



ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

Πλαίσιο

ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΡΟΒΟΛΕΣ ΕΜΠΕΙΡΟΓΝΩΜΟΝΩΝ ΤΗΣ ΕΚΤ ΓΙΑ ΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Οι εμπειρογνώμονες της ΕΚΤ κατάρτισαν προβολές για τις μακροοικονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ, με βάση τα στοιχεία που ήταν διαθέσιμα έως τις 23 Φεβρουαρίου 2007.¹ Ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ θα διαμορφωθεί, βάσει των προβολών, μεταξύ 2,1% και 2,9% το 2007 και μεταξύ 1,9% και 2,9% το 2008. Ο μέσος ρυθμός αύξησης του συνολικού Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) θα διαμορφωθεί, βάσει των προβολών, μεταξύ 1,5% και 2,1% το 2007 και μεταξύ 1,4% και 2,6% το 2008.

Τεχνικές υποθέσεις όσον αφορά τα επιτόκια, τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, τις τιμές του πετρελαίου και τις δημοσιονομικές πολιτικές

Οι τεχνικές υποθέσεις που αφορούν τα επιτόκια, καθώς και τις τιμές του πετρελαίου και των βασικών εμπορευμάτων πλην της ενέργειας βασίζονται στις προσδοκίες της αγοράς, σύμφωνα με στοιχεία έως και τις 13 Φεβρουαρίου 2007. Όσον αφορά τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια, μετρούμενα με το EURIBOR τριών μηνών, οι προσδοκίες της αγοράς μετρούνται με τα προθεσμιακά επιτόκια, τα οποία αποτυπώνουν την εικόνα της καμπύλης αποδόσεων στις 13 Φεβρουαρίου 2007.² Αυτή η εικόνα υποδηλώνει αύξηση από 3,8% στα μέσα Φεβρουαρίου σε 4,2% κατά μέσο όρο το 2007 και 4,3% κατά μέσο όρο το 2008. Οι προσδοκίες της αγοράς για τις ονομαστικές αποδόσεις των 10ετών ομολόγων του Δημοσίου στη ζώνη του ευρώ υποδηλώνουν σχετική σταθερότητα γύρω από το επίπεδο που καταγράφηκε στα μέσα Φεβρουαρίου (4,1%), με μέσο όρο 4,2% το 2007 και το 2008. Όπως προκύπτει από τις εξελίξεις στις αγορές συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης κατά το διάστημα δύο εβδομάδων που έληξε στις 13 Φεβρουαρίου 2007, οι μέσες ετήσιες τιμές του πετρελαίου αναμένεται, βάσει των υποθέσεων, να διαμορφωθούν στα 59,9 δολάρια το βαρέλι το 2007 και στα 63,4 δολάρια το βαρέλι το 2008. Η μέση ετήσια αύξηση των τιμών των βασικών εμπορευμάτων πλην της ενέργειας σε δολάρια ΗΠΑ θα είναι, βάσει των υποθέσεων, 14,5% το 2007 και 5,0% το 2008.

Διατυπώνεται η τεχνική υπόθεση ότι οι διμερείς συναλλαγματικές ισοτιμίες θα παραμείνουν αμετάβλητες στο χρονικό ορίζοντα προβολής στα μέσα επίπεδα που επικρατούσαν το διάστημα δύο εβδομάδων που έληξε στις 13 Φεβρουαρίου 2007. Αυτό συνεπάγεται ότι η συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ/δολαρίου θα είναι 1,30 και ότι η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ θα είναι υψηλότερη κατά 1,7% σε σχέση με το μέσο όρο του 2006.

Οι υποθέσεις για τη δημοσιονομική πολιτική βασίζονται στα εθνικά σχέδια προϋπολογισμών σε κάθε χώρα-μέλος της ζώνης του ευρώ και περιλαμβάνουν όλα τα μέτρα πολιτικής που έχουν ήδη εγκριθεί από τα κοινοβούλια ή έχουν προσδιοριστεί λεπτομερώς και πιθανότατα θα εγκριθούν νομοθετικά.

