



Σεπτέμβριος 2017

Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνωμόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ¹

Η οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ εκτιμάται, σύμφωνα με τις προβολές, ότι θα συνεχιστεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής με ρυθμό σαφώς υψηλότερο του δυνητικού. Μετά από επίπεδο 2,2% το 2017, το υψηλότερο που έχει καταγραφεί μετά την κρίση, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε 1,8% το 2018 και το 2019. Η ιδιαίτερως διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής, η προηγηθείσα πρόοδος ως προς την απομόχλευση σε όλους τους τομείς και η συνεχής βελτίωση της αγοράς εργασίας αναμένεται, βάσει των προβολών, να στηρίξουν την εγχώρια ζήτηση. Ταυτόχρονα, παρά την πρόσφατη ανατίμηση του ευρώ, η παγκόσμια ανάκαμψη αναμένεται ότι θα στηρίξει τις εξαγωγές της ζώνης του ευρώ.

Ο μετρούμενος πληθωρισμός αναμένεται να μειωθεί βραχυπρόθεσμα, κυρίως λόγω των επιδράσεων της βάσης σύγκρισης στη συνιστώσα της ενέργειας, και στη συνέχεια να αυξηθεί εκ νέου σε 1,5% το 2019. Ο υποκείμενος πληθωρισμός, παρότι μετριάστηκε από την πρόσφατη ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, προβλέπεται να αυξηθεί σταδιακά με την πάροδο του χρόνου, μετά την αναμενόμενη υποχώρηση του βαθμού υποαπασχόλησης των πόρων στην οικονομία.

1 Πραγματική οικονομία

Ευνοϊκοί δείκτες του οικονομικού κλίματος υποδηλώνουν ότι η οικονομική ανάκαμψη θα παραμείνει ισχυρή. Το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,6% το β' τρίμηνο του 2017, λόγω της σημαντικής συμβολής της εγχώριας ζήτησης. Οι συνθήκες στην αγορά εργασίας συνέχισαν να βελτιώνονται τους τελευταίους μήνες,

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 υιοθετούνται από το Διοικητικό Συμβούλιο και δεν απηχούν απαραίτητα τις απόψεις του 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, π.χ. για τις τιμές του πετρελαίου και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, ήταν η 14η Αυγούστου 2017 (βλ. Πλαίσιο 1). Η τελευταία ημερομηνία για τη συμπερίληψη άλλων στοιχείων στις παρούσες προβολές ήταν η 21η Αυγούστου 2017, με εξαίρεση τους τριμηνιαίους εθνικούς λογαριασμούς της Ισπανίας που δημοσιεύθηκαν στις 24 Αυγούστου και συμπεριλήφθηκαν στις παρούσες προβολές. Οι παρούσες μακροοικονομικές προβολές καλύπτουν την περίοδο 2017-2019. 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.

Βλ. <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> επεξεργάσιμη έκδοση των στοιχείων στα οποία βασίζονται επιλεγμένοι πίνακες και διαγράμματα.

καθώς το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε με ρυθμό ταχύτερο του αναμενομένου. Δεδομένου ότι ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών αναμένεται να εξομαλυνθεί κάπως μετά τους υψηλούς ρυθμούς που καταγράφηκαν στις αρχές του 2017, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται να μετριαστεί ελαφρώς βραχυπρόθεσμα, παραμένοντας σαφώς υψηλότερος του δυνητικού, σύμφωνα με τα υψηλά επίπεδα των προσδοκιών των επιχειρήσεων και των καταναλωτών.

Μεσοπρόθεσμα, η εγχώρια ζήτηση, στηριζόμενη από τις ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης και τη βελτίωση των αγορών εργασίας, θα συνεχίσει να στηρίζει τις προοπτικές για την ανάπτυξη. Πέρα από τον βραχυπρόθεσμο

