



Μάρτιος 2017

Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνωμόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ¹

Η οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ αναμένεται, βάσει των προβολών, να σταθεροποιηθεί περαιτέρω, με ρυθμό που υπερβαίνει ελαφρώς τις προηγούμενες προσδοκίες. Η αναμενόμενη παγκόσμια ανάκαμψη και η ανθεκτική εγχώρια ζήτηση, υποβοηθούμενη από την ιδιαίτερως διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής, η προηγηθείσα πρόοδος που επιτεύχθηκε ως προς την απομόχλευση σε όλους τους τομείς και η συνεχής βελτίωση της αγοράς εργασίας αναμένεται, βάσει των προβολών, να στηρίξουν την ανάκαμψη στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

Λόγω της πρόσφατης αύξησης της τιμής του πετρελαίου ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε 1,7% το 2017. Ωστόσο, οι υποκείμενες πληθωριστικές πιέσεις φαίνεται να αυξάνονται μόνο σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

1

Πραγματική οικονομία

Οι βραχυχρόνιοι δείκτες υποδηλώνουν συνεχιζόμενη θετική ανάπτυξη σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.

Το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,4% το δ' τρίμηνο του 2016. Η ανάκαμψη αποκτά ευρύτερη βάση μεταξύ τομέων και χωρών της ζώνης του ευρώ. Οι συνθήκες στην αγορά εργασίας εξακολούθησαν να βελτιώνονται τους τελευταίους μήνες, τα δε ποσοστά ανεργίας σημείωσαν ελαφρώς μεγαλύτερη μείωση από ό,τι αναμενόταν. Ενώ οι δείκτες αβεβαιότητας σχετικά με την οικονομική πολιτική αυξήθηκαν, οι δείκτες αβεβαιότητας για τις χρηματοπιστωτικές και οικονομικές εξελίξεις παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα (βλ. Πλαίσιο 1). Επιπλέον, η εμπιστοσύνη

¹ Οι εν λόγω 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. Οι προβολές που εκπονούνται από τους εμπειρογνώμονες της ΕΚΤ ή του Ευρωσυστήματος δεν εγκρίνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο και δεν απηχούν απαραίτητα τις απόψεις του Διοικητικού Συμβουλίου σε ό,τι αφορά τις προοπτικές για τη ζώνη του ευρώ. Πληροφορίες για τις διαδικασίες και τις τεχνικές που χρησιμοποιούνται παρέχονται στο κείμενο με τίτλο *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, ΕΚΤ, Ιούλιος 2016, το οποίο διατίθεται στον δικτυακό τόπο της ΕΚΤ. Η τελευταία ημερομηνία που καλύπτουν οι τεχνικές υποθέσεις, όπως οι υποθέσεις για τις τιμές του πετρελαίου και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, ήταν η 14η Φεβρουαρίου 2017 (βλ. Πλαίσιο 2). Η τελευταία ημερομηνία για τη συμπερίληψη άλλων στοιχείων στις παρούσες προβολές ήταν η 20ή Φεβρουαρίου 2017, με εξαίρεση τη συμπερίληψη στοιχείων που αφορούν τους τριμηνιαίους εθνικούς λογαριασμούς της Γερμανίας τα οποία δημοσιεύθηκαν στις 23 Φεβρουαρίου. Οι παρούσες μακροοικονομικές προβολές καλύπτουν την περίοδο 2016-2019. Οι προβολές που αφορούν τόσο μεγάλο χρονικό ορίζοντα χαρακτηρίζονται από πολύ υψηλή αβεβαιότητα. Αυτό θα πρέπει να ληφθεί υπόψη κατά την ερμηνεία των προβολών αυτών. Βλ. το άρθρο με τίτλο "An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections" που δημοσιεύθηκε στο Μηνιαίο Δελτίο της ΕΚΤ του Μαΐου 2013.

εξακολουθεί να παρουσιάζει βελτίωση, υποδηλώνοντας ανθεκτική οικονομική ανάπτυξη το α' εξάμηνο του 2017.

Στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, το πραγματικό ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί κατά 1,8% το 2017, 1,7% το 2018 και 1,6% το 2019. Η εγχώρια ζήτηση είναι η κινητήρια δύναμη της ανάκαμψης από τα μέσα του 2013, συμπεριλαμβανομένης της εύρωστης ιδιωτικής κατανάλωσης και της θετικής συμβολής των επενδύσεων. Διάφοροι ευνοϊκοί παράγοντες αναμένεται να εξακολουθήσουν να στηρίζουν την εγχώρια ζήτηση στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, υποβοηθούμενοι από την ιδιαίτερος διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Επίσης, οι εξαγωγές της ζώνης του ευρώ αναμένεται, βάσει των προβολών, να ενισχυθούν στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, υποβοηθούμενες από την αναμενόμενη ανάκαμψη του παγκόσμιου εμπορίου και από την προηγούμενη εξασθένηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ.

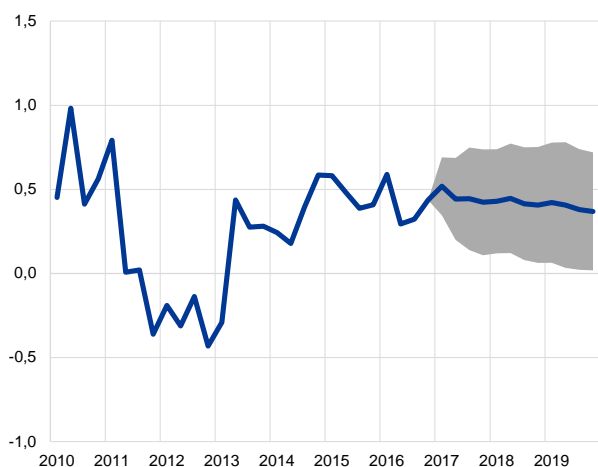
Διάγραμμα 1

Μακροοικονομικές προβολές¹⁾

(τριμηνιαία στοιχεία)

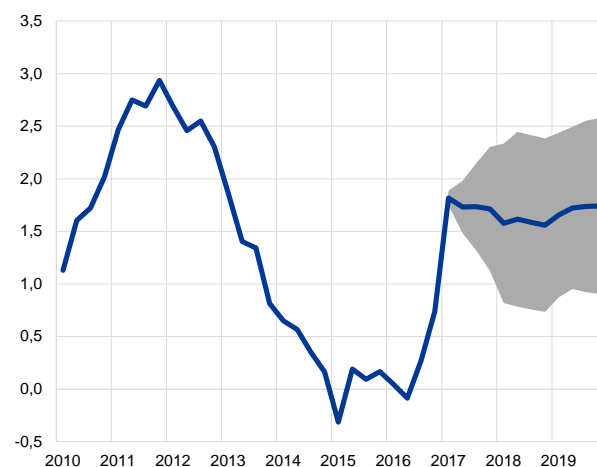
Πραγματικό ΑΕΠ ζώνης ευρώ²⁾

(τριμηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές)



ΕνΔΤΚ ζώνης ευρώ

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



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

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

Πλαίσιο 1

Η σημασία της αβεβαιότητας σχετικά με την οικονομική πολιτική για τις οικονομικές προοπτικές στη ζώνη του ευρώ

Ο δείκτης που μετρά την αβεβαιότητα σχετικά με την οικονομική πολιτική (economic policy uncertainty - EPU) αυξήθηκε έντονα τους τελευταίους μήνες.² Η εν λόγω αύξηση σχετιζόταν πιθανώς με το αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος σχετικά με την αποχώρηση του Ηνωμένου Βασιλείου από την ΕΕ και το αποτέλεσμα των εκλογών στις ΗΠΑ. Επί του παρόντος, ο δείκτης αυτός ενδέχεται επίσης να αντανάκλα την αβεβαιότητα που περιβάλλει τις επικείμενες εκλογές σε διάφορες χώρες της ζώνης του ευρώ. Το παρόν πλαίσιο εξετάζει τον δείκτη EPU, συνδέοντάς τον και με άλλους δείκτες αβεβαιότητας, και καταλήγει στο συμπέρασμα ότι πιθανώς έχει μάλλον περιορισμένη σημασία για τις οικονομικές προοπτικές στην παρούσα συγκυρία.

