



ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΡΟΒΟΛΕΣ ΕΜΠΕΙΡΟΓΝΩΜΟΝΩΝ ΤΗΣ ΕΚΤ ΓΙΑ ΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΤΟΥ ΜΑΡΤΙΟΥ 2015¹

1. ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΓΙΑ ΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ: ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΑΙ ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

Η οικονομική ανάκαμψη παρουσίασε κάποια σταδιακή βελτίωση το β' εξάμηνο του 2014 και, σε ό,τι αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, διάφοροι παράγοντες αναμένεται, βάσει των προβολών, να ενισχύσουν την οικονομική δραστηριότητα της ζώνης του ευρώ. Πρώτον, η απότομη πτώση των τιμών του πετρελαίου θα οδηγήσει σε σημαντική αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος και τα νοικοκυριά αναμένεται να δαπανήσουν σημαντικό μέρος από το πρόσθετο αυτό εισόδημά τους. Δεύτερον, στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ θα στηρίζεται ολοένα περισσότερο από τη σταδιακή ενίσχυση της εξωτερικής ζήτησης και από τον αντίκτυπο της υποτίμησης του ευρώ.

Τα μέτρα νομισματικής πολιτικής που έλαβε πρόσφατα το Διοικητικό Συμβούλιο αναμένεται επίσης να στηρίζουν σημαντικά την οικονομική δραστηριότητα σε βραχυμεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Η εγχώρια ζήτηση και, ειδικότερα, οι επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου αναμένεται να ωφεληθούν από τη διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής και ιδίως από το διευρυνμένο πρόγραμμα αγοράς περιουσιακών στοιχείων της ΕΚΤ. Τα πρόσφατα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής αναμένεται να στηρίξουν την εγχώρια ζήτηση ως αποτέλεσμα των επιδράσεων τους στα επιτόκια, στη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ και στις τιμές των μετοχών, καθώς και μέσω άλλων σημαντικών χρηματοπιστωτικών διαύλων (βλ. Πλαίσιο 1).

Άλλοι εγχώριοι παράγοντες αναμένεται να στηρίξουν την οικονομική δραστηριότητα στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Η εγχώρια ζήτηση θα πρέπει να ωφεληθεί από κάποια βελτίωση των συνθηκών της προσφοράς πιστώσεων, όπως δείχνουν τα πρόσφατα αποτελέσματα της έρευνας για τις τραπεζικές χορηγήσεις, τα οποία καταδεικνύουν καθαρή χαλάρωση των πιστοδοτικών κριτηρίων. Η ανασταλτική επίδραση στις επιχειρηματικές επενδύσεις λόγω της ανάγκης για απομόχλευση στον επιχειρηματικό τομέα έχει επίσης μειωθεί. Επιπλέον, η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής αναμένεται να παραμείνει ουδέτερη στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

Ωστόσο, η δυσμενής επίδραση ορισμένων άλλων παραγόντων είναι πιθανόν να μειωθεί μόνο σταδιακά. Σε αντίθεση με τον επιχειρηματικό τομέα, τα ιδιωτικά νοικοκυριά και ο τομέας της γενικής κυβέρνησης δεν έχουν ακόμη επιτύχει σημαντική αποκλιμάκωση των λόγων του χρέους τους προς τα εισοδήματά τους. Επιπλέον, οι εξελίξεις στις αγορές εργασίας –ενώ γενικά παρουσιάζουν βελτίωση– θα εξακολουθήσουν να επηρεάζονται αρνητικά από τα υψηλά ποσοστά ανεργίας, κυρίως σε ορισμένες χώρες που αντιμετωπίζουν δυσχέρειες. Επιπροσθέτως, οι ανησυχίες σχετικά με το μακροπρόθεσμο δυναμικό ρυθμό ανάπτυξης και το εναπομένον αναξιποίητο παραγωγικό δυναμικό σε διάφορες χώρες θα εξακολουθήσουν να επηρεάζουν αρνητικά τις επενδυτικές δαπάνες.

¹ Οι μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ συμβάλλουν στην αξιολόγηση που διενεργεί το Διοικητικό Συμβούλιο για τις οικονομικές εξελίξεις και τους κινδύνους διατάραξης της σταθερότητας των τιμών. Πληροφορίες για τις διαδικασίες και τις τεχνικές που χρησιμοποιούνται παρέχονται στο 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 παρούσες προβολές ήταν η 20ή Φεβρουαρίου 2015.

Οι παρούσες μακροοικονομικές προβολές καλύπτουν την περίοδο 2015-2017. Ωστόσο, 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.

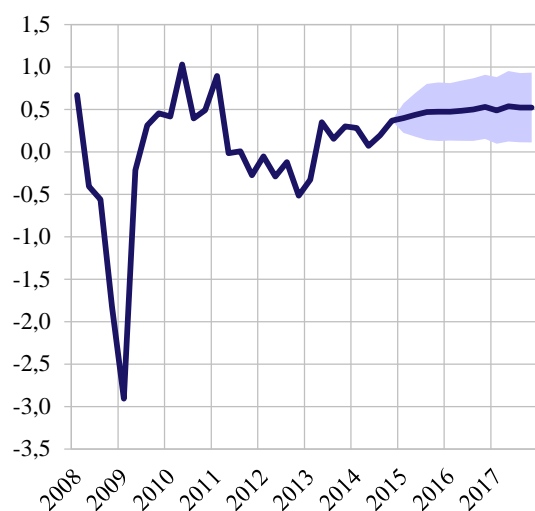
Συνολικά, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ θα επιταχυνθεί, σύμφωνα με τις προβολές, σε 1,5% το 2015, από 0,9% το 2014, και σε 1,9% το 2016 και 2,1% το 2017. Αντιθέτως, ο ρυθμός αύξησης του δυνητικού προϊόντος εκτιμάται ότι θα παραμείνει μάλλον μέτριος, καθώς η συμβολή της εργασίας και του κεφαλαίου παραμένει χαμηλή λόγω της υψηλής διαρθρωτικής ανεργίας και έπειτα από μια μακρά περίοδο ασθενούς ανόδου των επενδύσεων. Αυτό υποδηλώνει ότι το εκτιμώμενο αρνητικό παραγωγικό κενό θα μειώνεται σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

Διάγραμμα 1 Μακροοικονομικές προβολές¹⁾

(τριμηνιαία στοιχεία)

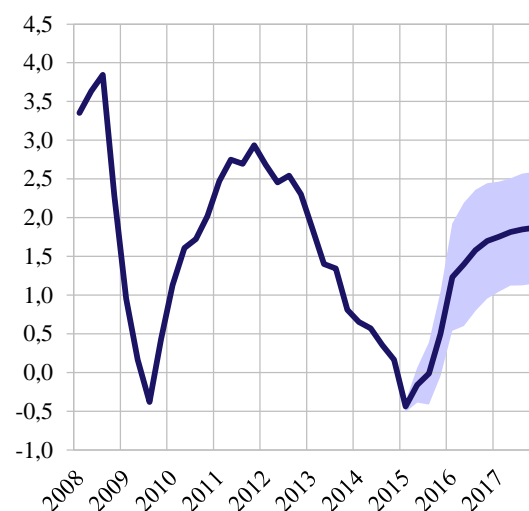
Πραγματικό ΑΕΠ ζώνης ευρώ²⁾

(τριμηνιαίες εκατοστιαίες μεταβολές)



ΕνΔΤΚ ζώνης ευρώ

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)



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

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

Αντανακλώντας κυρίως την πτώση των τιμών του πετρελαίου, ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) έχει καταγράψει αρνητικούς ρυθμούς τους τελευταίους μήνες. Η χαμηλότερη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ είχε μόνο μικρή αντισταθμιστική επίδραση στην ισχυρή πτώση των τιμών του πετρελαίου εκφρασμένων σε δολάρια ΗΠΑ. Ο πληθωρισμός άλλων συνιστωσών του ΕνΔΤΚ έχει επίσης μειωθεί ελαφρώς τους τελευταίους μήνες.

Ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται, βάσει των προβολών, να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο στο μηδέν το 2015 αλλά να αυξηθεί σε 1,5% το 2016 και περαιτέρω σε 1,8% το 2017. Ο χαμηλός ρυθμός πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) το 2015 αντανακλά τη μεγάλη αρνητική συμβολή του πληθωρισμού της ενέργειας (βάσει του ΕνΔΤΚ). Ωστόσο, οι καθοδικές πιέσεις που ασκούν οι τιμές της ενέργειας στον μετρούμενο πληθωρισμό αναμένεται, βάσει των προβολών, να μετριαστούν προς τα τέλη του 2015, καθώς οι προηγούμενες μειώσεις των τιμών της ενέργειας σταδιακά παύουν να αποτυπώνονται στους δωδεκάμηνους ρυθμούς μεταβολής και δεδομένου ότι οι τιμές του πετρελαίου αναμένεται, βάσει των υποθέσεων, να αυξηθούν στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής συμβαδίζοντας με την ανοδική κλίση της καμπύλης των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί των τιμών του πετρελαίου. Ως αποτέλεσμα αυτών των παραγόντων, οι τιμές της ενέργειας προβλέπεται να επηρεάσουν θετικά τον μετρούμενο πληθωρισμό το 2016 και το 2017.

Ενώ ένα μεγάλο μέρος της αναστροφής του πληθωρισμού μεταξύ του 2015 και του 2016 πιθανόν εξηγείται από την ανάκαμψη των τιμών της ενέργειας, ο ρυθμός πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) εκτός της ενέργειας αναμένεται επίσης, βάσει των προβολών, να αυξηθεί καθώς η οικονομία θα ανακάμπτει. Αυτό οφείλεται στην αναμενόμενη σημαντική σμίκρυνση του αρνητικού παραγωγικού κενού, η οποία αντανακλάται με τη σειρά της στη μεγαλύτερη αύξηση τόσο των περιθωρίων κέρδους όσο και της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό. Επιπλέον, η άνοδος των τιμών των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων, οι έμμεσες επιδράσεις από την αύξηση των τιμών του πετρελαίου και οι επιδράσεις από την υποχώρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, οι οποίες εκδηλώνονται με χρονική υστέρηση, αναμένεται επίσης να συμβάλουν στην αύξηση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) εκτός της ενέργειας.

Πλαίσιο 1

Η ΣΥΜΠΕΡΙΛΗΨΗ ΤΩΝ ΠΡΟΣΦΑΤΩΝ ΜΗ ΣΥΜΒΑΤΙΚΩΝ ΜΕΤΡΩΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΙΣ ΠΡΟΒΟΛΕΣ

Μετά την τελευταία ημερομηνία που κάλυπταν οι προβολές που δημοσιεύθηκαν τον Δεκέμβριο του 2014 σημειώθηκαν δύο νέες εξελίξεις που αφορούσαν τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Η πρώτη εξέλιξη ήταν η κατανομή ρευστότητας ύψους 130 δισεκ. ευρώ περίπου στις 11 Δεκεμβρίου 2014 μέσω της δεύτερης ΣΠΠΜΑ, με σωρευτική άντληση 212 δισεκ. ευρώ περίπου κατά τις δύο πρώτες δημοπρασίες όπου οι τράπεζες είχαν το δικαίωμα να δανειστούν ένα αρχικό ποσό. Προβλέπεται η διενέργεια ακόμη έξι ΣΠΠΜΑ. Η δεύτερη εξέλιξη ήταν η απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου, στις 22 Ιανουαρίου 2015, να ξεκινήσει διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς περιουσιακών στοιχείων, το οποίο περιλαμβάνει και τα υφιστάμενα προγράμματα αγοράς τίτλων εκδοθέντων έναντι περιουσιακών στοιχείων (asset-backed securities) και αγοράς καλυμμένων ομολογιών. Οι συνολικές μηνιαίες αγορές θα ανέρχονται σε 60 δισεκ. ευρώ. Οι πράξεις αυτές υπάρχει πρόθεση να διενεργούνται τουλάχιστον μέχρι τα τέλη Σεπτεμβρίου του 2016 και πάντως έως ότου διαπιστωθεί μια διαρκής προσαρμογή της πορείας του πληθωρισμού η οποία να είναι συμβατή με την επιδίωξη του Διοικητικού Συμβουλίου να διατηρεί τους ρυθμούς πληθωρισμού κάτω, αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα.

Οι δύο αυτές εξελίξεις είχαν ως αποτέλεσμα να επανεξεταστεί η προσέγγιση που γενικά είχε ακολουθηθεί σε προηγούμενες προβολές προκειμένου να ληφθούν υπόψη οι επιδράσεις των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής στις μακροοικονομικές προοπτικές. Σύμφωνα με τη μέχρι τότε προσέγγιση, οι μακροοικονομικές επιδράσεις αυτών των μέτρων συμπεριλαμβάνονταν μόνο στον βαθμό που είχαν ήδη επηρεάσει τις τεχνικές υποθέσεις για τις εξελίξεις στον χρηματοπιστωτικό τομέα με βάση δείκτες της αγοράς (βλ. Πλαίσιο 3 για γενικές πληροφορίες), όπως καταγράφονταν από το τυπικό οικονομετρικό πλαίσιο που χρησιμοποιείται στις προβολές κατά την τελευταία ημερομηνία που κάλυπταν οι προβολές. Η προσέγγιση αυτή συνεπάγεται τον κίνδυνο να αγνοηθούν διάυλοι μετάδοσης που δεν καταγράφονται πλήρως από το τυπικό οικονομετρικό πλαίσιο, αλλά κρίθηκε σκόπιμη λόγω της αβεβαιότητας σχετικά με τον όγκο της ρευστότητας κεντρικής τράπεζας που δημιουργούν τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής. Ωστόσο, ενόψει των πρόσφατων εξελίξεων πολιτικής, σήμερα υπάρχουν περισσότερες πληροφορίες για τον πιθανό όγκο ρευστότητας κεντρικής τράπεζας που δημιουργούν αυτά τα μέτρα. Αυτό επιτρέπει να αξιολογηθεί με μεγαλύτερη ακρίβεια η επίδραση των μέτρων στις μακροοικονομικές προοπτικές.

Ως εκ τούτου, η προσέγγιση που εφαρμοζόταν στις προηγούμενες προβολές συμπληρώθηκε ώστε να περιλαμβάνει στις τρέχουσες προβολές τις πρόσθετες επιδράσεις που ασκούν αυτά τα μέτρα μέσω χρηματοπιστωτικών διαύλων μετάδοσης, όπως ο διάυλος της αναδιάρθρωσης των χαρτοφυλακίων, ορισμένοι διάυλοι που συνδέονται με τις προσδοκίες και οι επιδράσεις ανατροφοδότησης μεταξύ πραγματικής οικονομίας και χρηματοπιστωτικού τομέα. Αυτοί οι διάυλοι δεν λαμβάνονται συνήθως υπόψη από το τυπικό οικονομετρικό πλαίσιο που χρησιμοποιείται στις προβολές. Οι επιδράσεις που ασκούνται στις μακροοικονομικές προοπτικές από τους πρόσθετους χρηματοπιστωτικούς διαύλους μετάδοσης παραμετροποιούνται με βάση οικονομετρικά εργαλεία που λαμβάνουν ρητώς υπόψη τέτοιους διαύλους. Ως αποτέλεσμα, οι προβολές του Μαρτίου 2015 περιέχουν μια περιεκτικότερη αξιολόγηση των επιδράσεων που ασκούν τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής στις μακροοικονομικές προοπτικές.

2. ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η αύξηση της ιδιωτικής καταναλωτικής δαπάνης αναμένεται να παραμείνει ο κύριος μοχλός ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας. Η ιδιωτική κατανάλωση απέκτησε δυναμική στη διάρκεια του 2014, επωφελούμενη από την αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος λόγω της ανόδου των εισοδημάτων από μισθωτή εργασία και από άλλες πηγές και λόγω της πτώσης των τιμών της ενέργειας. Οι παράγοντες αυτοί θα πρέπει επίσης να συμβάλουν στην άνοδο του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος βραχυπρόθεσμα. Πέραν τούτου, το εισόδημα από μισθωτή εργασία αναμένεται να σημειώσει επιτάχυνση σε ένα περιβάλλον μεγαλύτερης αύξησης της απασχόλησης και των μισθών, ενώ αναμένεται επίσης αύξηση και των ατομικών εισοδημάτων από άλλες πηγές καθώς η συνολική οικονομία θα ανακάμπτει. Η αυξανόμενη καθαρή αξία των νοικοκυριών –που αντανακλά τόσο την άνοδο στις τιμές των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων το 2015 όσο και περαιτέρω βελτιώσεις στις αγορές κατοικιών την περίοδο 2016-2017– καθώς και το χαμηλό κόστος χρηματοδότησης και οι ευνοϊκότερες συνθήκες χρηματοδότησης που ενισχύθηκαν σημαντικά από το διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς περιουσιακών στοιχείων, σε συνδυασμό με την επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των δανείων προς τα νοικοκυριά, αναμένεται επίσης να ενισχύσουν την ιδιωτική κατανάλωση. Συνολικά, ο ρυθμός αύξησης της ετήσιας ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται βάσει των προβολών να διαμορφωθεί σε 1,7% κατά μέσο όρο στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

Το ποσοστό αποταμίευσης αναμένεται να διαγράψει μια τροχιά σχήματος ανεστραμμένου U. Αναμένεται αρχικά αύξησή του το 2015 και στη συνέχεια μείωση. Αυτό αντανακλά εν πολλοίς το γεγονός ότι ένα μεγάλο μέρος της αύξησης του εισοδήματος λόγω της μείωσης των τιμών του πετρελαίου σε μια πρώτη φάση αποταμιεύεται. Πέραν αυτού του πρόσκαιρου παράγοντα, αντίρροπες επιδράσεις υποδηλώνουν σε γενικές γραμμές αμετάβλητο επίπεδο του μέσου ποσοστού αποταμίευσης. Αφενός, οι πολύ χαμηλές αποδόσεις τείνουν να αποθαρρύνουν τις αποταμιεύσεις και η βελτίωση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών, σε συνδυασμό με τη σταδιακή μείωση της ανεργίας, θα μπορούσε να οδηγήσει σε υποχώρηση των αποταμιεύσεων που πραγματοποιούνται για λόγους πρόνοιας. Επιπροσθέτως, τα νοικοκυριά πιθανόν να προχωρήσουν σε σημαντικές αγορές τις οποίες είχαν προηγουμένως αναβάλει, μειώνοντας έτσι το ποσοστό αποταμίευσης. Αφετέρου, οι συνεχιζόμενες πιέσεις απομόχλευσης σε ένα περιβάλλον στο οποίο οι λόγοι του χρέους των νοικοκυριών –ως ποσοστό του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος– παραμένουν σε γενικές γραμμές αμετάβλητοι εκτιμάται, βάσει των προβολών, ότι θα εξακολουθήσουν να ασκούν ανοδική πίεση στις αποταμιεύσεις.

Οι προοπτικές όσον αφορά τις επενδύσεις σε κατοικίες είναι πιθανόν να βελτιωθούν σταδιακά. Αναμένεται μέτρια ανάκαμψη από το 2015 και μετά, υποβοηθούμενη από τα πολύ χαμηλά επιτόκια των στεγαστικών δανείων στις περισσότερες χώρες, τις ευνοϊκότερες συνθήκες χρηματοδότησης που ενισχύθηκαν σημαντικά από το διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς περιουσιακών στοιχείων, την επιτάχυνση της ανόδου των δανείων προς τα νοικοκυριά και την επιταχυνόμενη αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος. Καθώς η ανάγκη για προσαρμογή της αγοράς κατοικιών σε ορισμένες χώρες μειώνεται, οι επενδύσεις σε κατοικίες αναμένεται να αποκτήσουν δυναμική. Η προβολή για σταδιακή ανάκαμψη των επενδύσεων σε κατοικίες ισχύει για τις περισσότερες χώρες, αν και ο ρυθμός της ενδέχεται να επηρεαστεί αρνητικά σε ορισμένες χώρες λόγω των υψηλών επιπέδων του χρέους των νοικοκυριών. Ωστόσο, οι δυσμενείς δημογραφικές εξελίξεις αναμένεται να αρχίσουν να επηρεάζουν αρνητικά τη δραστηριότητα στις αγορές κατοικιών σε ορισμένες χώρες προς το τέλος του χρονικού ορίζοντα προβολής.

Η ανάκαμψη των επιχειρηματικών επενδύσεων προβλέπεται να αποκτήσει δυναμική. Οι επιχειρηματικές επενδύσεις συνέχισαν να παρουσιάζουν μέτρια μόνο ανάκαμψη στη διάρκεια του 2014, επηρεαζόμενες αρνητικά από την ύπαρξη αναξιοποίητου παραγωγικού δυναμικού και τους εναπομένοντες περιορισμούς από την πλευρά της προσφοράς πιστώσεων σε ορισμένες χώρες. Καθώς η δυσμενής επίδραση αυτών των παραγόντων εξασθενεί, η ενίσχυση της εγχώριας και της εξωτερικής ζήτησης, η ανάγκη εκσυγχρονισμού του κεφαλαιακού εξοπλισμού έπειτα από υποτονικές επενδύσεις επί σειρά ετών, η διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής, η οποία υποστηρίζεται από τα πρόσφατα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής και ιδίως από το διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς περιουσιακών στοιχείων, καθώς και η ενίσχυση των ποσοστών κέρδους, αναμένεται να αυξήσουν τις κεφαλαιακές δαπάνες. Επιπλέον, η συνολική πίεση για απομόχλευση στον επιχειρηματικό τομέα στη ζώνη του ευρώ υποχώρησε το 2014 και αναμένεται, στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, να λειτουργήσει λιγότερο ανασταλτικά για τις επιχειρηματικές επενδύσεις από ό,τι στο παρελθόν. Παρ' όλα

αυτά, τα επίπεδα του χρέους των επιχειρήσεων παραμένουν υψηλά σε ορισμένες χώρες, αποτρέποντας μια ακόμη μεγαλύτερη επιτάχυνση των επιχειρηματικών επενδύσεων.

