



# Μάρτιος 2016

## Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνωμόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ<sup>1</sup>

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

*Η οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να συνεχιστεί, αν και με βραδύτερο ρυθμό συγκριτικά με τις προηγούμενες προβολές. Η επιβράδυνση αυτή αντανακλά την εξασθένηση της παγκόσμιας ανάπτυξης και την ενίσχυση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ. Όσον αφορά τα μέσα ετήσια επίπεδα, το πραγματικό ΑΕΠ αναμένεται, βάσει των προβολών, να αυξηθεί κατά 1,4% το 2016, 1,7% το 2017 και 1,8% το 2018. Μετά την απότομη περαιτέρω πτώση των τιμών του πετρελαίου, η προβολή για τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναθεωρήθηκε προς τα κάτω σε 0,1% για το 2016 και ελαφρώς λιγότερο προς τα κάτω σε 1,3% για το 2017. Ο πληθωρισμός αναμένεται να αυξηθεί περαιτέρω σε 1,6% το 2018.*

**Οι προοπτικές για την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ βραχυπρόθεσμα μετριάστηκαν λόγω της πρόσφατης ενίσχυσης αρνητικών επιδράσεων.** Οι αρνητικές επιδράσεις συνδέονται με δυσμενείς εξελίξεις στην παγκόσμια δραστηριότητα, ιδίως στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές, με την ενίσχυση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ και με την αύξηση της αβεβαιότητας όπως αυτή αντανακλάται στην άνοδο της μεταβλητότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών. Λαμβανομένης επίσης υπόψη της επιδείνωσης της εμπιστοσύνης των καταναλωτών και των επιχειρήσεων τον Ιανουάριο και τον Φεβρουάριο, οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές για την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ έχουν επιδεινωθεί σε σχέση με τις προβολές του Δεκεμβρίου.

**Ωστόσο, αναμένεται ότι διάφοροι ευνοϊκοί παράγοντες θα στηρίξουν τη συνέχιση της οικονομικής ανάκαμψης.** Η διευκολυντική κατεύθυνση της

<sup>1</sup> Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνωμόνων της ΕΚΤ συμβάλλουν στην αξιολόγηση που διενεργεί το Διοικητικό Συμβούλιο για τις οικονομικές εξελίξεις και τους κινδύνους διατάραξης της σταθερότητας των τιμών. Πληροφορίες για τις διαδικασίες και τις τεχνικές που χρησιμοποιούνται παρέχονται στο κείμενο με τίτλο *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, ΕΚΤ, Ιούνιος 2001, το οποίο διατίθεται στον δικτυακό τόπο της ΕΚΤ. Η τελευταία ημερομηνία που καλύπτουν οι τεχνικές υποθέσεις, όπως οι τιμές του πετρελαίου και οι συναλλαγματικές ισοτιμίες, ήταν η 15η Φεβρουαρίου 2016 (βλ. Πλαίσιο 2). Η τελευταία ημερομηνία για τη συμπερίληψη άλλων στοιχείων στις παρούσες προβολές ήταν η 25η Φεβρουαρίου 2016. Οι παρούσες μακροοικονομικές προβολές καλύπτουν την περίοδο 2016-2018. Οι προβολές που αφορούν τόσο μεγάλο χρονικό ορίζοντα χαρακτηρίζονται από πολύ υψηλή αβεβαιότητα. Αυτό θα πρέπει να ληφθεί υπόψη κατά την ερμηνεία των προβολών αυτών. Βλ. το άρθρο με τίτλο "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic" projections που δημοσιεύθηκε στο Μηνιαίο Δελτίο της ΕΚΤ του Μαΐου 2013.

νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, η οποία ενισχύθηκε περαιτέρω τον Δεκέμβριο του 2015 με την ανακοίνωση πρόσθετων μέτρων νομισματικής πολιτικής, συνεχίζει να μεταδίδεται στην οικονομία. Η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να στηριχθεί το 2016 από την πρόσφατη απότομη περαιτέρω πτώση των τιμών του πετρελαίου και τις συνεχιζόμενες βελτιώσεις στην αγορά εργασίας. Η παγκόσμια ανάκαμψη αναμένεται επίσης να συμβάλει στη σταδιακή ενίσχυση των επενδύσεων, εν μέρει λόγω επιδράσεων του επιταχυντή. Η εγχώρια ζήτηση επίσης θα ωφεληθεί από μια κάποια χαλάρωση της δημοσιονομικής πολιτικής, η οποία συνδέεται εν μέρει με την εισροή προσφύγων.

**Η εξέλιξη του μετρούμενου πληθωρισμού στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής αναμένεται ότι θα διαμορφωθεί σε πολύ μεγάλο βαθμό από την πορεία του πληθωρισμού της ενέργειας (βάσει του ΕνΔΤΚ).** Δεδομένης της περαιτέρω απότομης πτώσης των τιμών του πετρελαίου τους τελευταίους μήνες, ο πληθωρισμός της ενέργειας (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται ότι θα διαμορφωθεί σε αρνητικές τιμές το 2016 και ότι θα επανέλθει σε θετικές τιμές το 2017 εν όψει ισχυρών ανοδικών επιδράσεων της βάσης σύγκρισης σε συνδυασμό με τις αυξήσεις, βάσει των υποθέσεων, των τιμών του πετρελαίου που αποτυπώνονται στην καμπύλη των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί των τιμών του πετρελαίου. Παράλληλα, ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής εκτιμάται ότι θα αυξηθεί σταδιακά τα προσεχή έτη καθώς η βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας και η υποχώρηση του βαθμού υποαπασχόλησης των πόρων στην οικονομία μεταφράζονται σε υψηλότερους μισθούς και μεγαλύτερα περιθώρια κέρδους. Επιπλέον, οι επιδράσεις, οι οποίες εκδηλώνονται με χρονική υστέρηση, της προηγηθείσας έντονης υποτίμησης του ευρώ και οι έμμεσες επιδράσεις των αυξήσεων, βάσει των υποθέσεων, των τιμών των ενεργειακών και μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων, σε συνδυασμό με τις φθίνουσες καθοδικές επιδράσεις των προηγηθεισών μειώσεών τους, αναμένεται ότι θα στηρίξουν την ανάκαμψη του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής.

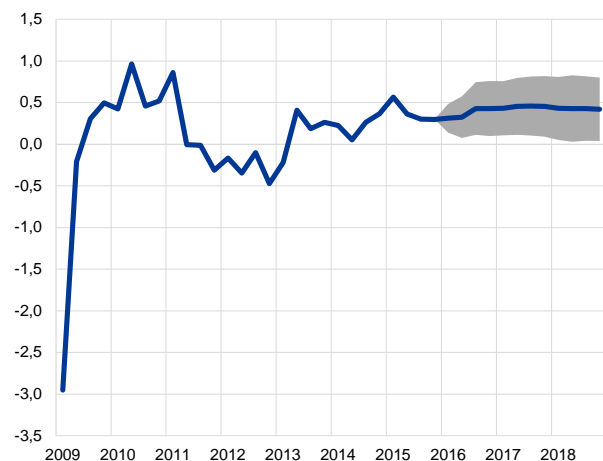
## Διάγραμμα 1

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

(τριμηνιαία στοιχεία)