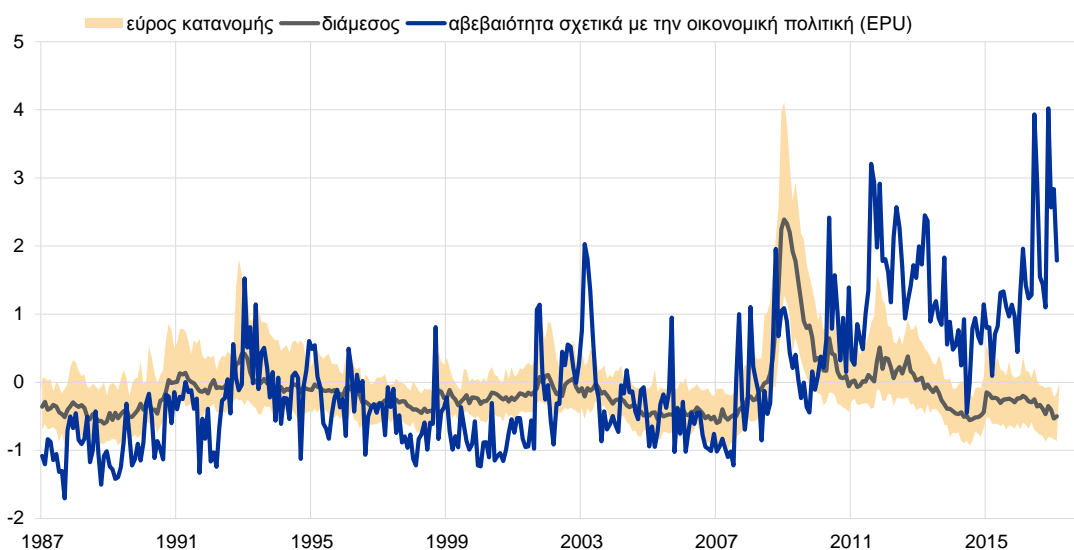
Κατ' αρχήν, η αυξημένη αβεβαιότητα όσον αφορά την οικονομική πολιτική μπορεί να έχει αρνητική επίδραση στη δραστηριότητα, καθώς μπορεί να οδηγήσει τις επιχειρήσεις να αναβάλουν ή να ματαιώσουν επενδυτικές αποφάσεις έως ότου υποχωρήσει η αβεβαιότητα. Παρομοίως, η αβεβαιότητα μπορεί να επηρεάσει δυσμενώς τις αποφάσεις των νοικοκυριών προκειμένου να προβούν σε αγορές ειδών σημαντικής αξίας. Επιπλέον, η υψηλή αβεβαιότητα μπορεί να οδηγήσει τα νοικοκυριά να αυξήσουν τις αποταμιεύσεις που πραγματοποιούν για λόγους πρόνοιας. Τέλος, η αβεβαιότητα μπορεί να επηρεάσει δυσμενώς τη δραστηριότητα μέσω υψηλότερου κόστους χρηματοδότησης που οφείλεται σε αυξημένα ασφάλιστρα κινδύνου και μπορεί να περιορίσει τα κίνητρα των τραπεζών να χορηγούν δάνεια σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις.³

² Ο δείκτης EPU μετρά τη συχνότητα με την οποία δημοσιεύονται σε έγκριτες εφημερίδες άρθρα που περιλαμβάνουν τις λέξεις "uncertain" ή "uncertainty" και "economic" ή "economics", καθώς και μία μεταξύ διαφόρων λέξεων που αφορούν την οικονομική πολιτική, όπως "deficit" ή "regulation". Για περισσότερες λεπτομέρειες βλ. Baker, S., Bloom, N. και Davis, S., "Measuring economic policy uncertainty", *NBER Working Paper Series*, No 21633, Οκτώβριος 2015.

³ Για μια ανάλυση των διαφόρων διαύλων μετάδοσης της αβεβαιότητας, βλ. Bloom, N., "Fluctuations in uncertainty", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 28, No 2, 2014, σελ. 153-176.

Επιλεγμένοι δείκτες αβεβαιότητας στη ζώνη του ευρώ

(τυπική απόκλιση από τον μέσο όρο)



Πηγές: Baker/Bloom/Davis, Consensus Economics, Eurostat, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ΕΚΤ και υπολογισμοί της ΕΚΤ.
Σημειώσεις: στις γκριζές στήλες απεικονίζονται οι υφέσεις της ζώνης του ευρώ όπως προσδιορίζονται από το Centre for Economic Policy Research (CEPR). Το εύρος απεικονίζει το 25ο έως το 75ο εκατοστημόριο περίπου 130 δεικτών αβεβαιότητας που εκτιμώνται για τη ζώνη του ευρώ και καλύπτουν την αβεβαιότητα σχετικά με τις χρηματοπιστωτικές εξελίξεις, τις οικονομικές εξελίξεις, την οικονομική πολιτική και τις προβλέψεις.

Ωστόσο, παρά την πρόσφατη αύξηση της αβεβαιότητας όσον αφορά την οικονομική πολιτική, οι τελευταίες οικονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ διαφαίνονται πιο θετικές. Η οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ έχει αποκτήσει ευρύτερη βάση συγκριτικά με προηγούμενες περιόδους ανάκαμψης⁴. στηρίζεται επίσης ως επί το πλείστον στην εγχώρια ζήτηση, γεγονός που την καθιστά λιγότερο ευάλωτη σε εξωτερικές διαταραχές. Επιπρόσθετα, όλοι οι θεσμικοί τομείς είναι τώρα πιο εύρωστοι σε σχέση με την προ της κρίσης περίοδο, καθώς οι δείκτες μόχλευσης έχουν μειωθεί σε πιο διατηρήσιμα επίπεδα. Η εμπιστοσύνη των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων παραμένει σε πολύ υψηλά επίπεδα και οι χρηματοπιστωτικές αγορές δεν φαίνεται να έχουν ενσωματώσει στις τιμές τους σημαντικούς κινδύνους εμφάνισης ακραίων καταστάσεων.

Πράγματι, υπάρχει σημαντική απόκλιση σήμερα μεταξύ της αυξημένης αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής και των μάλλον χαμηλών επιπέδων των άλλων δεικτών οικονομικής και χρηματοπιστωτικής αβεβαιότητας. Το διάγραμμα απεικονίζει τη διάμεσο 130 περίπου δεικτών αβεβαιότητας για τη ζώνη του ευρώ, το 25ο έως το 75ο εκατοστημόριο των εν λόγω δεικτών και τον δείκτη EPU.⁵ Η χρήση της διαμέσου όλων των δεικτών αντί των επιμέρους δεικτών έχει το πλεονέκτημα ότι αποτυπώνει καλύτερα ποικίλες διαστάσεις της αβεβαιότητας, ενώ η επιλογή του 25ου έως του 75ου εκατοστημορίου επιτρέπει να καταγραφεί η αβεβαιότητα που περιβάλλει τους εν λόγω δείκτες και να αποκλειστούν οι ακραίες τιμές. Φαίνεται ότι η διάμεσος και το 25ο έως το 75ο εκατοστημόριο των δεικτών αβεβαιότητας για τη ζώνη του ευρώ υποδηλώνουν επί του παρόντος χαμηλή αβεβαιότητα. Αντιθέτως, ο δείκτης EPU αποτελεί ακραία τιμή στην παρούσα συγκυρία, και μάλιστα ακόμη περισσότερο σε σχέση με την τελευταία εξαετία.

⁴ Βλ. Box 1 "Economic growth in the euro area is broadening", *Economic Bulletin*, Τεύχος 1, ΕΚΤ, 2017.

⁵ Βλ. άρθρο με τίτλο "The impact of uncertainty on activity in the euro area", *Economic Bulletin*, Τεύχος 8, ΕΚΤ, 2016. Βλ. επίσης Haddow, A., Hare, C., Hooley, J. and Shakir, T., "Macroeconomic uncertainty: what is it, how can we measure it and why does it matter?", *Quarterly Bulletin*, Second Quarter, Bank of England, 2013.

Ο δείκτης EPU μπορεί να μην αποτελεί απαραίτητα αξιόπιστη ένδειξη αυξημένης αβεβαιότητας στη σημερινή συγκυρία. Πρώτον, ο δείκτης EPU δεν επιτρέπει διάκριση ανάμεσα στην αβεβαιότητα σχετικά με τις εγχώριες πολιτικές και την αβεβαιότητα για τις πολιτικές στο εξωτερικό περιβάλλον. Κατά συνέπεια, στο βαθμό που οι επιχειρήσεις και οι καταναλωτές προβαίνουν στη διάκριση μεταξύ εγχώριων και εξωτερικών πηγών αβεβαιότητας και επικεντρώνονται κυρίως στις εγχώριες πηγές, μπορεί να εξηγηθεί η σχετικά χαλαρή συσχέτιση μεταξύ του δείκτη EPU και άλλων δεικτών αβεβαιότητας και η περιορισμένη εμπειρική του σημασία για την πρόβλεψη των οικονομικών τάσεων στη ζώνη του ευρώ. Δεύτερον, ο δείκτης EPU βασίζεται σε άρθρα δύο μόνο έγκριτων εφημερίδων ανά χώρα· το μικρό αυτό δείγμα μπορεί να μην είναι αντιπροσωπευτικό των αντιλήψεων που έχει το ευρύ κοινό. Τρίτον, ο δείκτης EPU χαρακτηρίζεται από πολύ μεγαλύτερη μεταβλητότητα συγκριτικά με άλλους δείκτες και συχνά παρουσιάζει κορυφώσεις όταν άλλοι δείκτες παραμένουν συγκρατημένοι ή όταν η οικονομική δραστηριότητα φαίνεται να μην έχει επηρεαστεί. Επομένως, απαιτείται προσοχή όταν χρησιμοποιείται ο εν λόγω δείκτης για την πρόβλεψη οικονομικών εξελίξεων.⁶

Η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται, βάσει των προβολών, να παραμείνει ισχυρή στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

Η εμπιστοσύνη των καταναλωτών παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα τους τελευταίους μήνες, λόγω των βελτιωμένων προσδοκιών τους για τις γενικές οικονομικές εξελίξεις και των ευνοϊκότερων προσδοκιών για την προσωπική χρηματοοικονομική τους κατάσταση. Λαμβανομένης επίσης υπόψη της βελτίωσης των συνθηκών στην αγορά εργασίας, η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να εξακολουθήσει να αυξάνεται σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.