ορίζοντα, διάφοροι ευνοϊκοί παράγοντες αναμένεται να εξακολουθήσουν να στηρίζουν την ιδιωτική κατανάλωση και τις επενδυτικές δαπάνες στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Η ιδιαίτερως διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ εξακολουθεί να μεταδίδεται στην οικονομία και οι προσδοκίες για τα μελλοντικά επιτόκια της αγοράς, όπως ενσωματώνονται στις τεχνικές υποθέσεις στις οποίες βασίζονται οι παρούσες προβολές, παραμένουν χαμηλές στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα. Οι χορηγήσεις προς τον ιδιωτικό τομέα συνεχίζουν να αυξάνονται, ωθούμενες από τα χαμηλά επιτόκια και τους ευνοϊκούς όρους χορήγησης τραπεζικών δανείων. Η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να ωφεληθεί από τη συνεχιζόμενη βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας. Οι επιχειρηματικές επενδύσεις θα συνεχίσουν να ανακάμπτουν, αντιστακώντας εν μέρει την ενίσχυση του ρυθμού αύξησης των περιθωρίων κέρδους στο πλαίσιο μειωμένων αναγκών απομόχλευσης και αυξανόμενων πιέσεων από την πλευρά της ζήτησης. Οι επενδύσεις σε κατοικίες θα στηριχθούν από τις ευνοϊκές προοπτικές για τα εισοδήματα και τις συνθήκες χρηματοδότησης, καθώς και από τις χαμηλές αποδόσεις εναλλακτικών επενδύσεων. Εξωτερικοί ευνοϊκοί παράγοντες αναμένεται να στηρίξουν την ανάπτυξη, με την ενίσχυση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας και την αντίστοιχη βελτίωση της εξωτερικής ζήτησης προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ.

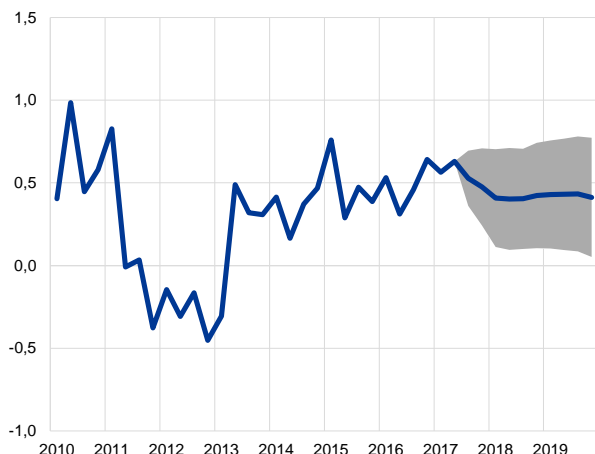
Διάγραμμα 1

Μακροοικονομικές προβολές¹⁾

(τριμηνιαία στοιχεία)

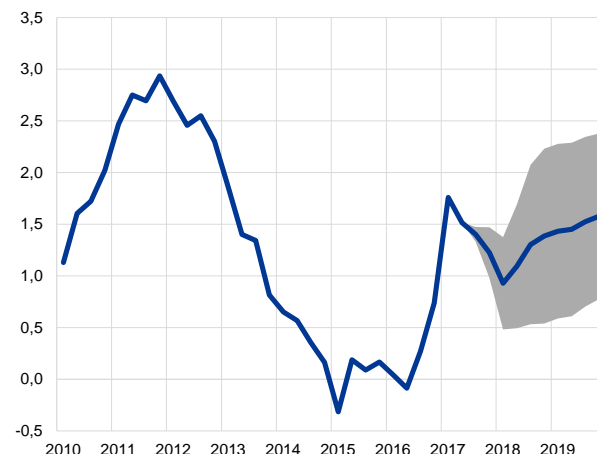
Πραγματικό ΑΕΠ ζώνης ευρώ²⁾

(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.

Η ιδιωτική κατανάλωση θα συνεχίσει, σύμφωνα με τις προβολές, να είναι ισχυρή στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Οι πιο πρόσφατοι δείκτες για την εμπιστοσύνη των καταναλωτών, η οποία παραμένει σαφώς πάνω από τον μακροχρόνιο μέσο όρο της, υποδηλώνουν ότι η καταναλωτική δαπάνη θα παραμείνει ανθεκτική βραχυπρόθεσμα, υποβοηθούμενη και από τη συνεχιζόμενη βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας. Μεσοπρόθεσμα, η πορεία της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται, βάσει των προβολών, να είναι σε γενικές γραμμές συμβατή με την αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος.

Ο ρυθμός αύξησης του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος αναμένεται να επιταχυνθεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αν και μια άνοδος του πληθωρισμού πιθανόν να συγκρατήσει την αύξηση της πραγματικής αγοραστικής δύναμης των νοικοκυριών. Η συμβολή των ακαθάριστων μισθών και ημερομισθίων στην αύξηση του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος αναμένεται να παραμείνει σχετικά σταθερή στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, καθώς η χαμηλότερη αύξηση της απασχόλησης αντισταθμίζεται σε γενικές γραμμές από την επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό. Ο ρυθμός ανόδου των λοιπών ατομικών εισοδημάτων αναμένεται, βάσει των προβολών, να είναι ευνοϊκός, αντανakλώντας θετικές εξελίξεις στα κέρδη και στα εισοδήματα από περιουσία. Αν και ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος επιβραδύνθηκε πρόσφατα, αναμένεται να επιταχυνθεί κάπως και να παραμείνει ισχυρός στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής.