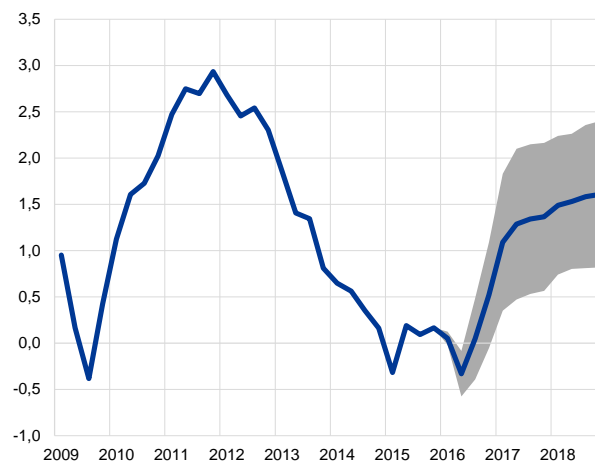
#### Πραγματικό ΑΕΠ ζώνης ευρώ<sup>2)</sup>

(τριμηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές)



#### ΕνΔΤΚ ζώνης ευρώ

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



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

## 2

### Πραγματική οικονομία

**Η ανάκαμψη της δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να συνεχιστεί, αν και με κάπως βραδύτερο ρυθμό συγκριτικά με τις προηγούμενες προβολές.** Το πραγματικό ΑΕΠ διατήρησε τη μέτρια δυναμική του το τελευταίο τρίμηνο του 2015, καταγράφοντας άνοδο 0,3% συγκριτικά με το προηγούμενο τρίμηνο. Οι πρόσφατοι δείκτες εμπιστοσύνης των επιχειρήσεων και των καταναλωτών μειώθηκαν, αλλά εξακολουθούν να υποδηλώνουν συνεχιζόμενη συγκρατημένη αύξηση της δραστηριότητας το πρώτο εξάμηνο του 2016.

**Η ιδιωτική καταναλωτική δαπάνη αναμένεται να ωφεληθεί έντονα από τις χαμηλότερες τιμές του πετρελαίου το 2016.** Οι τιμές του πετρελαίου σε όρους δολαρίου αναμένεται, βάσει των υποθέσεων, να διαμορφωθούν κατά μέσο όρο στα 34,9 δολάρια ΗΠΑ/βαρέλι το 2016, 33% χαμηλότερα από ό,τι είχε υποθεθεί στις προβολές του Δεκεμβρίου (βλ. Πλαίσιο 1). Το ονομαστικό διαθέσιμο εισόδημα αναμένεται να αυξηθεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, υποβοηθούμενο από τη σταθερή αύξηση της απασχόλησης και την επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου της ονομαστικής μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό, ενώ θετική συμβολή αναμένεται ότι θα έχουν και τα ατομικά εισοδήματα από άλλες πηγές. Ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος εκτιμάται ότι θα ανακοπεί κάπως το 2017 με την αναμενόμενη, βάσει των προβολών, ανάκαμψη του πληθωρισμού των τιμών της ενέργειας. Σε όλη τη διάρκεια του ορίζοντα προβολής, το χαμηλό κόστος χρηματοδότησης και η συγκρατημένα αυξανόμενη καθαρή θέση

των νοικοκυριών, υπό την επίδραση και της πρόσφατης δέσμης μέτρων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, αναμένεται να στηρίξουν την ιδιωτική κατανάλωση. Συνολικά, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται, βάσει των προβολών, να επιταχυνθεί από 1,6% το 2015 σε 1,9% το 2016 και στη συνέχεια να επιβραδυνθεί σε 1,8% και 1,6% το 2017 και το 2018 αντίστοιχα.

## Πλαίσιο 1

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

**Σε σύγκριση με τις προβολές του Δεκεμβρίου, οι κύριες μεταβολές των υποθέσεων τεχνικού χαρακτήρα είναι οι σημαντικά χαμηλότερες τιμές του πετρελαίου εκφρασμένες σε δολάρια ΗΠΑ, η ανατίμηση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ κατά 5% και τα χαμηλότερα βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς.**

### Τεχνικές υποθέσεις

	Μάρτιος 2016				Δεκέμβριος 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
EURIBOR τριών μηνών (ως ποσοστό % ετησίως)	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,2	-0,1
Αποδόσεις 10ετών ομολόγων του Δημοσίου (ως ποσοστό % ετησίως)	1,2	1,2	1,4	1,7	1,2	1,4	1,7
Τιμή πετρελαίου (σε δολάρια ΗΠΑ/βαρέλι)	52,5	34,9	41,2	44,9	53,8	52,2	57,5
Τιμές μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων, σε δολάρια ΗΠΑ (ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)	-19,9	-14,8	3,0	4,7	-18,7	-5,2	4,1
Συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ/ευρώ	1,11	1,11	1,12	1,12	1,11	1,09	1,09
Ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (ΣΣΙ-38) (ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)	-7,1	4,8	0,2	0,0	-7,1	0,1	0,0

**Οι τεχνικές υποθέσεις που αφορούν τα επιτόκια και τις τιμές των βασικών εμπορευμάτων βασίζονται στις προσδοκίες της αγοράς σύμφωνα με στοιχεία έως και τις 15 Φεβρουαρίου 2016.** Τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αφορούν το EURIBOR τριών μηνών, ενώ οι προσδοκίες της αγοράς εξάγονται από τα επιτόκια των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης. Σύμφωνα με τη μεθοδολογία, το μέσο επίπεδο αυτών των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων εκτιμάται σε -0,3% για το 2016 και το 2017 και σε -0,2% για το 2018. Οι προσδοκίες της αγοράς για τις ονομαστικές αποδόσεις των 10ετών ομολόγων του Δημοσίου στη ζώνη του ευρώ υποδηλώνουν μέσο επίπεδο 1,2% το 2016, 1,4% το 2017 και 1,7% το 2018.<sup>2</sup> Αντανακλώντας τις εξελίξεις στα προθεσμιακά επιτόκια της αγοράς και τη σταδιακή μετακύλιση των μεταβολών των επιτοκίων της αγοράς στα

<sup>2</sup> 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.

επιτόκια χορηγήσεων, οι σύνθετοι δείκτες τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων προς τον ιδιωτικό μη χρηματοπιστωτικό τομέα της ζώνης του ευρώ αναμένεται να μειωθούν κάπως το 2016, να παραμείνουν σε γενικές γραμμές αμετάβλητοι το 2017 και να αυξηθούν συγκρατημένα το 2018. Όσον αφορά τις τιμές των βασικών εμπορευμάτων, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις για τις μελλοντικές εξελίξεις των τιμών που προκύπτουν από τις αγορές συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης κατά το διάστημα δύο εβδομάδων που έληξε στις 15 Φεβρουαρίου, η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent ανά βαρέλι εκτιμάται, βάσει των υποθέσεων, να μειωθεί από 52,5 δολάρια ΗΠΑ το 2015 σε 34,9 δολάρια ΗΠΑ το 2016 και στη συνέχεια να αυξηθεί σε 41,2 δολάρια ΗΠΑ το 2017 και 44,9 δολάρια ΗΠΑ το 2018, δηλαδή 17 δολάρια ΗΠΑ λιγότερα το 2016 και 16 δολάρια ΗΠΑ λιγότερα το 2017 σε σχέση με τις προβολές του Δεκεμβρίου. Οι τιμές των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων σε δολάρια ΗΠΑ εκτιμάται, βάσει των υποθέσεων, ότι θα μειωθούν σημαντικά το 2016 και θα αυξηθούν κάπως το 2017 και το 2018.<sup>3</sup> Βάσει των υποθέσεων, στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής οι διμερείς συναλλαγματικές ισοτιμίες θα παραμείνουν αμετάβλητες στα μέσα επίπεδα που επικρατούσαν το διάστημα δύο εβδομάδων που έληξε στις 15 Φεβρουαρίου. Αυτό συνεπάγεται ότι η μέση συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ ανά ευρώ θα διαμορφωθεί σε 1,11 το 2016, 1,12 το 2017 και το 2018, έναντι 1,09 στις προβολές του Δεκεμβρίου. Η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (έναντι 38 εμπορικών εταιρών) εκτιμάται, βάσει των υποθέσεων, ότι θα ανατιμηθεί κατά 5% στη διάρκεια του ορίζοντα προβολής.