Η αύξηση του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος παραμένει έντονη. Η συμβολή των ακαθάριστων μισθών και ημερομισθίων στην αύξηση του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος αναμένεται, βάσει των προβολών, να αυξηθεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

Οι ευνοϊκοί όροι χορήγησης τραπεζικών δανείων, ενισχυμένοι από τα μέτρα νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, αναμένεται να στηρίξουν την αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης. Ενώ τα χαμηλότερα επιτόκια έχουν επηρεάσει τόσο τα έσοδα από τόκους όσο και τις πληρωμές τόκων από τα νοικοκυριά, τείνουν να αναδιανέμουν πόρους από τους καθαρούς αποταμιευτές στους καθαρούς δανειολήπτες. Καθώς οι τελευταίοι έχουν κατά κανόνα υψηλότερη οριακή ροπή προς κατανάλωση, αυτή η αναδιανομή αναμένεται να στηρίξει περαιτέρω τη συνολική ιδιωτική κατανάλωση. Επιπλέον, η πρόοδος που έχει επιτευχθεί ως προς την απομόχλευση και η άνοδος βάσει των προβολών της καθαρής περιουσιακής θέσης των νοικοκυριών, που αντανάκλα την περαιτέρω αύξηση των τιμών των κατοικιών, εκτιμάται επίσης ότι θα στηρίξουν την κατανάλωση.

Οι υψηλότερες τιμές του πετρελαίου έχουν ωστόσο αρνητική επίδραση στο πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα, παρότι η εξομάλυνση της κατανάλωσης

⁶ Βλ. επίσης Forbes, K., "Uncertainty about uncertainty", ομιλία στο συνέδριο J.P. Morgan Cazenove "Best of British" Conference, Λονδίνο, 23 Νοεμβρίου 2016, όπου συνάγονται παρόμοια συμπεράσματα για το Ηνωμένο Βασίλειο.

αναμένεται να αντισταθμίσει εν μέρει την επίδραση στην κατανάλωση. Το ποσοστό αποταμίευσης αυξήθηκε από τα μέσα του 2015 έως τα μέσα του 2016, καθώς τα νοικοκυριά αποταμίευσαν μέρος του έκτακτου εισοδηματικού τους οφέλους που συνδέεται με τις τιμές του πετρελαίου. Η εξάλειψη αυτής της πρόσκαιρης επίδρασης εκτιμάται ότι ξεκίνησε το β' εξάμηνο του 2016 και αναμένεται να εξακολουθήσει στη διάρκεια του 2017, εντεινόμενη από την πρόσφατη άνοδο των τιμών του πετρελαίου. Το ποσοστό αποταμίευσης αναμένεται στη συνέχεια να παραμείνει σταθερό στο υπόλοιπο διάστημα του χρονικού ορίζοντα προβολής καθώς οι καθοδικές πιέσεις που ασκούνται από τη μείωση της ανεργίας, τη βελτίωση των πιστωτικών συνθηκών και τα χαμηλά επιτόκια αντισταθμίζονται από τις ανοδικές πιέσεις που προκύπτουν από τις συνεχιζόμενες ανάγκες για απομόχλευση του χρέους και την εξομάλυνση της κατανάλωσης που συμβαδίζει με τις διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου.

Πλαίσιο 2

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

Σε σύγκριση με τις προβολές του Δεκεμβρίου 2016, οι υποθέσεις τεχνικού χαρακτήρα περιλαμβάνουν ελαφρώς υψηλότερα μακροπρόθεσμα επιτόκια, σημαντικά υψηλότερες τιμές του πετρελαίου εκφρασμένες σε δολάρια ΗΠΑ και μια μικρή υποτίμηση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ. Οι τεχνικές υποθέσεις που αφορούν τα επιτόκια και τις τιμές των βασικών εμπορευμάτων βασίζονται στις προσδοκίες της αγοράς σύμφωνα με στοιχεία έως και τις 14 Φεβρουαρίου 2017. 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 2017, -0,2% για το 2018 και 0,0% για το 2019. Οι προσδοκίες της αγοράς για τις ονομαστικές αποδόσεις των 10ετών ομολόγων του Δημοσίου στη ζώνη του ευρώ υποδηλώνουν μέσο επίπεδο 1,3% το 2017, 1,6% το 2018 και 1,9% το 2019.⁷ Σε σύγκριση με τις προβολές του Δεκεμβρίου 2016, οι προσδοκίες της αγοράς για τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια παραμένουν αμετάβλητες, ενώ οι προσδοκίες για τα μακροπρόθεσμα επιτόκια έχουν αναθεωρηθεί προς τα άνω κατά 10-20 μονάδες βάσης. Αντανακλώντας τις εξελίξεις στα προθεσμιακά επιτόκια της αγοράς και τη σταδιακή μετακύλιση των μεταβολών των επιτοκίων της αγοράς στα επιτόκια χορηγήσεων, οι σύνθετοι δείκτες τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων προς τον ιδιωτικό μη χρηματοπιστωτικό τομέα της ζώνης του ευρώ αναμένεται να παραμείνουν σε γενικές γραμμές αμετάβλητοι το 2017 και να αυξηθούν κατά τι το 2018 και το 2019.

Όσον αφορά τις τιμές των βασικών εμπορευμάτων, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις για τις μελλοντικές εξελίξεις των τιμών που προκύπτουν από τις αγορές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης με βάση τον μέσο όρο του διαστήματος δύο εβδομάδων που έληξε στις 14 Φεβρουαρίου, η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent ανά βαρέλι εκτιμάται, βάσει των υποθέσεων, ότι θα αυξηθεί από

⁷ Η υπόθεση που αφορά τις ονομαστικές αποδόσεις των 10ετών ομολόγων του Δημοσίου στη ζώνη του ευρώ βασίζεται στον σταθμισμένο μέσο όρο των αποδόσεων των 10ετών ομολόγων αναφοράς των χωρών, σταθμισμένο ως προς το ετήσιο ΑΕΠ και με επέκταση της σειράς με βάση την προβλεπόμενη εξέλιξη που προκύπτει από την εκτιμώμενη από την ΕΚΤ καμπύλη αποδόσεων κατά την έκδοση όλων των 10ετών ομολόγων χωρών της ζώνης του ευρώ, ενώ η αρχική απόκλιση μεταξύ των δύο σειρών διατηρείται σταθερή στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Οι διαφορές αποδόσεων μεταξύ ομολόγων του Δημοσίου επιμέρους χωρών και του αντίστοιχου μέσου όρου της ζώνης του ευρώ θεωρούνται, βάσει των υποθέσεων, σταθερές στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

44,0 δολάρια ΗΠΑ το 2016 σε 56,4 δολάρια ΗΠΑ το 2017 και σε 56,5 δολάρια ΗΠΑ το 2018 και στη συνέχεια θα μειωθεί σε 55,9 δολάρια ΗΠΑ το 2019. Αυτό συνεπάγεται ότι, σε σύγκριση με τις προβολές του Δεκεμβρίου 2016, οι τιμές του πετρελαίου σε δολάρια ΗΠΑ είναι υψηλότερες κατά 14,3% το 2017, 7,3% το 2018 και 2,5% το 2019. Οι τιμές των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων σε δολάρια ΗΠΑ εκτιμάται, βάσει των υποθέσεων, ότι θα αυξηθούν σημαντικά το 2017 και πιο συγκρατημένα στη συνέχεια.⁸

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 14 Φεβρουαρίου. Αυτό συνεπάγεται μέση συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ ανά ευρώ ίση προς 1,07 στο διάστημα 2017-19, έναντι 1,09 στις προβολές του Δεκεμβρίου 2016. Η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (έναντι 38 εμπορικών εταιρών) είναι κατά 1,3% χαμηλότερη στο διάστημα 2017-19 από ό,τι είχε υποτεθεί στις προβολές του Δεκεμβρίου 2016.

Τεχνικές υποθέσεις

	Μάρτιος 2017				Δεκέμβριος 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
EURIBOR τριών μηνών (ως ποσοστό % ετησίως)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Αποδόσεις 10ετών ομολόγων του Δημοσίου (ως ποσοστό % ετησίως)	0,8	1,3	1,6	1,9	0,8	1,2	1,5	1,7
Τιμή πετρελαίου (σε δολάρια ΗΠΑ/βαρέλι)	44,0	56,4	56,5	55,9	43,1	49,3	52,6	54,6
Τιμές μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων, σε δολάρια ΗΠΑ (ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)	-3,9	13,2	3,5	4,6	-4,0	6,6	3,8	4,5
Συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ/ευρώ	1,11	1,07	1,07	1,07	1,11	1,09	1,09	1,09
Ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (ΣΣΙ-38) (ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)	3,7	-1,0	0,0	0,0	3,8	0,1	0,0	0,0

Η ανάκαμψη των επενδύσεων σε κατοικίες στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να συνεχιστεί. Οι επενδύσεις σε κατοικίες ανέκαμψαν αισθητά το 2016, υποβοηθούμενες από την έντονη αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος και τις ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης. Σε ό,τι αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, η αύξηση, βάσει των προβολών, του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος, τα πολύ χαμηλά επιτόκια των στεγαστικών δανείων και οι περιορισμένες λοιπές επενδυτικές ευκαιρίες αναμένεται να στηρίξουν την περαιτέρω ανάκαμψη των επενδύσεων σε κατοικίες. Αυτές οι ευνοϊκές προοπτικές για τις επενδύσεις σε κατοικίες τεκμηριώνονται επίσης από την αύξηση των οικοδομικών αδειών και την αυξανόμενη ζήτηση δανείων για αγορά κατοικίας σε ένα περιβάλλον βελτιούμενων όρων χορήγησης τραπεζικών δανείων. Επιπλέον, φαίνεται ότι σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ ολοκληρώθηκε η διαδικασία προσαρμογής στις αγορές κατοικιών και οι τιμές των κατοικιών έχουν αυξηθεί σε αρκετές χώρες. Ωστόσο, η υψηλή

⁸ 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 2018 και στη συνέχεια θα εξελιχθούν σύμφωνα με την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα.