Υποθέσεις όσον αφορά το διεθνές περιβάλλον

Το εξωτερικό περιβάλλον της ζώνης του ευρώ αναμένεται να παραμείνει ευνοϊκό στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Ενώ η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ στις ΗΠΑ εκτιμάται, σύμφωνα με τις προβολές, ότι θα επιβραδυνθεί κατά τι σε σύγκριση με τα τελευταία έτη, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ στις αναδυόμενες

¹ Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομώνων της ΕΚΤ συμπληρώνουν τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομώνων του Ευρωσυστήματος οι οποίες καταρτίζονται δύο φορές ετησίως από κοινού από εμπειρογνώμονες της ΕΚΤ και των εθνικών κεντρικών τραπεζών της ζώνης του ευρώ. Οι τεχνικές που χρησιμοποιούνται είναι συμβατές με εκείνες που χρησιμοποιούνται στις προβολές των εμπειρογνομώνων του Ευρωσυστήματος, όπως παρουσιάζονται στο έντυπο «A guide to the Eurosystem staff macroeconomic projection exercises», ΕΚΤ, Ιούνιος 2001. Προκειμένου να εκφραστεί η αβεβαιότητα που χαρακτηρίζει τις προβολές, τα αποτελέσματα για κάθε μεταβλητή παρουσιάζονται υπό τη μορφή διαστημάτων. Τα διαστήματα αυτά βασίζονται στη διαφορά μεταξύ των πραγματοποιήσεων και των προηγούμενων προβολών που είχαν καταρτιστεί επί σειρά ετών. Το εύρος κάθε διαστήματος είναι διπλάσιο από το μέσο όρο της διαφοράς, σε απόλυτες τιμές.

² Το παρόν Πλαίσιο περιλαμβάνει μεθοδολογική σημείωση σχετικά με τις πιθανές διαφορές μεταξύ των υποθέσεων για τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς οι οποίες χρησιμοποιούνται στις προβολές και των επιτοκίων των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του EURIBOR.

οικονομίες της Ασίας θα παραμείνει αρκετά πάνω από τον παγκόσμιο μέσο όρο, ενώ η ανάπτυξη θα εξακολουθήσει να είναι δυναμική και στις περισσότερες άλλες μεγάλες οικονομίες.

Συνολικά, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου πραγματικού ΑΕΠ εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται, βάσει των προβολών, να διαμορφωθεί σε 5,1% περίπου κατά μέσο όρο το 2007 και 5,0% το 2008. Ο ρυθμός ανάπτυξης στις εξωτερικές αγορές προορισμού των εξαγωγών της ζώνης του ευρώ αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να διαμορφωθεί γύρω στο 5,5% το 2007 και 6,9% το 2008.

Προβολές για την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ

Μετά τη εξαιρετικά υψηλή αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ το 2006 και την πρώτη εκτίμηση της Eurostat για το τέταρτο τρίμηνο του έτους, η οποία υποδηλώνει τριμηνιαίο ρυθμό αύξησης 0,9%, το ΑΕΠ θα αυξηθεί, βάσει των προβολών, με τριμηνιαίους ρυθμούς γύρω στο 0,6%. Στο πλαίσιο αυτό, σύμφωνα με τις προβολές, ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ θα είναι μεταξύ 2,1% και 2,9% το 2007 και μεταξύ 1,9% και 2,9% το 2008. Από τους κυριότερους παράγοντες που συμβάλλουν σε αυτή την εξέλιξη, η αύξηση των εξαγωγών αναμένεται να συνεχίσει να στηρίζει την οικονομική δραστηριότητα, παρά κάποια μείωση της ανταγωνιστικότητας, καθώς η εξωτερική ζήτηση θα συνεχίσει, βάσει των υποθέσεων, να αυξάνεται με έντονο ρυθμό. Η ιδιωτική κατανάλωση θα αυξηθεί, βάσει των προβολών, σε γενικές γραμμές παράλληλα με το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα, το οποίο αναμένεται να ωφεληθεί ιδίως από τις βελτιώσεις στην αγορά εργασίας. Οι συνολικές επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου θα συνεχίσουν, βάσει των προβολών, να καταγράφουν υψηλό ρυθμό αύξησης σε ένα περιβάλλον που εξακολουθεί να χαρακτηρίζεται από ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης, υψηλή κερδοφορία και ευνοϊκές προοπτικές για τη ζήτηση.