**Η πορεία του ποσοστού αποταμίευσης των νοικοκυριών εκτιμάται ότι θα αντανακλά κυρίως την εξομάλυνση της κατανάλωσης εν όψει της εξέλιξης των τιμών του πετρελαίου.** Το ποσοστό αποταμίευσης εκτιμάται ότι θα αυξηθεί το 2016, αντανακλώντας τη σταδιακή μετακύλιση στις καταναλωτικές δαπάνες της αύξησης του πραγματικού εισοδήματος η οποία οφείλεται στην πτώση των τιμών του πετρελαίου. Αυτή η επίδραση αναμένεται να εξαλειφθεί εν μέρει το 2017. Στη συνέχεια, το ποσοστό αποταμίευσης αναμένεται, βάσει των προβολών, να παραμείνει στάσιμο στο υπόλοιπο διάστημα του χρονικού ορίζοντα προβολής. Η σε γενικές γραμμές χωρίς έντονες διακυμάνσεις πορεία του ποσοστού αποταμίευσης αντανακλά αντίρροπες εξελίξεις στις χώρες της ζώνης του ευρώ. Σε ορισμένες χώρες, η ανεργία που εξακολουθεί να είναι υψηλή, τα αυξημένα επίπεδα του ακαθάριστου χρέους και ο αντίκτυπος του πολύ χαμηλού επιπέδου των επιτοκίων στις αποταμιεύσεις που συνδέονται με συντάξεις αναμένεται ότι θα εξακολουθήσουν να ασκούν κάποιες ανοδικές πιέσεις στις αποταμιεύσεις. Σε άλλες χώρες αναμένεται να επικρατήσουν καθοδικές πιέσεις στις αποταμιεύσεις. Πρώτον, η σταδιακή υποχώρηση της ανεργίας αναμένεται να έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση των αποταμιεύσεων που πραγματοποιούνται για λόγους πρόνοιας, επιτρέποντας στα νοικοκυριά να προβούν σε μεγάλες αγορές τις οποίες παλαιότερα θα ανέβαλλαν. Δεύτερον, οι πολύ χαμηλές επιτοκιακές αποδόσεις τείνουν να αποθαρρύνουν τις αποταμιεύσεις μέσω του φαινομένου της διαχρονικής υποκατάστασης.

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

**Οι επενδύσεις σε κατοικίες στη ζώνη του ευρώ αναμένεται, βάσει των προβολών, να επιταχυνθούν, αν και από πολύ χαμηλό επίπεδο.** Η ανάκαμψη των επενδύσεων σε κατοικίες αναμένεται να στηριχθεί από τη συνεχή αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος και τα πολύ χαμηλά επιτόκια των στεγαστικών δανείων. Επιπλέον, φαίνεται ότι ολοκληρώθηκαν οι διαδικασίες προσαρμογής στις αγορές κατοικιών σε διάφορες χώρες και βελτιώθηκαν οι προοπτικές των τιμών των κατοικιών. Ωστόσο, σε πολλές χώρες τα υψηλά επίπεδα του χρέους των νοικοκυριών πιθανόν να αποτρέψουν την έντονη αύξηση των επενδύσεων σε κατοικίες. Συνολικά, δεδομένης της αναμενόμενης συγκρατημένης ανάκαμψής τους, οι επενδύσεις σε κατοικίες το 2018 πιθανόν να παραμείνουν περίπου 20% χαμηλότερα από την κορύφωση που είχε καταγραφεί το 2007.

**Οι επιχειρηματικές επενδύσεις αναμένεται να παρουσιάσουν υποτονική ανάκαμψη.** Βραχυπρόθεσμα, οι προοπτικές για τις επιχειρηματικές επενδύσεις αναμένεται να επηρεαστούν αρνητικά από την πρόσφατη μεταβλητότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές και την εξασθένηση της οικονομικής ανάπτυξης στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές. Ωστόσο, διάφοροι παράγοντες αναμένεται να στηρίξουν τις επενδύσεις με την πάροδο του χρόνου. Η ιδιαίτερως διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής, οι επιδράσεις του επιταχυντή στο πλαίσιο της αναμενόμενης, βάσει των προβολών, ενίσχυσης της ζήτησης, η ανάγκη εκσυγχρονισμού του κεφαλαιακού εξοπλισμού έπειτα από αρκετά έτη υποτονικών επενδύσεων, τα μέτρα επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής σε ορισμένες χώρες, καθώς και η ενίσχυση των περιθωρίων κέρδους στον τομέα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων ο οποίος έχει ήδη υψηλά ρευστά διαθέσιμα, είναι παράγοντες που θα στηρίξουν, σύμφωνα με τις προβολές, τις κεφαλαιακές δαπάνες. Επιπλέον, η ανασταλτική επίδραση που ασκούν στις επιχειρηματικές επενδύσεις οι συνολικές πιέσεις από την απομόχλευση των επιχειρήσεων στη ζώνη του ευρώ αναμένεται ότι θα είναι μικρότερη στη διάρκεια του ορίζοντα προβολής από ό,τι στο παρελθόν. Μάλιστα, ο λόγος δανειακών/ιδίων κεφαλαίων μειώθηκε σημαντικά από τις κορυφώσεις που καταγράφηκαν στη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης και παραμένει σε επίπεδα σημαντικά χαμηλότερα από τους ιστορικούς μέσους όρους. Ωστόσο, η ανάκαμψη των επιχειρηματικών επενδύσεων θα εξακολουθήσει να περιορίζεται από τα εναπομένοντα φαινόμενα χρηματοπιστωτικής συμφόρησης και το υψηλό επίπεδο χρέους σε ορισμένες χώρες, καθώς και από προσδοκίες για χαμηλότερο ρυθμό αύξησης του δυνητικού προϊόντος.

**Οι εξαγωγές προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται να ευνοηθούν από την αναμενόμενη ανάκαμψη της εξωτερικής ζήτησης προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ (βλ. Πλαίσιο 2) και τις επιδράσεις, οι οποίες εμφανίζονται με χρονική υστέρηση, της προηγηθείσας υποτίμησης του ευρώ.** Μετά την πρόσφατη εξασθένησή του, ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται, βάσει των προβολών, να ανακάμψει σταδιακά το 2016 και στη συνέχεια να αναπτύξει εντονότερη δυναμική, υπερβαίνοντας ελαφρώς την αναμενόμενη ανάκαμψη της εξωτερικής ζήτησης. Τα εξαγωγικά μερίδια αγοράς αναμένεται να αυξηθούν ελαφρώς στη διάρκεια του ορίζοντα προβολής λόγω των επιδράσεων, οι οποίες εμφανίζονται με χρονική υστέρηση, της προηγηθείσας βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας. Ο ρυθμός αύξησης των

εισαγωγών από χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται να υποβοηθηθεί από την εγχώρια ζήτηση και να παραμείνει ελαφρώς υψηλότερος από τον ρυθμό αύξησης των εξαγωγών προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ. Κατά συνέπεια, το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να μειωθεί από 3,0% του ΑΕΠ το 2015 και το 2016 σε 2,5% το 2018.