ανεργία και οι εναπομένουσες ανάγκες απομόχλευσης σε ορισμένες χώρες αναμένεται να εξακολουθήσουν να επιδρούν ανασταλτικά στις επενδύσεις σε κατοικίες. Τα ήδη υψηλά επίπεδα επενδύσεων σε κατοικίες σε σχέση με το διαθέσιμο εισόδημα και οι δυσμενείς δημογραφικές εξελίξεις αναμένεται, βάσει των προβολών, να περιορίσουν τη δυναμική των επενδύσεων σε κατοικίες σε άλλες χώρες.

Οι επιχειρηματικές επενδύσεις αναμένεται να ανακάμψουν. Διάφοροι παράγοντες αναμένεται να στηρίξουν τις εξελίξεις στις επιχειρηματικές επενδύσεις: η εμπιστοσύνη των επιχειρήσεων συνεχίζει να βελτιώνεται υποβοηθούμενη από τις ευνοϊκές προσδοκίες για την παραγωγή, την αύξηση των παραγγελιών και την αναστροφή των προσδοκιών για τις τιμές πώλησης. Η χρησιμοποίηση του παραγωγικού δυναμικού υπερβαίνει τα μέσα προ της κρίσης επίπεδα. Οι συνθήκες χρηματοδότησης παραμένουν πολύ ευνοϊκές. Η εγχώρια ζήτηση αναμένεται να παραμείνει ανθεκτική και η εξωτερική ζήτηση αναμένεται να ενισχυθεί. Υπάρχει ανάγκη εκσυγχρονισμού του κεφαλαιακού εξοπλισμού έπειτα από αρκετά έτη υποτονικών επενδύσεων. Τέλος, τα περιθώρια κέρδους αναμένεται να ενισχυθούν στον τομέα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, ο οποίος έχει ήδη υψηλά ρευστά διαθέσιμα. Επιπλέον, η έντονη ανάκαμψη στις τιμές των μετοχών που παρατηρείται τα τελευταία έτη και η συγκρατημένη αύξηση της δανειακής χρηματοδότησης έχουν οδηγήσει τον μέσο δείκτη χρέους προς σύνολο ενεργητικού του τομέα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Ωστόσο, η ανάκαμψη των επιχειρηματικών επενδύσεων θα συνεχίσει να επηρεάζεται ανασταλτικά από τις δυσκαμψίες στις αγορές προϊόντων, τις προσδοκίες για χαμηλότερο ρυθμό αύξησης του δυνητικού προϊόντος από ό,τι στο παρελθόν και τις εναπομένουσες ανάγκες για απομόχλευση σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ. Επιπλέον, η χαμηλή κερδοφορία των τραπεζών και το ακόμη υψηλό απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων στους ισολογισμούς των τραπεζών σε αρκετές χώρες εξακολουθούν να επηρεάζουν αρνητικά τη δυνατότητα ορισμένων τραπεζικών τομέων να επιτελέσουν τον διαμεσολαβητικό τους ρόλο.

Πλαίσιο 3

Το διεθνές περιβάλλον

Ο ρυθμός αύξησης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να συνεχίσει να ανακάμπτει. Πρόσφατες δημοσιεύσεις στοιχείων επιβεβαιώνουν την αναμενόμενη βελτίωση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας το β' εξάμηνο του 2016 και καταδεικνύουν συνέχιση της ανάπτυξης σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Οι προοπτικές για τις επιμέρους οικονομίες τόσο μεταξύ των προηγμένων οικονομιών όσο και μεταξύ των οικονομιών με αναδυόμενες αγορές ωστόσο παραμένουν κάπως ανάμικτες. Μεταξύ των προηγμένων οικονομιών, οι ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες, η βελτίωση των συνθηκών στις αγορές εργασίας και τα δημοσιονομικά μέτρα για την τόνωση της οικονομίας αναμένεται να στηρίξουν τη δραστηριότητα στις Ηνωμένες Πολιτείες, ενώ η αυξημένη αβεβαιότητα αναμένεται να επηρεάσει αρνητικά τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές για την ανάπτυξη της οικονομίας του Ηνωμένου Βασιλείου, στη δε Ιαπωνία ο ρυθμός μεγέθυνσης αναμένεται να παραμείνει συγκρατημένος. Στις αναδυόμενες αγορές, η ανθεκτική ανάπτυξη σε ορισμένες μεγάλες οικονομίες, σε συνδυασμό με τη σταδιακή αποκλιμάκωση της βαθιάς ύφεσης σε ορισμένες χώρες που είναι από τους μεγαλύτερους εξαγωγείς βασικών εμπορευμάτων, αποτελούν τον βασικό παράγοντα στήριξης της παγκόσμιας ανάπτυξης, ενώ η σταδιακή επιβράδυνση της κινεζικής οικονομίας παραμένει ανασταλτικός παράγοντας. Η

αύξηση των τιμών του πετρελαίου αναμένεται να έχει περιορισμένη συνολικά επίδραση στην παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα: αν και παρέχει κάποια στήριξη στη δραστηριότητα των πετρελαιοπαραγωγών χωρών, στις εν λόγω οικονομίες υφίστανται ακόμη σημαντικές ανάγκες προσαρμογής (συμπεριλαμβανομένης της δημοσιονομικής προσαρμογής) δεδομένης της σημαντικής πτώσης της τιμής του πετρελαίου από το 2014. Παράλληλα, οι καταναλωτές στις χώρες που εισάγουν βασικά εμπορεύματα αναμένεται ότι θα απορροφήσουν μέρος της διαταραχής μέσω χαμηλότερων ποσοστών αποταμίευσης. Ο ρυθμός αύξησης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας (εκτός της ζώνης του ευρώ) αναμένεται, βάσει των προβολών, να επιταχυνθεί από 3,1% το 2016 σε 3,5% το 2017 και 3,8% το 2018 και το 2019, αναθεωρημένος ελαφρώς προς τα άνω σε σύγκριση με τις προηγούμενες προβολές.

Το διεθνές περιβάλλον

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

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

1) Υπολογίζεται ως σταθμισμένος μέσος όρος των εισαγωγών.

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

Το παγκόσμιο εμπόριο βελτιώθηκε το β' εξάμηνο του 2016 και αναμένεται να διατηρήσει τη δυναμική του στη διάρκεια του χρονικού οριζοντα προβολής. Μεσοπρόθεσμα το παγκόσμιο εμπόριο αναμένεται να επεκταθεί, συμβαδίζοντας με την ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας (βλ. πίνακα). Σε σύγκριση με τις προβολές του Δεκεμβρίου 2016, η εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ έχει αναθεωρηθεί προς τα άνω κατά 0,4 της ποσοστιαίας μονάδας για το 2017 και παραμένει σε γενικές γραμμές αμετάβλητη στη συνέχεια.

Οι εξαγωγές προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται βάσει των προβολών να ενισχυθούν από την ανάκαμψη της παγκόσμιας ζήτησης και την ελαφρώς ασθενέστερη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ. Η εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αναμένεται να διατηρήσει την πρόσφατη δυναμική της σε όλη τη διάρκεια του χρονικού οριζοντα προβολής, καθώς η ζήτηση εισαγωγών αυξάνεται τόσο στις προηγμένες οικονομίες όσο και στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές (συμπεριλαμβανομένων της Ρωσίας και της Βραζιλίας). Ωστόσο, η υποτονική άνοδος των εισαγωγών στο Ηνωμένο Βασίλειο αναμένεται να περιορίσει τη δυναμική της εξωτερικής ζήτησης προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ. Συνολικά, οι αναμενόμενοι, βάσει των προβολών, ρυθμοί αύξησης της εξωτερικής ζήτησης θα παραμείνουν πολύ κάτω από τα επίπεδα που επικρατούσαν πριν από την κρίση. Οι εξαγωγές προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται βάσει των προβολών να αυξηθούν με ταχύτερο ρυθμό από εκείνον της εξωτερικής ζήτησης, ιδίως το 2017, λόγω της ασθενέστερης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ. Οι εισαγωγές από χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται να αυξηθούν ταχύτερα από τις αντίστοιχες εξαγωγές και σύμφωνα με την ιστορική ελαστικότητά τους ως προς τη συνολική ζήτηση. Το πλεόνασμα του

ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να παραμείνει σε γενικές γραμμές σταθερό γύρω στο 3,1-3,3% του ΑΕΠ στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

Το αρνητικό παραγωγικό κενό αναμένεται να μειωθεί σταθερά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αντανακλώντας τον συγκρατημένο ρυθμό αύξησης του δυνητικού προϊόντος. Ο ρυθμός αύξησης του δυνητικού προϊόντος εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε επίπεδο ελαφρώς υψηλότερο από το 1% στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής και άρα θα συνεχίσει να υπολείπεται σαφώς του εκτιμώμενου, βάσει των προβολών, ρυθμού αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ (1,7% περίπου). Ο υποτονικός ρυθμός αύξησης του δυνητικού προϊόντος αντανακλά κατά κύριο λόγο τη σχετικά χαμηλή συμβολή του κεφαλαίου έπειτα από μια παρατεταμένη περίοδο ιστορικά χαμηλών επενδύσεων. Η συμβολή της εργασίας αναμένεται, βάσει των προβολών, να ενισχυθεί, αντανακλώντας την αύξηση του πληθυσμού σε ηλικία εργασίας στο πλαίσιο της εισροής μεταναστών και την αυξανόμενη συμμετοχή στην αγορά εργασίας, λόγω προηγούμενων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Η συμβολή της εργασίας θα παραμείνει ωστόσο κάπως χαμηλότερη από τον προ κρίσης μέσο όρο της, λόγω της γήρανσης του πληθυσμού. Η συμβολή της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών αναμένεται να είναι ελαφρώς κάτω από το προ κρίσης επίπεδο της.

