προβλέψεων (βλ. τον 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
	Σεπτέμβριος 2014						
Προβολές εμπειρογνομόνων ΕΚΤ		0,9	1,6	1,9	0,6	1,1	1,4
		[0,7-1,1]	[0,6-2,6]	[0,6-3,2]	[0,5-0,7]	[0,5-1,7]	[0,7-2,1]
Ευρωπαϊκή Επιτροπή	Μάιος 2014	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
ΟΟΣΑ	Μάιος 2014	1,2	1,7	-	0,7	1,1	-
Βαρόμετρο της ζώνης του ευρώ	Αύγουστος 2014	1,0	1,5	1,7	0,6	1,1	1,5
Προβλέψεις της Consensus Economics	Αύγουστος 2014	1,0	1,5	1,6	0,6	1,1	1,5
Έρευνα μεταξύ των Επαγγελματιών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων	Αύγουστος 2014	1,0	1,5	1,7	0,7	1,2	1,5
ΔΝΤ	Ιούλιος 2014	1,1	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, European Economic Forecast, άνοιξη 2014· ΔΝΤ, World Economic Outlook, Αναθεώρηση Ιουλίου 2014 (ΑΕΠ)· ΔΝΤ, World Economic Outlook, Απρίλιος 2014· ΟΟΣΑ, Economic Outlook, Μάιος 2014· Προβλέψεις της Consensus Economics· MJEconomics· και Έρευνα της ΕΚΤ μεταξύ των Επαγγελματιών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων.

Σημειώσεις: Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων 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. 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 κατά τι υψηλότερος σε σχέση με τον αντίστοιχο ρυθμό που περιλαμβάνεται στις προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ. Οι προβολές για τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ το 2015 και το 2016 είναι παρόμοιες ή κατά τι χαμηλότερες από τις αντίστοιχες προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ. Όσον αφορά τον πληθωρισμό, σύμφωνα με τις προβλέψεις των περισσότερων άλλων οργανισμών, ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΚΤ) το 2014 και το 2015 θα είναι παραπλήσιος ή ελαφρώς υψηλότερος από ό,τι εκτιμάται βάσει των προβολών των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ. Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) το 2016 αναμένεται να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε επίπεδο μεταξύ 1,3% και 1,5% σύμφωνα με τις άλλες διαθέσιμες προβολές, έναντι του 1,4% της προβολής των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ. Προς το παρόν, όλες οι διαθέσιμες προβλέψεις για το 2015 και το 2016 βρίσκονται εντός των διαστημάτων των προβολών της ΕΚΤ που αναφέρονται στον πίνακα.

© Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2014

Διεύθυνση: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Germany

Ταχυδρομική διεύθυνση: Postfach 16 03 19, 60066 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.