Πίνακας Α Μακροοικονομικές προβολές για τη ζώνη του ευρώ

(μέσες ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)^{1), 2)}

| | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|------|---------|---------|
| ΕνΔΤΚ | 2,2 | 1,5-2,1 | 1,4-2,6 |
| Πραγματικό ΑΕΠ | 2,8 | 2,1-2,9 | 1,9-2,9 |
| Ιδιωτική κατανάλωση | 2,0 | 1,8-2,4 | 1,6-3,0 |
| Δημόσια κατανάλωση | 2,3 | 0,8-1,8 | 1,0-2,0 |
| Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου | 4,9 | 2,4-5,0 | 1,9-5,1 |
| Εξαγωγές (αγαθά και υπηρεσίες) | 8,3 | 4,7-7,7 | 4,1-7,3 |
| Εισαγωγές (αγαθά και υπηρεσίες) | 7,9 | 3,7-7,1 | 4,2-7,6 |

1) Για κάθε μεταβλητή και χρονικό ορίζοντα προβολής, το εύρος των διαστημάτων βασίζεται στη μέση απόλυτη διαφορά μεταξύ πραγματοποιήσεων και παλαιότερων προβολών των κεντρικών τραπεζών της ζώνης του ευρώ. Οι προβολές για το πραγματικό ΑΕΠ και τις συνιστώσες του αναφέρονται σε στοιχεία διορθωμένα ως προς τον αριθμό των εργασιμων ημερών. Οι προβολές για τις εξαγωγές και τις εισαγωγές περιλαμβάνουν το εμπόριο εντός της ζώνης του ευρώ.

2) Η Σλοβενία περιλαμβάνεται στις προβολές για τη ζώνη του ευρώ από το 2007. Οι ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές για το 2007 βασίζονται στη σύνθεση της ζώνης του ευρώ που περιλαμβάνει τη Σλοβενία ήδη από το 2006. Η στάθμιση της Σλοβενίας στο ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ είναι 0,3% περίπου.

Προβολές για τις τιμές και το κόστος

Ο μέσος ρυθμός ανόδου του συνολικού ΕνΔΤΚ εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί μεταξύ 1,5% και 2,1% το 2007 και μεταξύ 1,4% και 2,6% το 2008. Σύμφωνα με τις υποθέσεις σχετικά με τις τιμές του πετρελαίου, όπως προκύπτουν από τις σημερινές τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου, η συμβολή των αυξήσεων των τιμών της ενέργειας και των τιμών των βασικών εμπορευμάτων πλην του πετρελαίου στην εξέλιξη των τιμών καταναλωτή αναμένεται να είναι σχετικά περιορισμένης σημασίας. Ταυτόχρονα, οι προβολές βασίζονται στην

προσδοκία ότι οι μισθολογικές αυξήσεις θα σημειώσουν κάποια επιτάχυνση στο χρονικό ορίζοντα προβολής. Καθώς ο ρυθμός αύξησης της παραγωγικότητας αναμένεται, βάσει των προβολών, να παραμείνει σχετικά σταθερός, αυτό υποδηλώνει την εκτίμηση ότι το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος θα αυξηθεί στο χρονικό ορίζοντα προβολής. Ένας σημαντικός παράγοντας που θα επηρεάσει τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔTK) το 2007 είναι οι υψηλότεροι έμμεσοι φόροι (με συμβολή 0,5 της εκατοστιαίας μονάδας στον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔTK) για το σύνολο της ζώνης του ευρώ). Αντιθέτως, για το 2008, στις προβολές δεν περιλαμβάνονται επί του παρόντος επιδράσεις από τους έμμεσους φόρους. Τέλος, οι προβολές για τον ΕνΔTK βασίζονται στις προσδοκίες ότι τα περιθώρια κέρδους θα εξακολουθήσουν να αυξάνονται, αν και με ελαφρώς φθίνοντα ρυθμό.