Η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται επίσης να υποστηριχθεί από τη βελτίωση των όρων χορήγησης τραπεζικών δανείων, ενισχυμένων χάρη και στα τα μέτρα νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, και την πρόοδο που έχει

επιτευχθεί ως προς την απομόχλευση. Ενώ τα χαμηλότερα επιτόκια έχουν επηρεάσει τόσο τα έσοδα των νοικοκυριών από τόκους όσο και τις πληρωμές τους για τόκους, τείνουν να αναδιανέμουν πόρους από τους καθαρούς αποταμιευτές προς τους καθαρούς δανειολήπτες. Καθώς οι τελευταίοι έχουν κατά κανόνα υψηλότερη οριακή ροπή προς κατανάλωση, αυτή η αναδιανομή αναμένεται να στηρίξει τη συνολική ιδιωτική κατανάλωση. Επιπλέον, η πρόοδος που έχει επιτευχθεί ως προς την απομόχλευση εκτιμάται επίσης ότι θα στηρίξει την κατανάλωση.

Το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών αναμένεται να παραμείνει σε γενικές γραμμές σταθερό στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Αυτή η σχετική σταθερότητα του ποσοστού αποταμίευσης σε επίπεδο ζώνης ευρώ υποκρύπτει αντίρροπους παράγοντες. Καθοδικές πιέσεις απορρέουν από τη μείωση της ανεργίας (η οποία συνεπάγεται μειωμένες αποταμιεύσεις για λόγους πρόνοιας), τη βελτίωση των πιστωτικών συνθηκών και τα χαμηλά επιτόκια, ενώ ανοδικές πιέσεις προκύπτουν από τις εναπομένουσες ανάγκες για μείωση της ακαθάριστης δανειακής επιβάρυνσης και από την εξομάλυνση της κατανάλωσης στο πλαίσιο της κυκλικής επέκτασης.

Πλαίσιο 1

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

Σε σύγκριση με τις προβολές του Ιουνίου 2017, οι τεχνικές υποθέσεις περιλαμβάνουν τη σημαντική ανατίμηση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ και κάπως χαμηλότερα επιτόκια. 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 Αυγούστου 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, -0,3% για το 2018 και -0,1% για το 2019. Οι προσδοκίες της αγοράς για τις ονομαστικές αποδόσεις των 10ετών ομολόγων του Δημοσίου στη ζώνη του ευρώ υποδηλώνουν μέσο επίπεδο 1,1% το 2017, 1,3% το 2018 και 1,6% το 2019.² Σε σύγκριση με τις προβολές του Ιουνίου 2017, οι προσδοκίες της αγοράς για τα βραχυπρόθεσμα και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω κατά 10-20 μονάδες βάσης.

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 Αυγούστου, η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent ανά βαρέλι εκτιμάται, βάσει των υποθέσεων, ότι θα αυξηθεί από 44,0 δολάρια ΗΠΑ το 2016 σε 51,8 δολάρια ΗΠΑ το 2017, 52,6 δολάρια ΗΠΑ το 2018 και 53,1 δολάρια ΗΠΑ το 2019. Αυτό συνεπάγεται ότι, σε σύγκριση με τις προβολές του Ιουνίου 2017, οι

² 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.

τιμές του πετρελαίου σε δολάρια ΗΠΑ είναι υψηλότερες κατά 0,5% το 2017, 2,3% το 2018 και 3,0% το 2019. Οι τιμές των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων σε δολάρια ΗΠΑ εκτιμάται, βάσει των υποθέσεων, ότι θα αυξηθούν σημαντικά το 2017 και κάπως πιο συγκρατημένα στη συνέχεια.³

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 Αυγούστου. Αυτό συνεπάγεται ότι η μέση συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ ανά ευρώ θα διαμορφωθεί σε 1,13 το 2017 και σε 1,18 στο διάστημα 2018-2019, έναντι 1,09 στις προβολές του Ιουνίου 2017. Η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (έναντι 38 εμπορικών εταίρων) είναι κατά 2,1% υψηλότερη το 2017 και περίπου κατά 4,4% υψηλότερη στο διάστημα 2018-2019 από ό,τι είχε υποτεθεί στις προβολές του Ιουνίου 2017.