Η εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αναμένεται, βάσει των προβολών, να επιταχυνθεί συγκρατημένα, καθώς η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα θα ανακάμπτει (βλ. Πλαίσιο 2), στηρίζοντας την ενίσχυση των εξαγωγών εκτός της ζώνης του ευρώ. Η εξωτερική ζήτηση αναμένεται να ενισχυθεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αλλά σε διαφορετικό βαθμό από χώρα σε χώρα, καθώς ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ επηρεάστηκαν περισσότερο αρνητικά σε σχέση με άλλες εξαιτίας της έκθεσής τους προς τη Ρωσία και την περιοχή της Κοινοπολιτείας Ανεξαρτήτων Κρατών. Ταυτόχρονα, τα εξαγωγικά μερίδια αγοράς αναμένεται να αυξηθούν ως έναν βαθμό, λόγω βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας. Αντανακλώντας την ενίσχυση της συνολικής ζήτησης στη ζώνη του ευρώ, οι εισαγωγές από χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ φαίνεται να αυξάνονται σταδιακά. Συνολικά, οι καθαρές εξαγωγές αναμένεται βάσει των προβολών να έχουν θετική, αν και μικρή, συμβολή στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ. Δεδομένης κάποιας επιδείνωσης του εμπορικού ισοζυγίου, το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών είναι πιθανόν να μειωθεί κάπως και να διαμορφωθεί σε 2,4% του ΑΕΠ το 2017.

Πλαίσιο 2

ΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Η παγκόσμια οικονομία παραμένει σε τροχιά σταδιακής ανάκαμψης. Σύμφωνα με τις προβολές, ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου πραγματικού ΑΕΠ (εκτός της ζώνης του ευρώ) αναμένεται να επιταχυνθεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής και να διαμορφωθεί από 3,6% το 2014 σε 3,8% το 2015 και ελαφρώς πάνω από 4% την περίοδο 2016-2017. Οι παγκόσμιοι δείκτες και τα διαθέσιμα στοιχεία χωρών καταδεικνύουν μια επιβράδυνση της ανάπτυξης στο τέλος του 2014, αν και η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να παραμείνει σχετικά ισχυρή.

Σε ό,τι αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα εκτιμάται ότι θα συνεχίσει τη σταδιακή της ανάκαμψη. Οι προοπτικές για την παγκόσμια οικονομία διαμορφώνονται από διάφορους ευνοϊκούς παράγοντες, όπως μεταξύ άλλων α) η σημαντική μείωση των τιμών του πετρελαίου, η οποία θεωρείται ότι προέρχεται κατά κύριο λόγο από την πλευρά της προσφοράς και αναμένεται να έχει συνολικά θετική επίδραση στην παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα και β) η συνεχιζόμενη σταθερή ανάκαμψη και οι θετικές προοπτικές της οικονομίας των ΗΠΑ. Ωστόσο, υφίστανται επίσης ορισμένοι δυσμενείς παράγοντες, όπως (α) οι επιπτώσεις στη ρωσική οικονομία από τη διπλή διαταραχή, δηλ. τις οικονομικές κυρώσεις και την πτώση των τιμών του πετρελαίου, β) οι έντονες κινήσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών στην αγορά, εν μέρει λόγω της αυξανόμενης απόκλισης μεταξύ των αντίστοιχων νομισματικών πολιτικών και γ) οι απογοητευτικές αναπτυξιακές επιδόσεις ορισμένων αναδυόμενων οικονομιών της αγοράς που οδηγούν σε αναθεωρήσεις προς τα κάτω της δυναμικής τους ανάπτυξης.

Αντανακλώντας τους παράγοντες που διαμορφώνουν τις προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας, η παγκόσμια ανάκαμψη χαρακτηρίζεται από ανομοιόμορφες εξελίξεις μεταξύ των προηγμένων και των αναδυόμενων οικονομιών της αγοράς. Οι προηγμένες οικονομίες θα εξακολουθήσουν να επηρεάζονται ευνοϊκά από την εξασθένιση αντίξοων παραγόντων, στην οποία συμβάλλουν η υποχώρηση της απομόχλευσης, από τον μετριασμό των επιπτώσεων της δημοσιονομικής προσαρμογής και από τη βελτίωση στις αγορές εργασίας, ενώ τα ακόμη ανεπίλυτα διαρθρωτικά προβλήματα και η διαμόρφωση πειστικότερων χρηματοπιστωτικών συνθηκών θα εξακολουθήσουν να επηρεάζουν αρνητικά την ανάπτυξη στις αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς.

Το παγκόσμιο εμπόριο ενισχύθηκε το β' εξάμηνο του 2014, έπειτα από υποτονικές επιδόσεις το α' εξάμηνο. Αναμένεται να επιταχυνθεί περαιτέρω, αν και πολύ συγκρατημένα, στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής ενώ η ελαστικότητά του ως προς την οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να παραμείνει χαμηλότερη σε σχέση με την περίοδο πριν από την κρίση. Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου εμπορίου (εκτός της ζώνης του ευρώ) αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να επιταχυνθεί από 2,9% το 2014 σε 5,4% το 2017.

Αντανακλώντας αντίρροπες επιδράσεις, τόσο η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα όσο και η εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αναθεωρήθηκαν ελάχιστα για το 2015 και για το 2016, σε σύγκριση με τις προβολές που δημοσιεύθηκαν τον Δεκέμβριο του 2014.

Το διεθνές περιβάλλον

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	Μάρτιος 2015				Δεκέμβριος 2014			Αναθεωρήσεις από τον Δεκέμβριο 2014		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Παγκόσμιο πραγματικό ΑΕΠ (εκτός ζώνης ευρώ)	3,6	3,8	4,2	4,1	3,6	4,0	4,2	0,0	-0,2	-0,1
Παγκόσμιο εμπόριο (εκτός ζώνης ευρώ) ¹⁾	2,9	3,9	5,1	5,4	2,7	3,9	5,2	0,2	0,0	-0,1
Εξωτερική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών ζώνης ευρώ ²⁾	2,8	3,2	4,7	5,1	2,3	3,4	4,9	0,5	-0,1	-0,2

Σημείωση: Οι αναθεωρήσεις υπολογίζονται με βάση μη στρογγυλοποιημένα μεγέθη.

1) Υπολογίζεται ως σταθμισμένος μέσος όρος των εισαγωγών.

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

Οι συνθήκες στις αγορές εργασίας της ζώνης του ευρώ αναμένεται να παρουσιάσουν βελτίωση στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Η απασχόληση εξακολούθησε να ανακάμπτει στη διάρκεια του 2014, με σημαντικά ταχύτερο ρυθμό από ό,τι θα αναμενόταν με βάση τις ιστορικές ελαστικότητες της απασχόλησης ως προς τη συνολική οικονομική δραστηριότητα, πιθανόν αντανακλώντας την υποστηρικτική επίδραση των προηγούμενων συγκρατημένων μισθολογικών αυξήσεων και των πρόσφατων μεταρρυθμίσεων στις αγορές εργασίας. Η απασχόληση σε όρους αριθμού εργαζομένων εκτιμάται ότι θα εξακολουθήσει να ανακάμπτει. Σε σχέση με την οικονομική δραστηριότητα, η ανάκαμψη της απασχόλησης αναμένεται να είναι ιδιαίτερα ισχυρή σε χώρες στις οποίες έχουν υλοποιηθεί μεταρρυθμίσεις στις αγορές εργασίας. Οι πραγματικές ώρες εργασίας ανά εργαζόμενο αναμένεται, βάσει των προβολών, να αυξηθούν ελαφρώς, αντανακλώντας τις συνήθεις κυκλικές εξελίξεις σε ορισμένες χώρες και τα φαινόμενα συμφόρησης στην πλευρά της προσφοράς εργασίας που αρχίζουν να εκδηλώνονται σε άλλες.