Οι συνθήκες στις αγορές εργασίας της ζώνης του ευρώ αναμένεται να συνεχίσουν να βελτιώνονται στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Η απασχόληση, σύμφωνα με τις προβολές, θα συνεχίσει να αυξάνεται στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αν και σταδιακά θα επιβραδυνθεί ελαφρώς. Βραχυπρόθεσμα, αυτό αντανακλά κυρίως την εξασθένηση ορισμένων ευνοϊκών παροδικών παραγόντων που επηρεάζουν την αύξηση της απασχόλησης. Στο υπόλοιπο διάστημα του χρονικού ορίζοντα προβολής, οι ελλείψεις στην προσφορά ειδικευμένου προσωπικού θα αποτελέσουν, βάσει των προβολών, όλο και μεγαλύτερους περιορισμούς σε ορισμένες χώρες, επηρεάζοντας αρνητικά την αύξηση της απασχόλησης και οδηγώντας σε άνοδο του αριθμού πραγματικών ωρών εργασίας ανά εργαζόμενο. Αυτές οι εξελίξεις όσον αφορά την απασχόληση υποδηλώνουν επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας από 0,3% το 2016 σε 0,9% το 2019, αντανακλώντας μια πορεία η οποία συμβαδίζει με τις διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου και χαρακτηρίζεται από αυξανόμενο βαθμό χρησιμοποίησης του κεφαλαίου και της εργασίας. Το ποσοστό ανεργίας αναμένεται να υποχωρήσει, αν και με βραδύτερο ρυθμό από ό,τι στο πρόσφατο παρελθόν, καθώς ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης επιβραδύνεται πιο έντονα από ό,τι ο ρυθμός αύξησης του εργατικού δυναμικού.

Σε σύγκριση με τις προβολές του Δεκεμβρίου 2016, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ έχει αναθεωρηθεί ελαφρώς προς τα άνω το 2017 και το 2018. Η ελαφρώς υψηλότερη εξωτερική ζήτηση βραχυπρόθεσμα, η ασθενέστερη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ και το ευνοϊκότερο οικονομικό κλίμα εκτιμάται ότι θα υπεραντισταθμίσουν την αρνητική επίδραση των υψηλότερων τιμών του πετρελαίου στην οικονομική δραστηριότητα.

Οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές για τον μετρούμενο πληθωρισμό έχουν αναθεωρηθεί σημαντικά προς τα άνω μετά την πρόσφατη άνοδο των τιμών του πετρελαίου, καθώς εκτιμάται τώρα ότι ο πληθωρισμός θα διαμορφωθεί σε 1,7% κατά μέσο όρο την περίοδο 2017-19. Ωστόσο, υπάρχουν αποκλίνουσες εξελίξεις μεταξύ του πληθωρισμού της ενέργειας και του πληθωρισμού εκτός ενέργειας. Την περίοδο 2016-2017, οι τιμές της ενέργειας αναμένεται να έχουν συμβολή κατά 1,2 ποσοστιαία μονάδα στην ενίσχυση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ). Ανοδικές επιδράσεις από τη βάση σύγκρισης, σε συνδυασμό με τις πρόσφατες σημαντικές αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου, συμβάλλουν στην απότομη αναστροφή του πληθωρισμού των τιμών της ενέργειας – από έντονα αρνητικούς σε σημαντικά θετικούς ρυθμούς. Η γενικά πολύ μικρή κλίση της καμπύλης των τιμών των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής υποδηλώνει, ωστόσο, ότι η συνιστώσα της ενέργειας θα έχει μικρότερη θετική συμβολή στον μετρούμενο πληθωρισμό το 2018 και το 2019.

Σε αντίθεση με τον πληθωρισμό της ενέργειας, η αναμενόμενη επιτάχυνση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής είναι πολύ περισσότερο σταδιακή στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής αναμένεται να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε 1,1% το 2017 και να αυξηθεί σε 1,5% και 1,8% το 2018 και το 2019 αντίστοιχα. Ένας από τους κύριους παράγοντες που συντελούν σε αυτήν τη σταδιακή επιτάχυνση είναι η αναμενόμενη αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος καθώς η ανάκαμψη προχωρεί και παγιώνεται. Η μείωση του βαθμού υποαπασχόλησης του εργατικού δυναμικού και η σταδιακή εξασθένηση παραγόντων που συνδέονται με την κρίση και έχουν συγκρατήσει την αύξηση των μισθών τα τελευταία έτη αναμένεται να οδηγήσουν σε ανάκαμψη του ρυθμού αύξησης της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό και, δεδομένης της αναμενόμενης βάσει των προβολών μετριότερης ανάκαμψης της παραγωγικότητας, του ρυθμού αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Επιπρόσθετα, η ανάκαμψη των τιμών του πετρελαίου αναμένεται να ασκήσει έμμεσα περαιτέρω ανοδικές πιέσεις στο κόστος μέσω του υψηλότερου κόστους παραγωγής και των επιπτώσεων στους ονομαστικούς μισθούς. Τα περιθώρια κέρδους αναμένεται να διευρυνθούν σταθερά, περιοριζόμενα κάπως από την αύξηση του κόστους εργασίας και την πρόσφατη επιδείνωση των όρων εμπορίου.

Η αύξηση των τιμών του πετρελαίου και των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων είναι οι κύριοι παράγοντες που συντελούν στην αναστροφή των εξωτερικών πιέσεων στις τιμές. Έπειτα από τετραετή περίοδο μείωσης των τιμών εισαγομένων που συνδέεται ιδιαίτερα με την προηγούμενη απότομη πτώση των τιμών των βασικών εμπορευμάτων, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών εισαγομένων αναμένεται να αποκτήσει θετικό πρόσημο το 2017. Βασικό στοιχείο αυτής της αναστροφής των τιμών εισαγομένων είναι η ανάκαμψη των τιμών του πετρελαίου και των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων. Με την πάροδο του χρόνου, οι σταδιακά αυξανόμενες πληθωριστικές πιέσεις παγκοσμίως αναμένεται

επίσης ότι θα επιτείνουν τις εν λόγω εξελίξεις. Πέρα από την επίδραση των τιμών των βασικών εμπορευμάτων, η υποχώρηση του βαθμού υποαπασχόλησης των πόρων στην παγκόσμια οικονομία εκτιμάται ότι βαθμιαία ωθεί ανοδικά το κόστος παραγωγής παγκοσμίως. Οι παγκόσμιες πιέσεις στις τιμές προβλέπεται πάντως, σύμφωνα με τις προβολές, ότι θα παραμείνουν συγκρατημένες, δεδομένου του παγκόσμιου αναξιοποίητου παραγωγικού δυναμικού που εξακολουθεί να είναι σημαντικό και του υψηλού βαθμού ανταγωνισμού με χώρες χαμηλού κόστους.

Η βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας αναμένεται ότι θα αντανακλάται ολόένα και περισσότερο στην αύξηση του κόστους εργασίας στον χρονικό ορίζοντα προβολής. Ο ρυθμός αύξησης της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό αναμένεται ότι θα επιταχυνθεί σε 1,3% το 2016 και θα διαμορφωθεί σε 2,4% το 2019. Ένας από τους κύριους παράγοντες που συντελούν σε αυτήν την αξιοσημείωτη επιτάχυνση είναι η προβλεπόμενη βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας, με αυξανόμενες ελλείψεις στην προσφορά εργασίας σε ορισμένα μέρη της ζώνης του ευρώ. Επιπλέον, η πρόσφατη σημαντική άνοδος του πληθωρισμού, η οποία σημαίνει απότομη πτώση του ρυθμού αύξησης των πραγματικών μισθών, μειώνει τον κίνδυνο εμφάνισης αρνητικών δευτερογενών επιδράσεων βραχυπρόθεσμα. Σε ορισμένες χώρες η άνοδος του πληθωρισμού ενδέχεται, με την πάροδο του χρόνου, να επηρεάσει και θετικά τις εξελίξεις των ονομαστικών μισθών, σε όσες περιπτώσεις οι διαδικασίες μισθολογικών διαπραγματεύσεων περιλαμβάνουν μια σημαντική συνιστώσα συνδεδεμένη με τον παρελθόντα πληθωρισμό. Ωστόσο, για το 2017 η πιθανότητα ο υψηλότερος πληθωρισμός να επηρεάσει ανοδικά τις συμβατικές αποδοχές είναι περιορισμένη λόγω του ότι, σε αρκετές χώρες, οι συμβατικές αποδοχές για το 2017 έχουν ήδη συμφωνηθεί. Επιπλέον, πρέπει να σημειωθεί ότι σε ορισμένες χώρες ο βαθμός τιμαριθμικής αναπροσαρμογής των μισθών έχει μειωθεί σημαντικά στο πρόσφατο παρελθόν. Επιπρόσθετα, σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ τα εναπομένοντα συστήματα τιμαριθμικής προσαρμογής των μισθών βασίζονται στον πληθωρισμό εκτός των τιμών των εισαγόμενων ενεργειακών προϊόντων, ο οποίος δεν έχει ακόμη ανακάμψει σημαντικά. Πέρα από την επίδραση του πληθωρισμού, σε ορισμένες χώρες η ανάγκη συγκράτησης των μισθολογικών αυξήσεων προκειμένου να ανακτηθεί η ανταγωνιστικότητα των τιμών ή η συνεχιζόμενη συγκράτηση των μισθών στα πρώτα στάδια της ανάκαμψης αναμένεται να υποχωρήσουν σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής και να στηρίξουν επομένως τις μισθολογικές αυξήσεις. Οι περιοριστικές επιδράσεις από τις μεταρρυθμίσεις στις αγορές εργασίας που υλοποιήθηκαν σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ στη διάρκεια της κρίσης ενδέχεται επίσης να γίνουν λιγότερο έντονες καθώς προχωρεί και διευρύνεται η κυκλική ανάκαμψη. Ομοίως, η περιοριστική επίπτωση στην αύξηση των μισθών από επιδράσεις που συνδέονται με τις μεταβολές της σύνθεσης της απασχόλησης εκτιμάται ότι θα εξασθενήσει όσο η οικονομική ανάκαμψη προχωρεί, καθώς η άνοδος της απασχόλησης αναμένεται ότι θα εξαπλωθεί σε περισσότερους τομείς και δεν θα είναι συγκεντρωμένη σε τομείς που χαρακτηρίζονται από χαμηλή παραγωγικότητα άρα και χαμηλούς μισθούς όπως τα τελευταία έτη.