Τεχνικές υποθέσεις

	Σεπτέμβριος 2017				Ιούνιος 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
EURIBOR τριών μηνών (ως ποσοστό % ετησίως)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Αποδόσεις 10ετών ομολόγων του Δημοσίου (ως ποσοστό % ετησίως)	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,2	1,5	1,8
Τιμή πετρελαίου (σε δολάρια ΗΠΑ/βαρέλι)	44,0	51,8	52,6	53,1	44,0	51,6	51,4	51,5
Τιμές μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων, σε δολάρια ΗΠΑ (ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)	-3,9	9,0	5,4	4,2	-3,9	6,4	2,0	4,5
Συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου ΗΠΑ/ευρώ	1,11	1,13	1,18	1,18	1,11	1,08	1,09	1,09
Ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (ΣΣΙ-38) (ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)	3,8	2,3	2,6	0,0	3,7	-0,4	0,3	0,0

Η ανάκαμψη των επενδύσεων σε κατοικίες αναμένεται να συνεχιστεί. Οι επενδύσεις σε κατοικίες ανέκαμψαν έντονα σε πολλές χώρες της ζώνης του ευρώ τα τελευταία τρίμηνα, υποβοηθούμενες από τις ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης, την ανακατανομή των χαρτοφυλακίων προς επενδύσεις σε κατοικίες στο πλαίσιο των χαμηλών αποδόσεων εναλλακτικών μακροπρόθεσμων επενδυτικών ευκαιριών, και τη συνεχιζόμενη βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας. Επιπλέον, οι διαδικασίες προσαρμογής των αγορών κατοικιών στις περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ φαίνεται ότι έχουν λάβει τέλος. Οι θεμελιώδεις συνθήκες για περαιτέρω ανάκαμψη των επενδύσεων σε κατοικίες εξακολουθούν να υφίστανται στον χρονικό ορίζοντα προβολής. Ωστόσο, αναμένεται απώλεια μέρους της δυναμικής, εξέλιξη που αντανάκλα την ώριμη φάση του κύκλου της αγοράς κατοικιών και τη σταδιακή εξάλειψη της επίδρασης των κινήτρων σε ορισμένες χώρες, τις εναπομένουσες ανάγκες απομόχλευσης σε άλλες χώρες, καθώς και δυσμενείς δημογραφικές εξελίξεις.

³ 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 γ' τρίμηνο του 2018 και στη συνέχεια εξελίσσονται σύμφωνα με την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα.

Οι επιχειρηματικές επενδύσεις αναμένεται να συνεχίσουν να ανακάμπτουν στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Αυτή η ανάκαμψη αναμένεται να στηριχθεί από διάφορους παράγοντες: η επιχειρηματική εμπιστοσύνη παραμένει σε υψηλά επίπεδα καθώς οι προσδοκίες για την παραγωγή και οι παραγγελίες διαμορφώνονται θετικές. Η χρησιμοποίηση του παραγωγικού δυναμικού συνέχισε να αυξάνεται σε επίπεδα που υπερβαίνουν τα μέσα προ της κρίσης επίπεδα. Οι συνθήκες χρηματοδότησης αναμένεται να παραμείνουν πολύ ευνοϊκές στον χρονικό ορίζοντα προβολής. Υπάρχει ανάγκη εκσυγχρονισμού του κεφαλαιακού εξοπλισμού έπειτα από αρκετά έτη υποτονικών επενδύσεων. Τέλος, τα περιθώρια κέρδους αναμένεται να διευρυνθούν στον τομέα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, ο οποίος έχει ήδη υψηλά ρευστά διαθέσιμα. Επιπλέον, οι δείκτες μόχλευσης στον τομέα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων μειώθηκαν στο πλαίσιο της ανόδου των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και της συγκρατημένης αύξησης της δανειακής χρηματοδότησης στις διάφορες χώρες της ζώνης του ευρώ. Ταυτόχρονα, ορισμένοι παράγοντες αναμένεται να συνεχίσουν να επηρεάζουν ανασταλτικά τις προοπτικές για τις επιχειρηματικές επενδύσεις. Αυτοί αφορούν μεταξύ άλλων τις προσδοκίες για χαμηλότερο ρυθμό αύξησης του δυναμικού προϊόντος και περιορισμούς στη δυνατότητα των τραπεζών σε ορισμένες χώρες να επιτελέσουν τον διαμεσολαβητικό τους ρόλο.