**Συνολικά, το πραγματικό ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί κατά 1,4% το 2016, 1,7% το 2017 και 1,8% το 2018.**

## Πλαίσιο 2

### Το διεθνές περιβάλλον

---

**Οι εξελίξεις τόσο στις προηγμένες οικονομίες όσο και στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές ήταν δυσμενέστερες από ό,τι αναμενόταν στο τέλος του 2015, γεγονός που επιβεβαιώνει ότι η δυναμική της παγκόσμιας ανάπτυξης εξακολουθεί να είναι εύθραυστη.**

Μετά την απώλεια δυναμικής γύρω στην αλλαγή του έτους, η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα αναμένεται, βάσει των προβολών, να επεκταθεί σταδιακά, με συγκρατημένο ρυθμό, στηριζόμενη στις προοπτικές ανθεκτικής ανάπτυξης στις περισσότερες προηγμένες οικονομίες και στην αναμενόμενη προοδευτική εξομάλυνση της βαθιάς ύφεσης που παρατηρείται σε ορισμένες μεγάλες οικονομίες με αναδυόμενες αγορές. Οι ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης και η βελτίωση των συνθηκών στις αγορές εργασίας αναμένεται να στηρίξουν τις προοπτικές για τις προηγμένες οικονομίες. Επιπλέον, οι αυξημένες προσδοκίες των καταναλωτών σε ορισμένες σημαντικές προηγμένες οικονομίες ενδέχεται να υποδηλώνουν ευνοϊκές προοπτικές για την ανάπτυξη. Αντιθέτως, οι μεσοπρόθεσμες προοπτικές για τις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές εξακολουθούν να χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερη αβεβαιότητα. Πέρα από την επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης με βάση την τάση της κινεζικής οικονομίας και τις αρνητικές έμμεσες επιδράσεις που μεταδίδονται σε άλλες οικονομίες με αναδυόμενες αγορές, ιδίως στην Ασία, οι χώρες που είναι εξαγωγείς βασικών εμπορευμάτων θα πρέπει να συνεχίσουν τη μακροοικονομική προσαρμογή τους ούτως ώστε να προσαρμοστούν στις χαμηλότερες τιμές των βασικών εμπορευμάτων. Επιπλέον, αυτές οι οικονομίες θα αντιμετωπίσουν δυσμενέστερες συνθήκες εξωτερικής χρηματοδότησης εξαιτίας της εξομάλυνσης της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ, της μεγαλύτερης πολιτικής αβεβαιότητας και των αυξημένων γεωπολιτικών εντάσεων.

**Το παγκόσμιο εμπόριο ήταν απογοητευτικό το τελευταίο διάστημα και αναμένεται βραδεία μόνο αύξησή του στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.** Σε σχέση με το παγκόσμιο ΑΕΠ, οι εξελίξεις των παγκόσμιων εισαγωγών και της εξωτερικής ζήτησης προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ θα είναι, σύμφωνα με τις προβολές, μάλλον υποτονικές στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Ο ρυθμός αύξησης της εξωτερικής ζήτησης προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αναμένεται να ενισχυθεί από 0,4% το 2015 σε 2,2% το 2016, σε 3,8% το 2017 και σε 4,1% το 2018. Συγκριτικά, ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης την περίοδο 1999-2007 ήταν της τάξης του 7,7%.



## Το διεθνές περιβάλλον

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	Μάρτιος 2016				Δεκέμβριος 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Παγκόσμιο πραγματικό ΑΕΠ (εκτός ζώνης ευρώ)	3,1	3,2	3,8	3,9	3,1	3,6	3,9
Παγκόσμιο εμπόριο (εκτός ζώνης ευρώ) <sup>1)</sup>	0,7	2,2	3,8	4,1	0,5	2,9	3,8
Εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών ζώνης ευρώ <sup>2)</sup>	0,4	2,2	3,8	4,1	-0,1	2,7	3,8

1) Υπολογίζεται ως σταθμισμένος μέσος όρος των εισαγωγών.

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

**Συγκριτικά με τις προβολές που δημοσιεύθηκαν τον Δεκέμβριο, η παγκόσμια δραστηριότητα αναθεωρήθηκε προς τα κάτω, ιδίως για το 2016.** Η εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ επίσης αναθεωρήθηκε σημαντικά προς τα κάτω για το 2016.

**Καθώς ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται να είναι σημαντικά υψηλότερος από τον ρυθμό αύξησης του δυνητικού προϊόντος, το παραγωγικό κενό αναμένεται να μειωθεί σταθερά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.** Ο ρυθμός αύξησης του δυνητικού προϊόντος εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί κατά τι στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής και ότι θα διαμορφωθεί λίγο πάνω από το 1%, παραμένοντας πολύ κάτω από τα επίπεδα που επικρατούσαν πριν από την κρίση.

**Οι συνθήκες στην αγορά εργασίας της ζώνης του ευρώ αναμένεται ότι θα συνεχίσουν να βελτιώνονται.** Η απασχόληση αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να συνεχίσει να αυξάνεται στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αν και με ελαφρώς βραδύτερο ρυθμό από ό,τι αναμενόταν, αντανακλώντας κατά κύριο λόγο την πιο συγκρατημένη οικονομική ανάκαμψη. Η συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων και οι προηγηθείσες μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας εκτιμάται ότι θα στηρίξουν την αύξηση της απασχόλησης στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Το εργατικό δυναμικό εκτιμάται ότι θα επεκταθεί έντονα στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αντανακλώντας τη συνεχιζόμενη εισροή προσφύγων και την εξασθένηση των φαινομένων αποθάρρυνσης. Το ποσοστό ανεργίας, το οποίο μειώθηκε σε 10,3% τον Ιανουάριο του 2016, αναμένεται να μειωθεί περαιτέρω.

**Οι προοπτικές για την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω σε σύγκριση με τις προβολές που δημοσιεύθηκαν τον Δεκέμβριο.**

Αυτή η αναθεώρηση αντανακλά τον συνδυασμένο αρνητικό αντίκτυπο της χαμηλότερης εξωτερικής ζήτησης για προϊόντα και υπηρεσίες της ζώνης του ευρώ και της ανατίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ στον ρυθμό αύξησης των εξαγωγών, καθώς και τον αντίκτυπο της αυξημένης μεταβλητότητας που επικρατεί στις χρηματοπιστωτικές αγορές και των ασθενέστερων δεικτών του οικονομικού κλίματος στις βραχυπρόθεσμες προοπτικές. Συνολικά, αυτές οι δυσμενείς επιδράσεις υπεραντισταθμίζουν την ευνοϊκή επίδραση που ασκούν στην



εγχώρια ζήτηση οι χαμηλότερες τιμές του πετρελαίου και τα πρόσφατα πρόσθετα μέτρα νομισματικής πολιτικής.