Τα περιθώρια κέρδους αναμένεται να συνεχίσουν να διευρύνονται στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής με παρόμοιο ή ελαφρώς βραδύτερο ρυθμό από ό,τι καταγράφηκε προσφάτως. Στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα

προβολής, τα περιθώρια κέρδους αναμένεται να ωφεληθούν από τη συνεχιζόμενη οικονομική ανάκαμψη. Βραχυπρόθεσμα, ωστόσο, η πρόσφατη άνοδος των τιμών του πετρελαίου θα μπορούσε να περιορίσει τα περιθώρια κέρδους, καθώς οι επιχειρήσεις είναι δυνατόν να μη μετακλίσουν πλήρως την αύξηση του κόστους, δεδομένου μάλιστα ότι τα περιθώρια κέρδους φαίνεται ότι έχουν επίσης ωφεληθεί από την προηγούμενη πτώση των τιμών του πετρελαίου. Επιπρόσθετα, η αύξηση των περιθωρίων κέρδους θα περιοριστεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής ως αποτέλεσμα της αναμενόμενης επιτάχυνσης του ρυθμού αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Σε σύγκριση με τις προβολές του Δεκεμβρίου 2016, οι προοπτικές για τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔTK) έχουν αναθεωρηθεί σημαντικά προς τα άνω για το 2017 και ελαφρώς προς τα άνω για το 2018. Η σημαντική προς τα άνω αναθεώρηση του πληθωρισμού της ενέργειας (βάσει του ΕνΔTK) για το 2017 συνδέεται με τις υψηλότερες τιμές του πετρελαίου σε σύγκριση με τις προβολές του Δεκεμβρίου 2016. Στη συνέχεια, η πολύ μικρότερη κλίση της καμπύλης των τιμών των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου συγκριτικά με τις προβολές του Δεκεμβρίου 2016 υποδηλώνει κάποιες μικρές αναθεωρήσεις προς τα κάτω της συνιστώσας της ενέργειας από το 2018 και μετά. Αντιθέτως, ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔTK) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής αναθεωρείται ελαφρώς προς τα άνω για το 2018 και το 2019, αντανακλώντας ορισμένες έμμεσες και δευτερογενείς επιδράσεις από την άνοδο των τιμών του πετρελαίου, καθώς και κάποιες ανοδικές επιδράσεις από την υποχώρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ. Οι εν λόγω ανοδικές επιδράσεις αναμένεται να είναι ελαφρώς μεγαλύτερες από ό,τι οι επιδράσεις των προς τα κάτω αναθεωρήσεων του πληθωρισμού της ενέργειας (βάσει του ΕνΔTK) για το 2018 και να αντισταθμίσουν σε γενικές γραμμές τις προς τα κάτω αναθεωρήσεις της συνιστώσας της ενέργειας για το 2019.

3 Δημοσιονομικές προοπτικές

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

Στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, τόσο ο λόγος του δημοσιονομικού ελλείμματος όσο και ο λόγος του χρέους της γενικής κυβέρνησης αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να ακολουθήσουν καθοδική πορεία. Κατά την περίοδο 2017-19, η περαιτέρω μείωση των δαπανών για τόκους και η βελτίωση της κυκλικής συνιστώσας επιφέρουν περαιτέρω μείωση

του δημοσιονομικού ελλείμματος. Το κυκλικά προσαρμοσμένο πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα αναμένεται, βάσει των προβολών, να παραμείνει σε γενικές γραμμές αμετάβλητο. Στη σταδιακή μείωση του δημόσιου χρέους στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής συμβάλλει κυρίως η ευνοϊκή διαφορά ρυθμού ανάπτυξης-επιτοκίου. Το αναμενόμενο, βάσει των προβολών, πρωτογενές πλεόνασμα ασκεί επίσης θετική επίδραση στην προβλεπόμενη τροχιά του χρέους.

Συγκριτικά με τις προβολές που δημοσιεύθηκαν τον Δεκέμβριο 2016, οι προοπτικές όσον αφορά τον λόγο του ελλείμματος είναι πιο ευνοϊκές και η πορεία του λόγου του χρέους έχει αναθεωρηθεί προς τα κάτω. Στην περίοδο 2017-19, οι βελτιωμένες προοπτικές για το έλλειμμα αντανακλούν εν μέρει τη θετική μεταφερόμενη επίδραση από το 2016 και εν μέρει την αναμενόμενη μείωση των πρωτογενών δαπανών. Η προς τα κάτω αναθεώρηση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ αντανακλά τις προαναφερόμενες βελτιωμένες δημοσιονομικές προοπτικές και τη μεγαλύτερη συμβολή της ευνοϊκής διαφοράς ρυθμού ανάπτυξης-επιτοκίου στη μείωση του χρέους, κυρίως το 2017, που απορρέει από τις καλύτερες προοπτικές του ονομαστικού ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ.

Πίνακας 1

Μακροοικονομικές προβολές για τη ζώνη του ευρώ¹⁾

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	Μάρτιος 2017				Δεκέμβριος 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Πραγματικό ΑΕΠ¹⁾	1,7	1,8	1,7	1,6	1,7	1,7	1,6	1,6
		[1,5 - 2,1] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,5 - 2,7] ²⁾	[1,6 - 1,8] ²⁾	[1,1 - 2,3] ²⁾	[0,6 - 2,6] ²⁾	[0,4 - 2,8] ²⁾
Ιδιωτική κατανάλωση	1,9	1,4	1,4	1,4	1,7	1,5	1,5	1,4
Δημόσια κατανάλωση	2,0	1,1	1,0	1,1	2,0	1,3	1,1	1,1
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	2,5	2,8	3,2	2,8	3,0	3,1	3,1	2,7
Εξαγωγές³⁾	2,9	4,3	4,1	4,0	2,7	3,7	3,9	4,0
Εισαγωγές³⁾	3,5	4,6	4,4	4,2	3,3	4,1	4,3	4,1
Απασχόληση	1,3	1,0	1,0	0,8	1,4	1,1	0,8	0,8
Ποσοστό ανεργίας (ως ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)	10,0	9,4	8,9	8,4	10,0	9,5	9,1	8,7
ΕνΔΤΚ	0,2	1,7	1,6	1,7	0,2	1,3	1,5	1,7
		[1,4 - 2,0] ²⁾	[0,9 - 2,3] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾	[0,2 - 0,2] ²⁾	[0,8 - 1,8] ²⁾	[0,7 - 2,3] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια	0,9	1,2	1,6	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής	0,9	1,1	1,5	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια, τα είδη διατροφής και τις μεταβολές των έμμεσων φόρων⁴⁾	0,8	1,1	1,5	1,8	0,8	1,1	1,4	1,7
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος	0,9	1,1	1,4	1,6	0,8	1,0	1,3	1,5
Μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό	1,3	1,8	2,1	2,4	1,2	1,7	2,1	2,4
Παραγωγικότητα της εργασίας	0,4	0,7	0,7	0,8	0,3	0,6	0,8	0,9
Δημοσιονομικό αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2
Διαρθρωτικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)⁵⁾	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4
Ακαθάριστο χρέος γενικής κυβέρνησης (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	89,3	88,0	86,4	84,5	89,4	88,5	87,3	85,7
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	3,4	3,1	3,2	3,3	3,2	3,1	3,0	3,1

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

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

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

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

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

Πλαίσιο 4

Ανάλυση ευαισθησίας και σεναρίων

Οι προβολές βασίζονται σε μεγάλο βαθμό σε υποθέσεις τεχνικού χαρακτήρα που αφορούν την εξέλιξη ορισμένων κρίσιμων μεταβλητών. Δεδομένου ότι κάποιες από τις μεταβλητές αυτές μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά τις προβολές για τη ζώνη του ευρώ, η εξέταση της ευαισθησίας των προβολών σε εναλλακτικές υποθέσεις αποτελεί χρήσιμο στοιχείο για την ανάλυση των κινδύνων που περιβάλλουν τις προβολές. Το παρόν πλαίσιο αναλύει την αβεβαιότητα που περιβάλλει ορισμένες από τις βασικές υποκείμενες υποθέσεις, καθώς και την ευαισθησία των προβολών σε αυτές τις μεταβλητές. Επιπλέον, εξετάζει τις επιδράσεις των δυνατικών πολιτικών της νέας κυβέρνησης των ΗΠΑ στις προοπτικές για την αμερικανική οικονομία, την παγκόσμια οικονομία και την οικονομία της ζώνης του ευρώ.