Το ποσοστό ανεργίας αναμένεται να μειωθεί περαιτέρω. Ο αριθμός των ανέργων αναμένεται να μειωθεί κατά περίπου 2,7 εκατομμύρια στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής και να διαμορφωθεί στο χαμηλότερο επίπεδο από τα μέσα του 2009 και μετά. Η μείωση αυτή αντανακλά την καθοδική επίδραση από την άνοδο της απασχόλησης (κατά 4,2 εκατομμύρια), η οποία ως έναν βαθμό αντισταθμίζεται από την επίδραση της αύξησης του εργατικού δυναμικού. Το ποσοστό ανεργίας αναμένεται να μειωθεί σε 9,9% το 2017, από 11,6% το 2014.

Οι προοπτικές για την ανάπτυξη αναθεωρήθηκαν σημαντικά προς τα πάνω μετά τις μακροοικονομικές προβολές που δημοσιεύθηκαν τον Δεκέμβριο του 2014. Πέρα από την πιο θετική μεταφερόμενη επίδραση λόγω της μεγαλύτερης από ό,τι αναμενόταν αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ το δ' τρίμηνο του 2014, οι αναθεωρήσεις προς τα πάνω αντανακλούν, σε μεγάλο βαθμό, την ευνοϊκή επίδραση από την μείωση των τιμών του πετρελαίου, την υποχώρηση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ και τις επιδράσεις των πρόσφατων μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής που έλαβε η ΕΚΤ.

Πλαίσιο 3

ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΟΣΩΝ ΑΦΟΡΑ ΤΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ, ΤΙΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ ΚΑΙ ΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΩΝ

Σε σύγκριση με τις προβολές που δημοσιεύθηκαν τον Δεκέμβριο του 2014, οι μεταβολές των υποθέσεων τεχνικού χαρακτήρα περιλαμβάνουν σημαντικά χαμηλότερες τιμές του πετρελαίου και

των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων εκφρασμένες σε δολάρια ΗΠΑ, υποτίμηση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ και χαμηλότερα μακροπρόθεσμα επιτόκια στη ζώνη 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 11 Φεβρουαρίου 2015. 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 0,1% για το 2015 και το 2016 και 0,2% για το 2017. Οι προσδοκίες της αγοράς για τις ονομαστικές αποδόσεις των 10ετών ομολόγων του Δημοσίου στη ζώνη του ευρώ υποδηλώνουν μέσο επίπεδο 1,2% το 2015, 1,4% το 2016 και 1,6% το 2017.¹ 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 μειωθούν ελαφρώς το 2015 και στη συνέχεια να παρουσιάσουν μέτρια αύξηση στη διάρκεια του 2016 και του 2017. Όσον αφορά τις τιμές των βασικών εμπορευμάτων, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις για τις μελλοντικές εξελίξεις των τιμών που προκύπτουν από τις αγορές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης κατά το διάστημα δύο εβδομάδων που έληξε στις 11 Φεβρουαρίου 2015, η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent ανά βαρέλι αναμένεται να μειωθεί από 99,3 δολάρια ΗΠΑ το 2014 σε 58,5 δολάρια ΗΠΑ το 2015 και στη συνέχεια να αυξηθεί σε 66,8 δολάρια ΗΠΑ το 2016 και 70,7 δολάρια ΗΠΑ το 2017. Οι τιμές των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων σε δολάρια ΗΠΑ εκτιμάται, βάσει των υποθέσεων, ότι θα μειωθούν σημαντικά το 2015 και θα αυξηθούν το 2016 και το 2017.² Βάσει των υποθέσεων, στον χρονικό ορίζοντα προβολής οι διμερείς συναλλαγματικές ισοτιμίες θα παραμείνουν αμετάβλητες στα μέσα επίπεδα που επικρατούσαν το διάστημα δύο εβδομάδων που έληξε στις 11 Φεβρουαρίου 2015. Αυτό συνεπάγεται ότι η συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ ανά ευρώ θα διαμορφωθεί σε 1,14 το 2015 και 1,13 το 2016 και το 2017.

Τεχνικές υποθέσεις

	Μάρτιος 2015				Δεκέμβριος 2014			Αναθεωρήσεις από τον Δεκέμβριο 2014 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
EURIBOR τριών μηνών (ως ποσοστό % ετησίως)	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
Αποδόσεις 10ετών ομολόγων του Δημοσίου (ως ποσοστό % ετησίως)	2,0	1,2	1,4	1,6	2,0	1,8	2,1	0,0	-0,6	-0,7
Τιμή πετρελαίου (σε δολάρια ΗΠΑ/βαρέλι)	99,3	58,5	66,8	70,7	101,2	85,6	88,5	-1,9	-31,6	-24,5
Τιμές μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων, σε δολάρια ΗΠΑ (ετήσια εκατοστιαία μεταβολή)	-6,4	-11,0	2,6	4,8	-6,3	-4,8	3,8	-0,1	-6,2	-1,2
Συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ/ευρώ	1,33	1,14	1,13	1,13	1,33	1,25	1,25	-0,1	-8,8	-9,0
Ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (ΣΣΙ-19) (ετήσια εκατοστιαία μεταβολή)	0,6	-7,9	-0,2	0,0	0,5	-2,8	0,0	0,0	-5,1	-0,2

1) Οι αναθεωρήσεις υπολογίζονται με βάση μη στρωγγυλοποιηθέντα μεγέθη και εκφράζονται ως ποσοστά (%) για τα επίπεδα, ως διαφορές για τους ρυθμούς μεταβολής και ως εκατοστιαίες μονάδες για τα επιτόκια και τις αποδόσεις ομολόγων.

1 Η υπόθεση που αφορά τις ονομαστικές αποδόσεις των 10ετών ομολόγων του Δημοσίου στη ζώνη του ευρώ βασίζεται στον σταθμισμένο μέσο όρο των αποδόσεων των 10ετών ομολόγων αναφοράς των χωρών, σταθμισμένο ως προς το ετήσιο ΑΕΠ και με επέκταση της σειράς με βάση την προβλεπόμενη εξέλιξη που προκύπτει από την εκτιμώμενη από την ΕΚΤ καμπύλη αποδόσεων κατά την έκδοση όλων των 10ετών ομολόγων χωρών της ζώνης του ευρώ, ενώ η αρχική διαφορά μεταξύ των δύο

σειρών διατηρείται σταθερή στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Οι διαφορές αποδόσεων μεταξύ ομολόγων του Δημοσίου επιμέρους χωρών και του αντίστοιχου μέσου όρου της ζώνης του ευρώ θεωρούνται, βάσει των υποθέσεων, σταθερές στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

- 2 Οι υποθέσεις για τις διεθνείς τιμές του πετρελαίου και των τροφίμων βασίζονται στις τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης έως το τέλος του χρονικού ορίζοντα προβολής. Οι τιμές των λοιπών μη ενεργειακών πρώτων υλών ακολουθούν, βάσει των υποθέσεων, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης έως το α' τρίμηνο του 2016 και στη συνέχεια θα εξελιχθούν σύμφωνα με την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα. Οι προβολές όσον αφορά τις τιμές παραγωγού (σε ευρώ) στην ΕΕ, οι οποίες χρησιμοποιούνται για την πρόβλεψη των τιμών καταναλωτή για τα είδη διατροφής, βασίζονται σε οικονομομετρικό υπόδειγμα που λαμβάνει υπόψη τις εξελίξεις στις διεθνείς τιμές των τροφίμων.