Σύγκριση με τις προβολές του Δεκεμβρίου 2006

Σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος που δημοσιεύθηκαν στο Μηνιαίο Δελτίο του Δεκεμβρίου 2006, τα διαστήματα για το ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ το 2007 και το 2008 έχουν αναθεωρηθεί ελαφρώς προς τα άνω, αντανακλώντας κυρίως τη θετική μεταβολή του ΑΕΠ το δεύτερο εξάμηνο του 2006 και τις χαμηλότερες –σε σύγκριση με τις προηγούμενες υποθέσεις– τιμές της ενέργειας.

Τα νέα διαστήματα για τον ετήσιο ρυθμό αύξησης του συνολικού ΕνΔTK για το 2007 βρίσκονται πιο κοντά στο κάτω άκρο του διαστήματος των προβολών του Δεκεμβρίου 2006, αντανακλώντας κυρίως την υπόθεση χαμηλότερων τιμών της ενέργειας. Το διάστημα για το 2008 μετατοπίστηκε προς τα άνω, αντανακλώντας την υπόθεση ελαφρά εντονότερων μισθολογικών πιέσεων σε σχέση με τις προβολές του Δεκεμβρίου 2006.

Πίνακας Β Σύγκριση με τις προβολές του Δεκεμβρίου 2006

(μέσες ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

| | 2006 | 2007 | 2008 |
|----------------------------------|---------|---------|---------|
| Πραγματικό ΑΕΠ – Δεκέμβριος 2006 | 2,5-2,9 | 1,7-2,7 | 1,8-2,8 |
| Πραγματικό ΑΕΠ – Μάρτιος 2007 | 2,8 | 2,1-2,9 | 1,9-2,9 |
| ΕνΔTK – Δεκέμβριος 2006 | 2,1-2,3 | 1,5-2,5 | 1,3-2,5 |
| ΕνΔTK – Μάρτιος 2007 | 2,2 | 1,5-2,1 | 1,4-2,6 |

Μεθοδολογική σημείωση σχετικά με τις υποθέσεις για τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια οι οποίες χρησιμοποιούνται στις προβολές

Οι υποθέσεις για τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς οι οποίες χρησιμοποιούνται στις μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος/της ΕΚΤ αφορούν τα προθεσμιακά επιτόκια τριών μηνών όπως υπολογίζονται με βάση μια καμπύλη αποδόσεων ομολόγων χωρίς τοκομερίδιο εκτιμώμενη σύμφωνα με τη μέθοδο Nelson-Siegel-Svensson, μια μέθοδο που χρησιμοποιούν συχνά οι κεντρικές τράπεζες για να εκτιμήσουν καμπύλες αποδόσεων.³

Οι εν λόγω υποθέσεις μπορούν λοιπόν να αποκλίνουν κάπως από τα επιτόκια των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του EURIBOR, τα οποία χρησιμοποιούνται συχνά από τους συμμετέχοντες στην αγορά ως δείκτες της μελλοντικής εξέλιξης των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Η ΕΚΤ επέλεξε να χρησιμοποιεί τα προθεσμιακά επιτόκια επειδή η ρευστότητα των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του EURIBOR δεν υπερβαίνει τον ορίζοντα των τριών ετών και για ορισμένες προσομοιώσεις βάσει υποδειγμάτων απαιτείται η πλήρης πορεία των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων με ορίζοντα έως δέκα ετών. Επιπλέον, για να υπολογιστούν με συνέπεια οι υποθέσεις που αφορούν τα βραχυπρόθεσμα και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια απαιτείται η πλήρης καμπύλη αποδόσεων με διάρκειες έως δέκα ετών.