1) Εναλλακτική πορεία των τιμών του πετρελαίου

Εναλλακτικά υποδείγματα τιμών του πετρελαίου υποδηλώνουν κίνδυνο ανόδου των τιμών του πετρελαίου με ταχύτερο ρυθμό στον χρονικό ορίζοντα προβολής σε σύγκριση με τον ρυθμό που προκύπτει από τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης. Σύμφωνα με τις τεχνικές υποθέσεις του βασικού σεναρίου των προβολών για τις εξελίξεις στις τιμές του πετρελαίου, με βάση τις αγορές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, προβλέπεται σχετική σταθερότητα των τιμών του πετρελαίου, με την τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent να κυμαίνεται γύρω στα 56 δολάρια ΗΠΑ ανά βαρέλι έως το τέλος του 2019. Η πορεία αυτή είναι συμβατή με συγκρατημένη ανάκαμψη της παγκόσμιας ζήτησης πετρελαίου, σενάριο που συνδέεται με τη σταθεροποίηση της παγκόσμιας οικονομικής ανάκαμψης. Ωστόσο, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου δεν φαίνεται να ενσωματώνουν στις τιμές τους την παρατεινόμενη ανοδική επίδραση από τη συμφωνία του ΟΠΕΚ, πιθανώς λόγω του επιπέδου των αποθεμάτων, που είναι κοντά στο ιστορικώς υψηλότερό τους επίπεδο, και της πιθανής αύξησης της παραγωγής σχιστολιθικού πετρελαίου. Ένας συνδυασμός εναλλακτικών υποδειγμάτων που χρησιμοποιούν οι εμπειρογνώμονες της ΕΚΤ⁹ για να προβλέψουν τις τιμές του πετρελαίου στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής υποδηλώνει επί του παρόντος υψηλότερες τιμές του πετρελαίου για αυτήν την περίοδο σε σχέση με τις τεχνικές υποθέσεις. Η υλοποίηση αυτής της εναλλακτικής πορείας, σύμφωνα με την οποία οι τιμές του πετρελαίου ήταν κατά 12,4% υψηλότερες από ό,τι υποθέτει το βασικό σενάριο μέχρι το 2019, θα επιβράδυνε οριακά τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ, ενώ θα επέφερε ταχύτερη αύξηση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) (κατά 0,1 της ποσοστιαίας μονάδας το 2017 και 0,2 της ποσοστιαίας μονάδας το 2018 και το 2019).

2) Εναλλακτική πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας

Η παρούσα ανάλυση ευαισθησίας διερευνά, ενδεικτικά, την επίδραση που θα είχε η διαμόρφωση χαμηλότερης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ σε σχέση με το βασικό σενάριο. Οι κίνδυνοι υποτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ απορρέουν κυρίως από την εντονότερη από την αναμενόμενη αποκλίνουσα κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής μεταξύ των δύο πλευρών του Ατλαντικού. Πιο συγκεκριμένα, μια λιγότερο βαθμιαία από την αναμενόμενη αύξηση του επιτοκίου-στόχου για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια στις Ηνωμένες Πολιτείες θα μπορούσε να ασκήσει περαιτέρω καθοδικές πιέσεις στο ευρώ. Αυτό μπορεί να αντανakλά ιδίως αυξανόμενες πληθωριστικές προσδοκίες στις Ηνωμένες Πολιτείες στο πλαίσιο επεκτατικών δημοσιονομικών

⁹ Βλ. τον συνδυασμό τεσσάρων υποδειγμάτων που παρουσιάζεται στο άρθρο με τίτλο "Forecasting the price of oil", *Economic Bulletin*, Τεύχος 4, ΕΚΤ, 2015.

πολιτικών και στενότητας στην αγορά εργασίας. Η εναλλακτική πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ βασίζεται στο 25ο εκατοστημόριο της κατανομής που παρέχουν οι πυκνότητες πιθανότητας μηδενικού κινδύνου όπως υπολογίζονται με βάση δικαιώματα προαίρεσης επί της συναλλαγματικής ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου ΗΠΑ στις 14 Φεβρουαρίου 2017. Η πορεία αυτή συνεπάγεται σταδιακή υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ σε 0,98 δολάρια ΗΠΑ ανά ευρώ το 2019, δηλαδή 7,6% χαμηλότερα από την υπόθεση του βασικού σεναρίου για αυτό το έτος. Οι αντίστοιχες υποθέσεις για την ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ αντανakλούν τις ιστορικές κανονικότητες, σύμφωνα με τις οποίες οι μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου ΗΠΑ αντιστοιχούν σε μεταβολές της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ με ελαστικότητα 52% περίπου. Αυτή η υπόθεση έχει ως αποτέλεσμα μια σταδιακή απόκλιση προς τα κάτω της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ από την υπόθεση του βασικού σεναρίου και τη διαμόρφωσή της σε επίπεδο 4% κάτω από ό,τι υποθέτει το βασικό σενάριο για το 2019. Σε αυτό το εναλλακτικό σενάριο, ο μέσος όρος των αποτελεσμάτων διαφόρων μακροοικονομικών υποδειγμάτων των εμπειρογνομόνων υποδεικνύει υψηλότερο ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ (κατά 0,1-0,3 της ποσοστιαίας μονάδας ετησίως) και υψηλότερο πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) (κατά 0,1 της ποσοστιαίας μονάδας το 2017 και κατά 0,3-0,4 της ποσοστιαίας μονάδας το 2018 και το 2019).

3) Σενάρια πολιτικής υπό τη νέα κυβέρνηση των ΗΠΑ – συνέπειες όσον αφορά τις προοπτικές για τις ΗΠΑ, την παγκόσμια οικονομία και τη ζώνη του ευρώ

Η πρόταση πολιτικής που προωθεί το ρεπουμπλικανικό κόμμα στις ΗΠΑ για τη φορολόγηση των εσόδων των επιχειρήσεων με κριτήριο την εγχώρια πώληση των προϊόντων (destination-based border-adjusted cash flow tax - DBCFT) θα συνιστούσε ριζική αναμόρφωση του αμερικανικού συστήματος φορολογίας των επιχειρήσεων, η οποία θα είχε σημαντικές συνέπειες για τις προοπτικές της οικονομίας της χώρας, με έμμεσες επιδράσεις παγκοσμίως και στη ζώνη του ευρώ.¹⁰ Το σενάριο αυτό πραγματεύεται τον πιθανό αντίκτυπο της προτεινόμενης φορολογικής μεταρρύθμισης στην οικονομία των ΗΠΑ, στην παγκόσμια οικονομία και στην οικονομία της ζώνης του ευρώ.

Η πρόταση πολιτικής περιλαμβάνει τέσσερα κύρια στοιχεία: (i) διασυνοριακή προσαρμογή, δηλ. από το φορολογητέο εισόδημα εκπίπτουν οι εξαγωγικές εισπράξεις και παύει να εκπίπτει το κόστος των εισαγωγών, (ii) μετάβαση από σύστημα βασιζόμενο στην προέλευση του εισοδήματος (όπου οι επιχειρήσεις φορολογούνται για εισόδημα που προέρχεται από στοιχεία ενεργητικού διακρατούμενα στις ΗΠΑ) προς ένα σύστημα βασιζόμενο στον προορισμό (όπου οι επιχειρήσεις φορολογούνται μόνο για τα κέρδη που πραγματοποιούν από πωλήσεις στις ΗΠΑ). Αυτό συνεπάγεται ότι στο εξής τα κέρδη από πωλήσεις εκτός των Ηνωμένων Πολιτειών δεν θα φορολογούνται, ανεξάρτητα από το πού βρίσκονται τα στοιχεία ενεργητικού της επιχείρησης. Αυτή η αλλαγή θα μπορούσε να μειώσει τα κίνητρα για μεταφορά κερδών σε «φορολογικούς παραδείσους» και να αυξήσει τα κίνητρα των επιχειρήσεων να πραγματοποιούν φορολογητέο εισόδημα στις ΗΠΑ, (iii) μείωση του συντελεστή φορολογίας εισοδήματος των επιχειρήσεων από 35% σε 20% και (iv) φορολογικά κίνητρα για νέες επενδύσεις στις Ηνωμένες Πολιτείες. Αυτό καθιστά δυνατή την πλήρη έκπτωση των επενδυτικών δαπανών και την κατάργηση της έκπτωσης των πληρωμών τόκων από τη βάση του φόρου εισοδήματος.