3. ΤΙΜΕΣ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΣ

Οι εξελίξεις στις τιμές των βασικών εμπορευμάτων και στις συναλλαγματικές ισοτιμίες πιθανόν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στην πορεία του πληθωρισμού για τη ζώνη του ευρώ στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Η πρόσφατη έντονη πτώση των τιμών του αργού πετρελαίου αναμένεται να έχει ισχυρό καθοδικό αντίκτυπο στον πληθωρισμό της ενέργειας το 2015, κάτι που θα μετριαστεί μόνο ως έναν βαθμό από την πρόσφατη υποτίμηση του ευρώ. Οι υποτονικές εξελίξεις στις τιμές των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων υποδηλώνουν καθοδική πίεση στον πληθωρισμό τιμών καταναλωτή στη ζώνη του ευρώ, επίσης και μέσω των τιμών των εισαγομένων εκτός του πετρελαίου. Από το 2016 και μετά, οι εξωτερικές εξελίξεις στις τιμές φαίνεται να ασκούν πρόσθετη ανοδική πίεση στον πληθωρισμό της ζώνης του ευρώ. Το 2016, η μεγάλη αναστροφή του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) οφείλεται, σε σημαντικό βαθμό, στη σταδιακή εξασθένηση των καθοδικών επιδράσεων από τις προηγούμενες μειώσεις των τιμών του πετρελαίου, σε συνδυασμό με ανοδικές επιδράσεις από την αύξηση, βάσει των υποθέσεων, των τιμών του πετρελαίου, επιδράσεις οι οποίες σύμφωνα με τις προβολές αναμένεται να επιμείνουν το 2017 και αντανακλούν την ανοδική κλίση της καμπύλης των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί των τιμών του πετρελαίου. Επιπλέον, η άνοδος των τιμών των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων, η ενίσχυση της παγκόσμιας ζήτησης και οι επιδράσεις από την πρόσφατη υποτίμηση του ευρώ, οι οποίες εκδηλώνονται με χρονική υστέρηση, είναι πιθανόν να οδηγήσουν σε σημαντική αύξηση τον αποπληθωριστή των εισαγωγών μεταξύ του 2015 και του 2016.

Πίνακας 1 Μακροοικονομικές προβολές για τη ζώνη του ευρώ¹⁾

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	Μάρτιος 2015				Δεκέμβριος 2014			Αναθεωρήσεις από τον Δεκέμβριο 2014 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Πραγματικό ΑΕΠ ³⁾	0,9	1,5	1,9	2,1	0,8	1,0	1,5	0,1	0,5	0,4
		[1,1 - 1,9] ⁴⁾	[0,8 - 3,0] ⁴⁾	[0,9 - 3,3] ⁴⁾	[0,7 - 0,9] ⁴⁾	[0,4 - 1,6] ⁴⁾	[0,4 - 2,6] ⁴⁾			
Ιδιωτική κατανάλωση	1,0	1,8	1,6	1,6	0,8	1,3	1,2	0,2	0,5	0,4
Δημόσια κατανάλωση	0,9	1,0	0,6	0,8	0,9	0,5	0,4	0,0	0,6	0,2
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	0,9	1,7	4,1	4,6	0,7	1,4	3,2	0,3	0,4	0,9
Εξαγωγές ⁵⁾	3,6	4,1	5,1	5,5	3,2	3,2	4,8	0,4	0,9	0,4
Εισαγωγές ⁵⁾	3,6	4,3	5,5	5,8	3,3	3,7	4,9	0,4	0,6	0,6
Απασχόληση	0,5	0,9	0,9	0,9	0,4	0,6	0,5	0,1	0,3	0,4
Ποσοστό ανεργίας (ως ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)	11,6	11,1	10,5	9,9	11,6	11,2	10,9	0,0	-0,2	-0,4
ΕνΔΤΚ	0,4	0,0	1,5	1,8	0,5	0,7	1,3	0,0	-0,8	0,2
		[-0,3 - 0,3] ⁴⁾	[0,8 - 2,2] ⁴⁾	[1,0 - 2,6] ⁴⁾	[0,5 - 0,5] ⁴⁾	[0,2 - 1,2] ⁴⁾	[0,6 - 2,0] ⁴⁾			
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια	0,7	0,8	1,4	1,8	0,8	1,1	1,3	0,0	-0,2	0,1
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής	0,8	0,8	1,3	1,7	0,8	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια, τα είδη διατροφής και τις μεταβολές των έμμεσων φόρων ⁶⁾	0,7	0,8	1,3	1,7	0,7	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος	1,0	1,1	1,0	1,2	1,1	1,1	0,8	-0,1	0,0	0,2
Μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό	1,5	1,7	2,0	2,3	1,6	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,2
Παραγωγικότητα της εργασίας	0,4	0,6	1,0	1,1	0,5	0,4	1,0	0,0	0,2	0,0
Δημοσιονομικό αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	-2,6	-2,3	-1,9	-1,5	-2,6	-2,5	-2,2	0,0	0,2	0,3
Διαρθρωτικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα (ως ποσοστό % του ΑΕΠ) ⁷⁾	-1,9	-1,8	-1,7	-1,7	-2,1	-2,1	-2,0	0,2	0,3	0,3
Ακαθάριστο χρέος γενικής κυβέρνησης (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	91,7	91,4	89,8	87,9	92,0	91,8	91,1	-0,2	-0,4	-1,3
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ως ποσοστό % του ΑΕΠ)	2,5	2,7	2,5	2,4	2,1	2,2	2,4	0,4	0,5	0,1

1) Τα στοιχεία αναφέρονται στη ζώνη του ευρώ συμπεριλαμβανομένης της Λιθουανίας, εκτός από τα στοιχεία του ΕνΔΤΚ για το 2014. Οι μέσες ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές του ΕνΔΤΚ για το 2015 βασίζονται στη σύνθεση της ζώνης του ευρώ όπως είχε το 2014, στην οποία περιλαμβάνεται ήδη η Λιθουανία.

2) Οι αναθεωρήσεις υπολογίζονται με βάση μη στρογγυλοποιημένα μεγέθη.

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

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

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

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

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

Η βελτίωση των αγορών εργασίας και η υποχώρηση του βαθμού υποαπασχόλησης των πόρων στην οικονομία υποδηλώνουν αυξανόμενες πιέσεις στις εγχώριες τιμές στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Η συνεχιζόμενη αύξηση της απασχόλησης και κάποια μείωση του ποσοστού ανεργίας αναμένεται, βάσει των προβολών, να στηρίζουν μια σταδιακή επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό, από 1,5% το 2014 σε 2,3% το 2017, ενώ τα υψηλά επίπεδα ανεργίας και οι εναπομένουσες διαδικασίες προσαρμογής της ανταγωνιστικότητας κόστους σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ παρεμποδίζουν μια ισχυρότερη ανάκαμψη. Ταυτόχρονα, ο καθοδικός αντίκτυπος στους μισθούς από τις δευτερογενείς επιδράσεις της έντονης πτώσης των τιμών του πετρελαίου αναμένεται να είναι περιορισμένος. Αυτό εκτιμάται ότι θα προκύψει δεδομένης της δυσκαμψίας προσαρμογής των μισθών προς τα κάτω και εφόσον ο αντίκτυπος μέσω των συστημάτων αυτόματης τιμαριθμικής αναπροσαρμογής θα πρέπει να είναι μικρός, καθώς αυτά τα συστήματα εφαρμόζονται κυρίως σε προσαρμογές προς τα πάνω και, σε διάφορες χώρες, έχουν προσωρινά ανασταλεί ή έχει περιοριστεί σημαντικά το πεδίο εφαρμογής τους.