³ Βλ. “Zero-coupon yield curves: technical documentation”, BIS Papers No 25, Bank for International Settlements, 2005.

Οι διαφορές μεταξύ προθεσμιακών επιτοκίων και επιτοκίων των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης οφείλονται κυρίως στους διαφορετικούς συμβατικούς τρόπους διατύπωσης των επιτοκίων των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του EURIBOR και των επιτοκίων των πράξεων ανταλλαγής ομολόγων χωρίς τοκομερίδιο του Reuters με βάση τα οποία εκτιμάται μια καμπύλη επιτοκίων της ζώνης του ευρώ με τη μέθοδο Nelson-Siegel-Svensson. Οι διαφορές αφορούν ιδίως την περιοδικότητα του ανατοκισμού και τη χρονική βάση υπολογισμού των τόκων.

Όσον αφορά την περιοδικότητα του ανατοκισμού, τα επιτόκια που αναφέρονται σε περίοδο μικρότερη του ενός έτους, π.χ. τα προθεσμιακά επιτόκια τριών μηνών, συνήθως εκφράζονται σε ετήσιους όρους και, ως εκ τούτου, απαιτείται αναγωγή σε ετήσια βάση. Τα προθεσμιακά επιτόκια που χρησιμοποιούνται από τους εμπειρογνώμονες της ΕΚΤ υπολογίζονται ως σύνθετα (εξ ανατοκισμού) επιτόκια, δηλαδή συμπεριλαμβάνουν και «τόκους τόκων». Αντίθετα, τα επιτόκια EURIBOR διατυπώνονται ως απλά επιτόκια. Τα απλά επιτόκια είναι χαμηλότερα (κατά περίπου 5 μονάδες βάσης για το σημερινό επίπεδο των επιτοκίων) από ό,τι τα συγκρίσιμα σύνθετα επιτόκια.

Μία ακόμη συμβατική μέθοδος με τα επιτόκια αφορά τη διάρκεια του έτους. Τα επιτόκια πράξεων ανταλλαγής ομολόγων χωρίς τοκομερίδιο του Reuters υπολογίζονται με βάση τον πραγματικό αριθμό ημερών της τοκοφόρου περιόδου επί έτους 365 ημερών ή 366 όταν είναι δίσεκτο (“actual/actual”). Αντίθετα, τα επιτόκια EURIBOR υπολογίζονται με βάση τις πραγματικές ημέρες επί έτους 360 ημερών (“actual/360”). Για το λόγο αυτό είναι ελαφρώς χαμηλότερα (κατά 6 μονάδες βάσης επί του παρόντος) από τα συγκρίσιμα επιτόκια των πράξεων ανταλλαγής ομολόγων χωρίς τοκομερίδιο.

Συνολικά, λόγω των διαφορετικών συμβατικών μεθόδων διατύπωσης των επιτοκίων, οι υποθέσεις για τα επιτόκια που χρησιμοποιούνται στις προβολές είναι περίπου 10 μονάδες βάσης υψηλότερες από ό,τι –με τα σημερινά δεδομένα– τα επιτόκια των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του EURIBOR. Σε αυτό το πλαίσιο, είναι σημαντικό να υπογραμμιστεί εκ νέου ότι οι υποθέσεις για τα επιτόκια προκύπτουν με μηχανικούς υπολογισμούς από την καμπύλη αποδόσεων και δεν περιέχουν αξιολογικούς παράγοντες.

© Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2007
Διεύθυνση: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Germany
Ταχυδρομική διεύθυνση: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Germany
Τηλέφωνο: +49 69 1344 0
Φαξ: +49 69 1344 6000
Δικτυακός τόπος: <http://www.ecb.int>

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