¹⁰ Βλ. το έγγραφο "A better way – our vision for a confident America", 24 Ιουνίου 2016, στη διεύθυνση https://abetterway.speaker.gov/_assets/pdf/ABetterWay-Tax-PolicyPaper.pdf

Η πρωμοδότηση των εξαγωγέων και η φορολόγηση των εισαγωγέων θα επέφεραν σημαντική βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των ΗΠΑ και μείωση της ζήτησης εισαγωγών στις ΗΠΑ, εξελίξεις που θα οδηγούσαν σε άνοδο του αμερικανικού ΑΕΠ. Ωστόσο, είναι πιθανόν ότι αυτή θα αντισταθμιζόταν εν μέρει από την ανατίμηση του δολαρίου ΗΠΑ. Ταυτόχρονα, ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ θα αυξανόταν, καθώς οι εισαγωγείς θα μετακύλιαν στις εγχώριες τιμές μέρος του πρόσθετου κόστους από την υψηλότερη φορολογία και καθώς η ισχυρότερη οικονομική δραστηριότητα και η αυξημένη απασχόληση θα οδηγούσαν σε ενίσχυση των εγχώριων μισθών. Η άνοδος του πληθωρισμού θα μπορούσε, ωστόσο, να οδηγήσει σε υποχώρηση της πραγματικής ιδιωτικής κατανάλωσης. Συνολικά, η φορολογική μεταρρύθμιση θα μπορούσε να οδηγήσει σε εξισορρόπηση της αμερικανικής οικονομίας μέσω της μείωσης του εμπορικού της ελλείμματος, ενώ η ευημερία των καταναλωτών στη χώρα ενδέχεται να υποχωρήσει λόγω της μειωμένης κατανάλωσης των νοικοκυριών.

Οι έμμεσες επιδράσεις στον υπόλοιπο κόσμο θα ήταν αρνητικές ως αποτέλεσμα του σημείου (ii) παραπάνω. Θα μπορούσαν να παρατηρηθούν δύο αντίρροπα φαινόμενα, τα οποία θα επηρέαζαν την εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών των ΗΠΑ. Αφενός, η τόνωση της οικονομίας μέσω του χαμηλότερου φορολογικού συντελεστή θα οδηγούσε σε αύξηση της ζήτησης στις ΗΠΑ και, κατά συνέπεια, των εισαγωγών. Αφετέρου, λόγω του νέου φόρου επί των εισαγωγών στις ΗΠΑ, τα αγαθά και οι υπηρεσίες που παράγονται εκτός της χώρας θα ήταν λιγότερο ανταγωνιστικά στις Ηνωμένες Πολιτείες. Συνολικά, εφόσον δεν αντισταθμιστούν πλήρως από τις κινήσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας, οι στρεβλώσεις του εμπορίου που εισάγονται με την εν λόγω ρύθμιση πιθανώς θα υπεραντιστάθμιζαν τη θετική επίδραση της τόνωσης της οικονομίας στις εισαγωγές στις ΗΠΑ.

Σε ένα σενάριο συντονισμένων αντίμετρων έναντι αυτής της ρύθμισης των ΗΠΑ, το παγκόσμιο εμπόριο θα παρουσίαζε σημαντικά εντονότερη μείωση, ενώ η ευνοϊκή επίδραση στην οικονομία των ΗΠΑ θα εξαλειφόταν. Λαμβανομένης υπόψη της σημαντικά αρνητικής επίδρασης που θα ασκούσε στην παγκόσμια οικονομία η επιβολή της εν λόγω ρύθμισης, κρίνεται πιθανή η υιοθέτηση αντίμετρων κατά των Ηνωμένων Πολιτειών. Εάν υλοποιηθεί αυτό το ενδεχόμενο, για παράδειγμα μέσω της επιβολής δασμών επί των αμερικανικών προϊόντων που εξάγονται στον υπόλοιπο κόσμο, ο ρυθμός αύξησης του αμερικανικού ΑΕΠ θα επηρεαζόταν αρνητικά λόγω της απώλειας της ανταγωνιστικότητας τιμών. Ωστόσο, ο θετικός αντίκτυπος της μείωσης του εγχώριου συντελεστή φορολογίας στην οικονομική δραστηριότητα στις ΗΠΑ θα μπορούσε να αντισταθμίσει τον αρνητικό αντίκτυπο των εμπορικών αντίμετρων. Εντούτοις, το παγκόσμιο εμπόριο θα σημείωνε σημαντικά εντονότερη υποχώρηση στο πλαίσιο αυτού του σεναρίου.

Όσον αφορά τις έμμεσες επιδράσεις στη ζώνη του ευρώ, η καθαρή επίδραση στην οικονομία εξαρτάται από την ισχύ των διαύλων μετάδοσης της διαταραχής που θα προκαλούσε η πολιτική των ΗΠΑ, τις παγκόσμιες έμμεσες επιδράσεις της και τις αντιδράσεις πολιτικής από τις άλλες χώρες. Εάν δεν υπάρξουν αντίμετρα, η επίδραση στο ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ θα είναι σαφώς αρνητική. Οι όροι εμπορίου για όλους τους εμπορικούς εταίρους των ΗΠΑ, συμπεριλαμβανομένης της ζώνης του ευρώ, θα επιδεινωθούν. Συνολικά, θα μειωνόταν η εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ και οι τιμές των ανταγωνιστών θα ήταν χαμηλότερες, γεγονός που θα σήμαινε επιδείνωση της ζήτησης εξαγωγών για τη ζώνη του ευρώ.

Στην περίπτωση υιοθέτησης αντίμετρων κατά των Ηνωμένων Πολιτειών, ο αρνητικός αντίκτυπος στο ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ θα ήταν μικρότερος. Η επίδραση που θα ασκούσε

στην ανταγωνιστικότητα η επιδότηση των εξαγωγών στην οικονομία των ΗΠΑ θα μπορούσε, ως έναν βαθμό, να αντισταθμιστεί από τη διμερή επιβολή εισαγωγικών δασμών από άλλες χώρες. Και πάλι όμως, η άμεση αρνητική επίδραση από τη μειωμένη ζήτηση εισαγωγών στις ΗΠΑ, σε συνδυασμό με τις αρνητικές επιδράσεις στην ανάπτυξη στον υπόλοιπο κόσμο, θα οδηγούσε πιθανόν σε μείωση της εξωτερικής ζήτησης προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ και του ΑΕΠ της.

Οι έμμεσες επιδράσεις σε παγκόσμιο επίπεδο θα μπορούσαν να επιταθούν αν οι έντονες κινήσεις του δολαρίου ΗΠΑ και οι δυσμενέστερες χρηματοπιστωτικές συνθήκες οδηγήσουν σε σοβαρή χρηματοπιστωτική πίεση στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές. Τα σενάρια που περιγράφονται παραπάνω υποθέτουν ότι η ανατίμηση του δολαρίου ΗΠΑ θα είναι περιορισμένη και δεν θα υπάρξουν περαιτέρω έμμεσες επιδράσεις στις χρηματοπιστωτικές συνθήκες στις αναδυόμενες αγορές. Σε περίπτωση που η ανατίμηση του δολαρίου ΗΠΑ οδηγήσει σε σοβαρή χρηματοπιστωτική πίεση σε αυτές τις οικονομίες, οι παγκόσμιες έμμεσες επιδράσεις θα μπορούσαν να είναι πολύ πιο αρνητικές.

Πλαίσιο 5

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 προβολές για τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ και για τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ), που είναι επί του παρόντος διαθέσιμες από άλλους οργανισμούς, βρίσκονται συνολικά εντός των διαστημάτων που περιβάλλουν τις προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ (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)		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Προβολές εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ	Μάρτιος 2017	1,8	1,7	1,6	1,7	1,6	1,7
		[1,5-2,1]	[0,7-2,7]	[0,5-2,7]	[1,4-2,0]	[0,9-2,3]	[0,8-2,6]
Ευρωπαϊκή Επιτροπή	Φεβρουάριος 2017	1,6	1,8	-	1,7	1,4	-
ΟΟΣΑ	Μάρτιος 2017/ Νοέμβριος 2016	1,6	1,6	-	1,2	1,4	-
Βαρόμετρο της ζώνης του ευρώ	Φεβρουάριος 2017	1,5	1,6	1,4	1,5	1,5	1,6
Προβλέψεις της Consensus Economics	Φεβρουάριος 2017	1,6	1,5	1,3	1,6	1,4	1,6
Έρευνα μεταξύ των Επαγγελματιών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων	Ιανουάριος 2017	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5	1,6
ΔΝΤ	Ιανουάριος 2017/ Οκτώβριος 2016	1,6	1,6	-	1,1	1,3	1,5

Πηγές: Ευρωπαϊκές Οικονομικές Προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Χειμώνας 2017· ΔΝΤ, World Economic Outlook, επικαιροποιημένη έκδοση Ιανουαρίου 2017 (πραγματικό ΑΕΠ)· ΔΝΤ, World Economic Outlook, Οκτώβριος 2016 (ΕνΔΤΚ)· ΟΟΣΑ, Interim Economic Outlook, Μάρτιος 2017 (πραγματικό ΑΕΠ)· ΟΟΣΑ, Economic Outlook, Νοέμβριος 2016 (ΕνΔΤΚ)· Προβλέψεις της Consensus Economics, Φεβρουάριος 2017· MJEconomics για το Βαρόμετρο της Ζώνης του Ευρώ, Φεβρουάριος 2017· και Έρευνα της ΕΚΤ μεταξύ των Επαγγελματιών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων, Ιανουάριος 2017.
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, 2017

Ταχυδρομική διεύθυνση: 60640 Frankfurt am Main, Germany
Τηλέφωνο: +49 69 1344 0
Δικτυακός τόπος: www.ecb.europa.eu

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

ISSN 2529-4458 (pdf)
Αριθμός καταλόγου ΕΕ QB-CE-17-001-EL-N (pdf)