### 3

## Τιμές και κόστος

**Σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat (που δημοσιεύθηκε μετά την τελευταία ημερομηνία υποβολής στοιχείων για τη συμπερίληψη των πιο πρόσφατων πληροφοριών), ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) ήταν -0,2% τον Φεβρουάριο του 2016, δηλ. κατά 0,3 ποσοστιαία μονάδα χαμηλότερος από ό,τι τον Νοέμβριο του 2015, αντανακλώντας μειώσεις σε όλες τις βασικές συνιστώσες.** Μια σημαντική αρνητική συνεισφορά 0,8 ποσοστιαίων μονάδων από τον πληθωρισμό της ενέργειας (βάσει του ΕνΔΤΚ), η οποία σχετίζεται με την πρόσφατη απότομη πτώση των τιμών του πετρελαίου, αναμένεται να συνεχίσει να περιορίζει σημαντικά τον μετρούμενο πληθωρισμό το 2016, ο οποίος εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 0,1% κατά μέσο όρο κατά το τρέχον έτος. Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) εκτός των ειδών διατροφής και της ενέργειας αναμένεται, βάσει των προβολών, να επιταχυνθεί κατά τι το 2016 σε 1,1% έπειτα από 0,8% το 2015, αν και θα παραμείνει μάλλον υποτονικός λόγω έμμεσων επιδράσεων που ασκούν οι χαμηλότερες τιμές του πετρελαίου, η πρόσφατη ανατίμηση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ και ο υφιστάμενος βαθμός υποαπασχόλησης των πόρων στην οικονομία.

**Οι επιδράσεις της βάσης σύγκρισης που συνδέονται με τις τιμές των βασικών εμπορευμάτων εξηγούν κατά κύριο λόγο την αναμενόμενη έντονη ανάκαμψη του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) σε 1,3% το 2017.** Οι ανοδικές επιδράσεις της βάσης σύγκρισης, από τη στιγμή που οι απότομες μειώσεις των τιμών του πετρελαίου και της ενέργειας θα πάψουν να επηρεάζουν τη σύγκριση σε ετήσια βάση, και οι εκτιμώμενες περαιτέρω αυξήσεις των τιμών των βασικών εμπορευμάτων αναμένεται να οδηγήσουν σε υψηλότερες εξωτερικές πιέσεις στις τιμές το 2017.

**Ο ρυθμός αύξησης των μισθών είναι μέχρι στιγμής υποτονικός, αλλά αναμένεται να ενισχυθεί σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.** Αν και η υψηλή ανεργία και ο χαμηλός ρυθμός αύξησης της παραγωγικότητας περιορίζουν μέχρι στιγμής την αύξηση των μισθών, η συνεχιζόμενη αύξηση της απασχόλησης αναμένεται να μειώσει τον βαθμό υποαπασχόλησης των πόρων στην αγορά εργασίας στον χρονικό ορίζοντα προβολής. Επιπλέον, η αναμενόμενη, σύμφωνα με τις προβολές, ανάκαμψη του πληθωρισμού θα πρέπει επίσης να στηρίξει τις αυξήσεις των μισθών, κυρίως προς το τέλος του χρονικού ορίζοντα προβολής. Ωστόσο, ο ρυθμός αύξησης των μισθών αναμένεται να παραμείνει υποτονικός, αντανακλώντας επίσης τη συνεχιζόμενη ασθενή αύξηση της παραγωγικότητας.

**Τα περιθώρια κέρδους αναμένεται να ωφεληθούν από την εξελισσόμενη οικονομική ανάκαμψη και τις χαμηλότερες τιμές του πετρελαίου.** Η περαιτέρω βελτίωση της εγχώριας ζήτησης και η υποχώρηση του βαθμού υποαπασχόλησης

των πόρων στην οικονομία που προβλέπονται για τα επόμενα έτη αναμένεται να δώσουν στις επιχειρήσεις μεγαλύτερη τιμολογιακή δύναμη, προς όφελος των περιθωρίων κέρδους τους. Επιπλέον, τα περιθώρια κέρδους αναμένεται να συνεχίσουν να επηρεάζονται ευνοϊκά από τα έκτακτα οφέλη που απορρέουν από τις χαμηλότερες τιμές του πετρελαίου το 2016.

**Αντανακλώντας τις αυξανόμενες εγχώριες πιέσεις στις τιμές, ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται να αυξηθεί περαιτέρω σε 1,6% το 2018.**

**Σε σύγκριση με τις προβολές του Δεκεμβρίου, οι προοπτικές για τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω, ιδίως για το 2016.** Οι σημαντικά ασθενέστερες εξωτερικές πιέσεις στις τιμές, που συνδέονται ιδίως με τις πολύ χαμηλότερες από τις υποθεθείσες τιμές του πετρελαίου και με την ελαφρώς ισχυρότερη από την υποθεθείσα σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ, είναι οι παράγοντες στους οποίους οφείλεται κατά κύριο λόγο η αναθεώρηση του πληθωρισμού προς τα κάτω. Επιπροσθέτως, η πιο συγκρατημένη αύξηση των μισθών από ό,τι είχε προβλεφθεί προηγουμένως συντελεί και αυτή στην αναθεώρηση προς τα κάτω.

## 4

### Δημοσιονομικές προοπτικές

**Η δημοσιονομική πολιτική αναμένεται να ακολουθήσει επεκτατική κατεύθυνση μέχρι το 2017 και περισσότερο ουδέτερη κατεύθυνση το 2018.** Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής μετρείται ως η μεταβολή του κυκλικά προσαρμοσμένου πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος χωρίς την κρατική στήριξη προς τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Η επεκτατική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής μέχρι το 2017 απορρέει κυρίως από τις περικοπές των άμεσων φόρων σε ορισμένες χώρες και από δαπάνες που σχετίζονται με τους πρόσφυγες.

**Στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, το δημοσιονομικό έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να σταθεροποιηθεί γύρω στο 2% του ΑΕΠ και ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ να υποχωρήσει ελαφρώς.** Η θετική συνεισφορά της κυκλικής συνιστώσας και των χαμηλότερων πληρωμών τόκων στο δημοσιονομικό αποτέλεσμα πιθανόν να αντισταθμιστούν, ιδίως το 2016, από τη χαλάρωση της κατεύθυνσης της δημοσιονομικής πολιτικής. Κατά την περίοδο μέχρι το 2018, η σταδιακή μείωση του δημόσιου χρέους αναμένεται να στηριχθεί κυρίως από την ευνοϊκή διαφορά ρυθμού ανάπτυξης-επιτοκίου υπό το φως της αναμενόμενης, βάσει των προβολών, οικονομικής ανάκαμψης και της υπόθεσης για χαμηλά επιτόκια. Τα μικρά πρωτογενή πλεονάσματα αναμένεται επίσης να ασκήσουν θετική επίδραση στην προβλεπόμενη τροχιά του χρέους.

**Σε σύγκριση με τις προβολές που δημοσιεύθηκαν τον Δεκέμβριο, οι δημοσιονομικές προοπτικές έχουν επιδεινωθεί ελαφρώς.** Το δημοσιονομικό αποτέλεσμα έχει αναθεωρηθεί ελαφρώς προς τα κάτω για το 2015 λόγω της

επίδρασης του χαμηλότερου ονομαστικού ΑΕΠ, αναθεώρηση η οποία θα συνεχιστεί και έως το 2016-17. Ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να είναι υψηλότερος στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αντανακλώντας ένα ελαφρώς χαμηλότερο πρωτογενές πλεόνασμα και, ιδίως το 2015-16, μια λιγότερο ευνοϊκή διαφορά ρυθμού ανάπτυξης-επιτοκίου, η οποία πηγάζει από την αναθεώρηση του πληθωρισμού και του ρυθμού αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ προς τα κάτω.