Τα περιθώρια κέρδους (που υπολογίζονται ως η διαφορά μεταξύ του αποπληθωριστή του ΑΕΠ σε τιμές συντελεστών παραγωγής και του ρυθμού αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος) αναμένεται να αυξηθούν σημαντικά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, καθώς η ανάκαμψη θα αποκτά δυναμική. Αναμένεται να είναι ο κυριότερος παράγοντας αύξησης των εγχώριων πιέσεων στο κόστος. Έπειτα από μια αναμενόμενη μικρή μείωση το 2015, τα περιθώρια κέρδους είναι πιθανόν να αυξηθούν στο υπόλοιπο του χρονικού ορίζοντα προβολής καθώς η παραγωγικότητα θα ανακάμπτει σημαντικά και η οικονομική δραστηριότητα θα ενισχύεται.

Σε σύγκριση με τις προβολές που δημοσιεύθηκαν τον Δεκέμβριο του 2014, η προβολή για τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) έχει αναθεωρηθεί σημαντικά προς τα κάτω για το 2015 αλλά ελαφρώς προς τα πάνω για το 2016. Ο μετρούμενος πληθωρισμός έχει αναθεωρηθεί προς τα κάτω κατά 0,8 της εκατοστιαίας μονάδας για το 2015 σε σύγκριση με τις προηγούμενες προβολές. Αυτό αντανακλά κατά κύριο λόγο χαμηλότερες τιμές του πετρελαίου σε δολάρια ΗΠΑ, σε σύγκριση με τις προηγούμενες υποθέσεις, οι οποίες αντισταθμίστηκαν μόνο ως έναν βαθμό από τη χαμηλότερη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ. Η αναθεώρηση προς τα κάτω του ΕνΔΤΚ εκτός της ενέργειας το 2015 ανέρχεται σε 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας και αφορά προηγούμενα σφάλματα πρόβλεψης, που αντανακλούν μεταξύ άλλων τις έμμεσες επιδράσεις από τις χαμηλότερες τιμές του πετρελαίου στις τιμές των αγαθών και των υπηρεσιών. Για το 2016 ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) έχει αναθεωρηθεί προς τα πάνω κατά 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας. Η αναθεώρηση προς τα πάνω αντανακλά τις πιο ευνοϊκές προοπτικές ανάπτυξης, τις καθυστερημένες επιδράσεις από την υποχώρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ και την πιο απότομη κλίση της καμπύλης των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί των τιμών του πετρελαίου. Τα πρόσφατα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, ιδίως το διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς περιουσιακών στοιχείων, συνέβαλαν σε αυτήν την αναθεώρηση προς τα πάνω του πληθωρισμού μέσω διαφόρων διαύλων.

4. ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής, που μετρείται ως η μεταβολή του κυκλικά προσαρμοσμένου πρωτογενούς αποτελέσματος, αναμένεται βάσει των προβολών να παραμείνει σε γενικές γραμμές ουδέτερη στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Αυτό αντανακλά τη συγκρατημένη αύξηση των δημόσιων δαπανών σε σχέση με την αύξηση του ΑΕΠ με βάση την τάση, η οποία βάσει των υποθέσεων αντισταθμίζεται σε μεγάλο βαθμό από τις περικοπές των φόρων σε

ορισμένες χώρες. Η θετική επίδραση που ασκούν οι αυτόματοι δημοσιονομικοί σταθεροποιητές στην εγχώρια ζήτηση θα μειωθεί με την άρροδο του χρόνου καθώς η οικονομία θα ανακάμπτει.²

Ο λόγος του δημοσιονομικού ελλείμματος και ο λόγος του δημοσιονομικού χρέους προς το ΑΕΠ αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να μειωθούν σταδιακά στη διάρκεια του ορίζοντα προβολής. Η μείωση του λόγου του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ στηρίζεται από τη βελτίωση της κυκλικής θέσης της οικονομίας της ζώνης του ευρώ. Το διαρθρωτικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα αναμένεται, βάσει των προβολών, να βελτιωθεί ελαφρώς στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αντανακλώντας κυρίως την αποταμίευση των δαπανών για τόκους λόγω της μείωσης του έμμεσου επιτοκίου. Ο λόγος του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ αναμένεται βάσει των προβολών να κορυφωθεί το 2014 και να αρχίσει να μειώνεται στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής λόγω της βελτίωσης του δημοσιονομικού αποτελέσματος, της ενίσχυσης της οικονομικής ανάπτυξης και των χαμηλών επιτοκίων.

Σε σύγκριση με τις προβολές που δημοσιεύθηκαν τον Δεκέμβριο του 2014, οι δημοσιονομικές προοπτικές έχουν βελτιωθεί. Ελλείπει σημαντικών ειδήσεων όσον αφορά τις δημοσιονομικές πολιτικές, η μικρή αναθεώρηση προς τα πάνω του δημοσιονομικού αποτελέσματος οφείλεται κυρίως στη βελτίωση των μακροοικονομικών προοπτικών και την ελάφρυνση των πληρωμών για τόκους λόγω της περαιτέρω μείωσης του κόστους δανεισμού του Δημοσίου. Οι προοπτικές για το δημόσιο χρέος έχουν επίσης βελτιωθεί λόγω ευνοϊκών αναθεωρήσεων της διαφοράς επιτοκίου-ρυθμού ανάπτυξης και, σε μικρότερο βαθμό, του πρωτογενούς αποτελέσματος.

Πλαίσιο 4

ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ

Οι προβολές βασίζονται σε μεγάλο βαθμό σε τεχνικές υποθέσεις που αφορούν την εξέλιξη ορισμένων βασικών μεταβλητών. Δεδομένου ότι κάποιες από τις μεταβλητές αυτές μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά τις προβολές της ζώνης του ευρώ, η ευαισθησία των προβολών σε εναλλακτικές υποθέσεις αποτελούν χρήσιμο στοιχείο για την ανάλυση των κινδύνων που περιβάλλουν τις προβολές. Το παρόν πλαίσιο αναλύει την αβεβαιότητα που περιβάλλει τις τιμές του πετρελαίου και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, καθώς και την ευαισθησία των προβολών σε αυτές τις μεταβλητές.

1) Εναλλακτική πορεία των τιμών του πετρελαίου

Σύμφωνα με τις τεχνικές υποθέσεις, προβλέπεται αύξηση των τιμών του πετρελαίου στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Αυτή η πορεία συνάδει με ανάκαμψη της παγκόσμιας ζήτησης πετρελαίου καθώς η παγκόσμια οικονομία σταθεροποιείται και με ελαφρά μείωση της προσφοράς πετρελαίου εξαιτίας ανεπαρκών επενδύσεων και ζημιών στο πετρελαιοπαραγωγικό δυναμικό σε ορισμένες πετρελαιοπαραγωγούς χώρες.