## Πίνακας 1

### Μακροοικονομικές προβολές για τη ζώνη του ευρώ<sup>1)</sup>

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	Μάρτιος 2016				Δεκέμβριος 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Πραγματικό ΑΕΠ <sup>1)</sup>	1,5	1,4	1,7	1,8	1,5	1,7	1,9
		[1,0 - 1,8] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,7] <sup>2)</sup>	[0,6 - 3,0] <sup>2)</sup>	[1,4 - 1,6] <sup>2)</sup>	[1,1 - 2,3] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,9] <sup>2)</sup>
Ιδιωτική κατανάλωση	1,6	1,9	1,8	1,6	1,6	1,9	1,7
Δημόσια κατανάλωση	1,4	1,5	1,1	1,2	1,4	1,2	1,0
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγίου κεφαλαίου	2,5	2,7	3,6	3,3	2,3	2,8	3,8
Εξαγωγές <sup>3)</sup>	4,8	3,0	4,3	4,6	4,8	4,0	4,8
Εισαγωγές <sup>3)</sup>	5,4	4,6	5,3	5,1	5,3	4,8	5,3
Απασχόληση	1,1	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
Ποσοστό ανεργίας (ως ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)	10,9	10,4	10,2	9,9	11,0	10,5	10,1
ΕνΔΤΚ	0,0	0,1	1,3	1,6	0,1	1,0	1,6
		[-0,2 - 0,4] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,0] <sup>2)</sup>	[0,8 - 2,4] <sup>2)</sup>	[0,1 - 0,1] <sup>2)</sup>	[0,5 - 1,5] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,3] <sup>2)</sup>
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,3	1,5
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής	0,8	1,1	1,3	1,6	0,9	1,3	1,6
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια, τα είδη διατροφής και τις μεταβολές των έμμεσων φόρων <sup>4)</sup>	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,3	1,6
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος	0,9	1,1	0,9	1,2	0,9	0,9	1,2
Μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό	1,3	1,5	1,9	2,1	1,4	1,5	2,1
Παραγωγικότητα της εργασίας	0,4	0,4	0,9	0,9	0,5	0,7	0,9
Δημοσιονομικό αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,8
Διαρθρωτικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα (ως ποσοστό % του ΑΕΠ) <sup>5)</sup>	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1	-1,7	-1,9	-1,9
Ακαθάριστο χρέος γενικής κυβέρνησης (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	91,1	90,8	90,0	89,2	91,1	90,1	88,9
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	3,0	3,0	2,6	2,5	3,0	2,9	2,7

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

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

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

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

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

### Πλαίσιο 3

#### Ανάλυση ευαισθησίας και σεναρίων

---

**Οι προβολές βασίζονται σε μεγάλο βαθμό σε υποθέσεις τεχνικού χαρακτήρα που αφορούν την εξέλιξη ορισμένων βασικών μεταβλητών.** Δεδομένου ότι κάποιες από τις μεταβλητές αυτές μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά τις προβολές για τη ζώνη του ευρώ, η εξέταση της ευαισθησίας των προβολών σε εναλλακτικές υποθέσεις αποτελεί χρήσιμο στοιχείο για την ανάλυση των κινδύνων που περιβάλλουν τις προβολές. Το παρόν πλαίσιο αναλύει την αβεβαιότητα που περιβάλλει ορισμένες από τις βασικές υποκείμενες υποθέσεις, καθώς και την ευαισθησία των προβολών σε αυτές τις μεταβλητές. Επιπλέον, περιλαμβάνει και ένα σενάριο σχετικά με την πιθανή επίδραση που μπορεί να ασκήσει στην ανάπτυξη και τον πληθωρισμό της ζώνης του ευρώ μια πιο έντονη, συγχρονισμένη κάμψη της δραστηριότητας στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές.

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

**Εναλλακτικά υποδείγματα τιμών του πετρελαίου δείχνουν ότι οι τιμές του πετρελαίου αυξάνονται με κάπως ταχύτερο ρυθμό στον χρονικό ορίζοντα προβολής σε σύγκριση με τον ρυθμό που υποδεικνύουν τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης.** Σύμφωνα με τις τεχνικές υποθέσεις του βασικού σεναρίου για τις εξελίξεις στις τιμές του πετρελαίου, με βάση τις αγορές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, προβλέπεται αύξηση των τιμών του πετρελαίου κατά 40% από το α' τρίμηνο του 2016 μέχρι το δ' τρίμηνο του 2018. Ένας συνδυασμός εναλλακτικών υποδειγμάτων που χρησιμοποιούν οι εμπειρογνώμονες της ΕΚΤ<sup>4</sup> για να εκτιμήσουν τις τιμές του πετρελαίου στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής υποδηλώνει επί του παρόντος υψηλότερες τιμές του πετρελαίου για αυτή την περίοδο σε σχέση με τις τεχνικές υποθέσεις. Αυτή η εξέλιξη θα ήταν συμβατή είτε με μια ισχυρότερη ανάκαμψη της παγκόσμιας ζήτησης πετρελαίου μεσοπρόθεσμα είτε με μια μείωση της προσφοράς πετρελαίου λόγω χαμηλότερων επενδύσεων στον συγκεκριμένο τομέα και επομένως μείωση του πετρελαιοπαραγωγικού δυναμικού σε ορισμένες χώρες, στο πλαίσιο της πρόσφατης πτώσης των τιμών του πετρελαίου. Η υλοποίηση αυτής της εναλλακτικής πορείας, σύμφωνα με την οποία οι τιμές του πετρελαίου θα ήταν κατά 11,6% υψηλότερες από ό,τι υποθέτει το βασικό σενάριο μέχρι το 2018, θα επιβράδυνε οριακά τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ ενώ θα επέφερε ελαφρώς ταχύτερη αύξηση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) (κατά περίπτωση 0,1-0,2 της ποσοστιαίας μονάδας το 2016, το 2017 και το 2018).

#### 2) Εναλλακτικές πορείες της συναλλαγματικής ισοτιμίας

**Η παρούσα ανάλυση ευαισθησίας περιλαμβάνει δύο εναλλακτικές πορείες της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ σε σχέση με το βασικό σενάριο.** Η πρώτη βασίζεται στο 25ο εκατοστημόριο της κατανομής που παρέχουν οι πυκνότητες πιθανότητας μηδενικού κινδύνου όπως υπολογίζονται με βάση δικαιώματα προαίρεσης επί της συναλλαγματικής ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου ΗΠΑ στις 15 Φεβρουαρίου 2016. Η πορεία αυτή συνεπάγεται σταδιακή υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ σε 1,00 δολάρια ΗΠΑ ανά ευρώ

---

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

το 2018, δηλαδή 10,8% χαμηλότερα από την υπόθεση του βασικού σεναρίου για αυτό το έτος. Η δεύτερη πορεία βασίζεται στο 75ο εκατοστημόριο της ίδιας κατανομής και συνεπάγεται σταδιακή ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ σε 1,24 δολάρια ΗΠΑ ανά ευρώ το 2018, δηλαδή 11,2% υψηλότερα από την υπόθεση του βασικού σεναρίου για αυτό το έτος. Οι αντίστοιχες υποθέσεις για την ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ αντανακλούν τις ιστορικές κανονικότητες, σύμφωνα με τις οποίες οι μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου ΗΠΑ αντιστοιχούν σε μεταβολές της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ με ελαστικότητα 52% περίπου. Στην περίπτωση της υποτίμησης, αυτό έχει ως αποτέλεσμα μια σταδιακή καθοδική απόκλιση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ από την υπόθεση του βασικού σεναρίου, σε επίπεδο που είναι 5,8% κάτω από την υπόθεση του βασικού σεναρίου το 2018. Σε αυτό το σενάριο, ο μέσος όρος των αποτελεσμάτων διαφόρων μακροοικονομικών υποδειγμάτων των εμπειρογνομόνων υποδεικνύει υψηλότερο ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ (κατά 0,1-0,3 της ποσοστιαίας μονάδας) και υψηλότερο πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) (κατά 0,1-0,4 της ποσοστιαίας μονάδας) το 2016, το 2017 και το 2018. Στην περίπτωση της ανατίμησης, η προκύπτουσα ανοδική απόκλιση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ την οδηγεί σε επίπεδο 5,5% πάνω από την υπόθεση του βασικού σεναρίου το 2018. Σε αυτό το σενάριο, ο μέσος όρος των αποτελεσμάτων διαφόρων μακροοικονομικών υποδειγμάτων των εμπειρογνομόνων υποδεικνύει χαμηλότερο ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ (κατά 0,1-0,3 της ποσοστιαίας μονάδας) και χαμηλότερο πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) (κατά 0,1-0,4 της ποσοστιαίας μονάδας) το 2016, το 2017 και το 2018.

### 3) Σενάριο συγχρονισμένης επιβράδυνσης στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές

**Οι προοπτικές για την ανάπτυξη στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές επιδεινώθηκαν τους τελευταίους μήνες και οι καθοδικοί κίνδυνοι για τις προβολές σχετικά με την παγκόσμια ανάπτυξη ενισχύθηκαν.** Ωστόσο, το βασικό σενάριο αυτής της προβολής υποθέτει σταδιακή, συγκρατημένη ανάκαμψη της δραστηριότητας στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Στο πλαίσιο αυτό, έχει εκπονηθεί ένα σενάριο προκειμένου να αναλύσει την επίδραση που θα ασκούσε μια πιο απότομη, συγχρονισμένη επιβράδυνση της δραστηριότητας στις αναδυόμενες αγορές στον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ και στον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) της ζώνης του ευρώ.

**Το σενάριο υποθέτει ότι η επιβράδυνση προκαλείται από την «ανώμαλη προσγείωση» της κινεζικής οικονομίας καθώς υλοποιούνται κίνδυνοι για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και οι εκροές κεφαλαίων επηρεάζουν αρνητικά την εμπιστοσύνη των καταναλωτών και των επιχειρήσεων στην Κίνα.** Ένα τέτοιο σενάριο στην Κίνα θα επέφερε ισχυρότερη προσαρμογή των εγχώριων ανισορροπιών και η επιβράδυνση των επενδύσεων θα οδηγούσε σε άνοδο της ανεργίας. Επιπροσθέτως, σε αυτό το σενάριο, ο ρυθμός αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης στην Κίνα θα υποχωρούσε σημαντικά. Οι επιδεινούμενες χρηματοπιστωτικές συνθήκες και οι ασθενέστερες προοπτικές στην Κίνα, σύμφωνα με τις παραμέτρους που εισάγονται στο υπόδειγμα θα διαχέονταν σε άλλες οικονομίες με αναδυόμενες αγορές, οι οποίες θα επηρεάζονταν άμεσα μέσω του διαύλου των εμπορικών συναλλαγών αλλά και μέσω μιας υποθετικής αύξησης της παγκόσμιας αβεβαιότητας. Σε αυτό το σενάριο, η παγκόσμια αβεβαιότητα εκφράζεται από μια πρόσκαιρη

αύξηση του VIX<sup>5</sup> κατά 10 ποσοστιαίες μονάδες, η οποία εξαλείφεται σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Η υποθετική μείωση των τιμών των μετοχών στην Κίνα οδηγεί επίσης υποθετικά σε μια παγκόσμια πτώση των τιμών των μετοχών. Η ισχυρότερη επιβράδυνση των οικονομιών με αναδυόμενες αγορές, σύμφωνα με τις παραμέτρους του υποδείγματος, συνεπάγεται χαμηλότερες τιμές των βασικών εμπορευμάτων στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Διατυπώνεται επίσης η υπόθεση ότι οι κινεζικές αρχές μετριάζουν την ανώμαλη προσγείωση αφήνοντας το γιουάν να υποτιμηθεί. Λόγω επιδράσεων μετάδοσης, η εξέλιξη αυτή θα οδηγούσε υποθετικά σε υποτίμηση των νομισμάτων των οικονομιών με αναδυόμενες αγορές. Κατά συνέπεια, σε αυτό το σενάριο, ανατιμάται η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου ΗΠΑ, του γιεν και του ευρώ. Με τη σειρά της η ανατίμηση των τριών αυτών νομισμάτων επηρεάζει αρνητικά τους εξαγωγικούς τομείς των ΗΠΑ, της Ιαπωνίας και της ζώνης του ευρώ, γεγονός που επιφέρει περαιτέρω καθοδικές πιέσεις στον πληθωρισμό στις περιοχές αυτές, κυρίως λόγω των χαμηλότερων τιμών εισαγομένων.

#### Βασικές υποθέσεις του σεναρίου

	2016	2017	2018
Εγχώρια ζήτηση στην Κίνα	-2,3	-4,7	-3,0
Παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές	-20,0	-20,0	-20,0
Υποτίμηση των νομισμάτων της Κίνας και ΟΑΑ έναντι των νομισμάτων των προηγμένων οικονομιών	-5,0	-10,0	-10,0
Ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ	1,1	2,8	2,8
Τιμές του πετρελαίου (σε δολάρια ΗΠΑ/βαρέλι)	-8,8	-26,0	-37,8

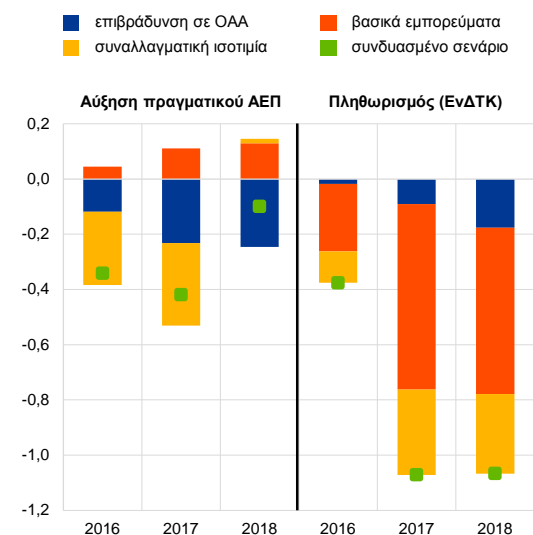
Πηγή: Υπολογισμοί εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Υπολογίζονται ως ποσοστιαία απόκλιση από τα επίπεδα των υποθέσεων του βασικού σεναρίου, εκτός από την εγχώρια ζήτηση στην Κίνα, η οποία υπολογίζεται ως απόκλιση σε ποσοστιαίες μονάδες από τους ρυθμούς αύξησης που υποθέτει το βασικό σενάριο. Ο κινεζικός χρηματιστηριακός δείκτης μειώνεται κατά 40% σε σχέση με την υπόθεση του βασικού σεναρίου. "ΟΑΑ" σημαίνει οικονομίες με αναδυόμενες αγορές.