Ωστόσο, σύμφωνα με ένα εναλλακτικό σενάριο, οι τιμές του πετρελαίου θα μπορούσαν επίσης να παραμείνουν σε γενικές γραμμές στα σημερινά τους επίπεδα σε όλη τη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αποκλίνοντας ολοένα περισσότερο από τις υποθέσεις του βασικού σεναρίου για τις τιμές του πετρελαίου. Αυτή η πορεία θα ήταν συμβατή με συνεχιζόμενη υψηλή προσφορά πετρελαίου και υποτονική ανάκαμψη της παγκόσμιας ζήτησης. Με βάση τα διάφορα μακροοικονομικά υποδείγματα των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ εκτιμάται ότι οι ουσιαστικά αμετάβλητες τιμές του πετρελαίου θα είχαν ως αποτέλεσμα ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) της ζώνης του ευρώ να είναι κατά περίπου 0,1-0,2 της εκατοστιαίας μονάδας χαμηλότερος από την προβολή του βασικού σεναρίου για το 2015 και κατά 0,3-0,6 της εκατοστιαίας μονάδας χαμηλότερος από την προβολή του βασικού

² Οι υποθέσεις για τη δημοσιονομική πολιτική αντανακλούν τα στοιχεία που περιλαμβάνονται στους προϋπολογισμούς για το 2015 και στα εθνικά μεσοπρόθεσμα σχέδια δημοσιονομικών προγραμμάτων που ήταν διαθέσιμα από τις 20 Φεβρουαρίου 2015. Περιλαμβάνουν όλα τα μέτρα πολιτικής που έχουν ήδη ψηφιστεί από τα εθνικά κοινοβούλια ή έχουν προσδιοριστεί με επαρκείς λεπτομέρειες από τις κυβερνήσεις και πιθανότατα θα εγκριθούν νομοθετικά.

σεναρίου για το 2016. Το 2017 ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ θα ήταν περίπου 0,2-0,3 της εκατοστιαίας μονάδας χαμηλότερος από την προβολή του βασικού σεναρίου. Ταυτόχρονα, η εναλλακτική πορεία των τιμών του πετρελαίου θα στήριζε την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ κατά 0,1-0,2 της εκατοστιαίας μονάδας περίπου τόσο το 2016 όσο και το 2017.

2) Εναλλακτική πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας

Ενώ στο βασικό σενάριο διατυπώνεται η υπόθεση ότι η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ παραμένει αμετάβλητη έως το τέλος του χρονικού ορίζοντα προβολής, θα μπορούσε να υπάρξει σενάριο σύμφωνα με το οποίο το ευρώ θα υποχωρούσε περαιτέρω λόγω της απόκλισης των αναπτυξιακών προοπτικών μεταξύ της ζώνης του ευρώ και των ΗΠΑ. Ένα τέτοιο σενάριο θα ήταν συμβατό με προσδοκίες για περαιτέρω αποκλίνουσες κατευθύνσεις της νομισματικής πολιτικής σε αυτές τις δύο οικονομίες. Μια εναλλακτική υποθετική εξέλιξη του ευρώ, η οποία υποδηλώνει περαιτέρω υποτίμηση, προκύπτει από το 25ο εκατοστημόριο της κατανομής που παρέχουν οι πυκνότητες πιθανότητας μηδενικού κινδύνου όπως υπολογίζονται με βάση δικαιώματα προαίρεσας επί της συναλλαγματικής ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου ΗΠΑ στις 12 Φεβρουαρίου 2015. Αυτή η εξέλιξη υποδηλώνει σταδιακή υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ σε 1,04 το 2017, δηλαδή 8,8% χαμηλότερα 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 αντανακλούν τις μεταβολές της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ με ελαστικότητα 52% περίπου. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα μια σταδιακή απόκλιση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ από την προβολή του βασικού σεναρίου και τη διαμόρφωσή της σε επίπεδο 4,8% κάτω από ό,τι εκτιμάται υπό το βασικό σενάριο το 2017. Σε μια τέτοια περίπτωση, τα αποτελέσματα από διάφορα μακροοικονομικά υποδείγματα των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ υποδεικνύουν υψηλότερο ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ (κατά 0,1-0,3 της εκατοστιαίας μονάδας) και υψηλότερο πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) (κατά 0,1-0,4 της εκατοστιαίας μονάδας) το 2015, το 2016 και το 2017.

Πλαίσιο 5

ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΑΛΛΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ

Διάφορες προβλέψεις για τη ζώνη του ευρώ διατίθενται τόσο από διεθνείς όσο και από ιδιωτικούς οργανισμούς. Ωστόσο, αυτές οι προβλέψεις δεν είναι απόλυτα συγκρίσιμες μεταξύ τους ή με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ, καθώς έχουν ολοκληρωθεί σε διαφορετικές χρονικές στιγμές. Επιπλέον, χρησιμοποιούν διαφορετικές (εν μέρει αδιευκρίνιστες) μεθόδους για την εξαγωγή υποθέσεων σχετικά με τις δημοσιονομικές, χρηματοοικονομικές και εξωτερικές μεταβλητές, συμπεριλαμβανομένων των τιμών του πετρελαίου και άλλων βασικών εμπορευμάτων. Τέλος, υπάρχουν διαφορές στις μεθόδους διόρθωσης ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών μεταξύ των διαφόρων προβλέψεων (βλ. τον πίνακα).

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

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	Ημερομηνία δημοσίευσης	Ρυθμός αύξησης ΑΕΠ			Πληθωρισμός (ΕνΔΤΚ)		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Προβολές εμπειρογνομόνων ΕΚΤ	Μάρτιος 2015	1,5 [1,1-1,9]	1,9 [0,8-3,0]	2,1 [0,9-3,3]	0,0 [-0,3-0,3]	1,5 [0,8-2,2]	1,8 [1,0-2,6]
Ευρωπαϊκή Επιτροπή	Φεβρουάριος 2015	1,3	1,9	-	-0,1	1,3	-
ΟΟΣΑ	Νοέμβριος 2014	1,1	1,7	-	0,6	1,0	-
Βαρόμετρο της ζώνης του ευρώ	Φεβρουάριος 2015	1,3	1,8	1,6	-0,1	1,1	1,5
Προβλέψεις της Consensus Economics	Φεβρουάριος 2015	1,2	1,6	-	-0,1	1,1	-
Έρευνα μεταξύ των Επαγγελματιών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων	Φεβρουάριος 2015	1,1	1,5	1,7	0,3	1,1	1,5
ΔΝΤ	Ιανουάριος 2015	1,2	1,4	-	0,9	1,2	-

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Economic Forecast, χειμώνας 2015· ΔΝΤ, World Economic Outlook, Αναθεώρηση Ιανουάριος 2015 (ΑΕΠ)· ΔΝΤ, World Economic Outlook, Οκτώβριος 2014· ΟΟΣΑ, Economic Outlook, Νοέμβριος 2014· 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 εργασιμων ημερών, ενώ η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το ΔΝΤ αναφέρουν ετήσιους ρυθμούς αύξησης που δεν έχουν διορθωθεί ως προς τον αριθμό των εργασιμων ημερών ανά έτος. Οι υπόλοιπες προβλέψεις δεν διευκρινίζουν αν τα στοιχεία που αναφέρουν έχουν διορθωθεί ως προς τον αριθμό των εργασιμων ημερών ή όχι.

Σύμφωνα με τις προβλέψεις άλλων οργανισμών που είναι επί του παρόντος διαθέσιμες, οι προβολές για τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ και τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) της ζώνης του ευρώ είναι παρόμοιες με τις προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ ή ελαφρώς χαμηλότερες από αυτές.

© Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2015

Διεύθυνση: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Germany

Ταχυδρομική διεύθυνση: 60640 Frankfurt am Main, Germany

Τηλέφωνο: +49 69 1344 0

Φαξ: +49 69 1344 6000

Δικτυακός τόπος: <http://www.ecb.europa.eu>

Με την επιφύλαξη παντός δικαιώματος.

Επιτρέπεται η αναπαραγωγή για εκπαιδευτικούς και μη εμπορικούς σκοπούς, εφόσον αναφέρεται η πηγή.