<sup>5</sup> Ο VIX είναι δείκτης της τεκμαρτής μεταβλητότητας των τιμών δικαιωμάτων προαίρεσως του δείκτη S&P 500, ο οποίος υπολογίζεται από το Chicago Board Options Exchange.

## Συμβολές στον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ και τον πληθωρισμό (βάσει ΕνΔΤΚ) της ζώνης του ευρώ

(απόκλιση σε ποσοστιαίες μονάδες από τον ρυθμό αύξησης που προκύπτει από το βασικό σενάριο)



Πηγή: Υπολογισμοί εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ.  
Σημειώσεις: Οι προσομοιώσεις των σεναρίων διενεργούνται βάσει διαφόρων υποδειγμάτων. Η νομισματική πολιτική λαμβάνεται ως εξωγενής. "ΟΑΑ" σημαίνει οικονομίες με αναδυόμενες αγορές.

**Σε αυτό το σενάριο, τόσο ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ όσο και ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) της ζώνης του ευρώ θα διαμορφώνονταν σε επίπεδα χαμηλότερα από ό,τι στο βασικό σενάριο.**

Σύμφωνα με ενδείξεις από διάφορα υποδείγματα που χρησιμοποιούν εμπειρογνώμονες της ΕΚΤ, η επιβράδυνση της δραστηριότητας στις αναδυόμενες αγορές θα οδηγούσε σε χαμηλότερη εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ, γεγονός που θα περιόριζε τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ και τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) της ζώνης του ευρώ το 2017 και το 2018. Οι επακόλουθες χαμηλότερες τιμές των βασικών εμπορευμάτων (πετρελαϊκών και μη) συνεπεία της επιβράδυνσης στις αναδυόμενες αγορές θα τόνωναν τη δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ, έπειτα από μια αύξηση του πραγματικού εισοδήματος των νοικοκυριών και υψηλότερα εταιρικά κέρδη. Ταυτόχρονα, οι χαμηλότερες τιμές των βασικών εμπορευμάτων θα ασκούσαν ισχυρές καθοδικές πιέσεις στον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ)

της ζώνης του ευρώ. Τέλος, η ανατίμηση του ευρώ έναντι του γιουάν και των νομισμάτων άλλων αναδυόμενων αγορών θα ασκούσε περαιτέρω καθοδικές πιέσεις στη δραστηριότητα και στις τιμές στη ζώνη του ευρώ. Συνολικά, μια συγχρονισμένη επιβράδυνση στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές, προκαλούμενη από την Κίνα, θα συνεπαγόταν σημαντικούς καθοδικούς κινδύνους για τις προβολές σύμφωνα με το βασικό σενάριο τόσο για την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ όσο και για τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) της ζώνης του ευρώ.

## Πλαίσιο 4

### Προβλέψεις άλλων οργανισμών

**Διάφορες προβλέψεις για τη ζώνη του ευρώ διατίθενται τόσο από διεθνείς οργανισμούς όσο και από ιδρύματα του ιδιωτικού τομέα.** Ωστόσο, αυτές οι προβλέψεις δεν είναι απόλυτα συγκρίσιμες μεταξύ τους ή με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ, καθώς έχουν ολοκληρωθεί σε διαφορετικές χρονικές στιγμές. Επιπλέον, χρησιμοποιούν διαφορετικές (εν μέρει αδιευκρίνιστες) μεθόδους για την εξαγωγή υποθέσεων σχετικά με τις δημοσιονομικές, χρηματοοικονομικές και εξωτερικές μεταβλητές, συμπεριλαμβανομένων των τιμών του πετρελαίου και άλλων βασικών εμπορευμάτων. Τέλος, υπάρχουν διαφορές στις μεθόδους διόρθωσης ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών μεταξύ των διαφόρων προβλέψεων (βλ. τον πίνακα). Όπως φαίνεται στον πίνακα, οι περισσότερες από τις προβλέψεις που είναι επί του παρόντος διαθέσιμες από άλλους οργανισμούς υποδεικνύουν υψηλότερο ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ και υψηλότερο πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) για το 2016, αλλά δεν διαφέρουν κατά πολύ από τις προβλέψεις σημείου των προβολών των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ του



Μαρτίου για το 2017 και το 2018 και βρίσκονται εντός των διαστημάτων που περιβάλλουν τις προβολές αυτές (που παρουσιάζονται στον πίνακα μέσα σε αγκύλες).

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

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	Ημερομηνία δημοσίευσης	Ρυθμός αύξησης ΑΕΠ			Πληθωρισμός (ΕνΔΤΚ)		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Προβολές εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ	Μάρτιος 2016	1,4 [1,0-1,8]	1,7 [0,7-2,7]	1,8 [0,6-3,0]	0,1 [-0,2-0,4]	1,3 [0,6-2,0]	1,6 [0,8-2,4]
Ευρωπαϊκή Επιτροπή	Φεβρουάριος 2016	1,7	1,9	-	0,5	1,5	-
ΟΟΣΑ	Φεβρ. 2016/Νοέμ. 2015	1,4	1,7	-	0,9	1,3	-
Βαρόμετρο της ζώνης του ευρώ	Φεβρουάριος 2016	1,7	1,8	1,6	0,5	1,4	1,7
Προβλέψεις της Consensus Economics	Φεβρουάριος 2016	1,6	1,7	-	0,5	1,5	-
Έρευνα μεταξύ των Επαγγελματιών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων	Ιανουάριος 2016	1,7	1,8	1,7	0,7	1,4	1,6
ΔΝΤ	Ιαν. 2016/Οκτ. 2015	1,7	1,7	-	1,0	1,3	-

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, European Economic Forecast, χειμώνας 2016· ΔΝΤ, World Economic Outlook, επικαιροποιημένη έκδοση Ιανουαρίου 2016 (ΑΕΠ)· ΔΝΤ, World Economic Outlook, Οκτώβριος 2015 (πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ)· ΟΟΣΑ, Economic Outlook, επικαιροποιημένη έκδοση Φεβρουαρίου 2016 (ΑΕΠ)· ΟΟΣΑ, Economic Outlook, Νοέμβριος 2015 (πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ)· Προβλέψεις της Consensus Economics· MJEconomics· και Έρευνα της ΕΚΤ μεταξύ των Επαγγελματιών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων.

Σημειώσεις: Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος και της ΕΚΤ και οι προβλέψεις του ΟΟΣΑ αναφέρουν ετήσιους ρυθμούς αύξησης διορθωμένους ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών, ενώ η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το ΔΝΤ αναφέρουν ετήσιους ρυθμούς αύξησης που δεν έχουν διορθωθεί ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών ανά έτος. Άλλες προβλέψεις δεν διευκρινίζουν αν τα στοιχεία που αναφέρουν έχουν διορθωθεί ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών ή όχι.

© Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2016

Ταχυδρομική διεύθυνση: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Τηλέφωνο: +49 69 1344 0

Δικτυακός τόπος: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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