Πλαίσιο 2

Το διεθνές περιβάλλον

Η παγκόσμια οικονομία διατηρεί έναν ισχυρό ρυθμό επέκτασης. Μετά από μια προσωρινή απώλεια δυναμικής στην αρχή του έτους, αντικειμενικά στοιχεία (hard data) καθώς και υποκειμενικά στοιχεία ερευνών υποδηλώνουν ανάκαμψη του ρυθμού αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ το β' τρίμηνο. Οι δείκτες εμπιστοσύνης των επιχειρήσεων και των καταναλωτών υποδηλώνουν ότι το οικονομικό κλίμα παραμένει θετικό. Παρά την άνοδο των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων τις τελευταίες εβδομάδες, οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες στις προηγμένες οικονομίες παραμένουν ευνοϊκές, υποβοηθούμενες από την άσκηση διευκολυντικών νομισματικών πολιτικών. Οι χρηματοπιστωτικές αγορές των οικονομιών με αναδυόμενες αγορές παραμένουν ανθεκτικές και οι εισροές κεφαλαίων προς αυτές τις οικονομίες είναι σημαντικές. Όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, αναμένεται συγκρατημένη επιτάχυνση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας. Οι προοπτικές για τις προηγμένες οικονομίες υποδηλώνουν συνέχιση της κυκλικής ανάκαμψης καθώς τα παραγωγικά κενά τους σταδιακά θα εξαλείφονται. Η βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας υποβοηθείται από την κατεύθυνση της νομισματικής και της δημοσιονομικής πολιτικής, αν και οι προσδοκίες για τη λήψη δημοσιονομικών μέτρων τόνωσης της οικονομίας στις ΗΠΑ αναθεωρήθηκαν προς τα κάτω μετά από μια μετατόπιση του πολιτικού διαλόγου. Όσον αφορά τις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές, η ανάπτυξη αναμένεται να παραμείνει ανθεκτική στις χώρες που εισάγουν βασικά εμπορεύματα όπως η Ινδία και η Κίνα, ενώ η δραστηριότητα στις χώρες που εξάγουν βασικά εμπορεύματα αναμένεται να σταματήσει να μειώνεται έπειτα από βαθιές υφέσεις σε αυτές τις οικονομίες. Η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα (εκτός της ζώνης του ευρώ) αναμένεται, βάσει των προβολών, να επεκταθεί κατά 3,7% το 2017 και κατά 3,8% το 2018-19. Η ανάκαμψη της δραστηριότητας από το 2016 αντανάκλα σε μεγάλο βαθμό την προοδευτική υποχώρηση της βαθιάς ύφεσης στις χώρες που είναι σημαντικοί εξαγωγείς βασικών εμπορευμάτων. Σε σύγκριση με τις προβολές του Ιουνίου 2017, ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ παραμένει εν πολλοίς αμετάβλητος, καθώς οι αναθεωρήσεις προς τα κάτω για τις ΗΠΑ (μετά τις αναθεωρήσεις

των υποθέσεων σχετικά με τη μελλοντική λήψη δημοσιονομικών μέτρων τόνωσης της οικονομίας) αντισταθμίζονται από την προσδοκώμενη μεγαλύτερη ανθεκτικότητα στις οικονομίες με αναδυόμενες αγορές.

Το διεθνές περιβάλλον

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

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

1) Υπολογίζεται ως σταθμισμένος μέσος όρος των εισαγωγών.

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

Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου εμπορίου επιταχύνθηκε απροσδόκητα στις αρχές του 2017. Σε ό,τι αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, το παγκόσμιο εμπόριο αναμένεται να επεκταθεί συμβαδίζοντας με την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα μεσοπρόθεσμα. Η εξωτερική ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αναμένεται να αυξηθεί κατά 4,7% το 2017, 3,4% το 2018 και 3,5% το 2019. Σε σύγκριση με τις προβολές του Ιουνίου 2017, έχει αναθεωρηθεί προς τα άνω κατά 1,1 ποσοστιαίες μονάδες το 2017, αντανακλώντας κυρίως πιο εύρωστα στοιχεία του α' τριμήνου.

Οι εξαγωγές προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται, βάσει των προβολών, να μετριαστούν από την απώλεια ανταγωνιστικότητας λόγω της πρόσφατης ανατίμησης του ευρώ. Οι εξαγωγές προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αυξήθηκαν σημαντικά το α' τρίμηνο του 2017, υποβοηθούμενες από την υψηλή εξωτερική ζήτηση, καθώς και από την υποτίμηση του ευρώ το β' εξάμηνο του 2016 και στις αρχές του 2017. Σε ό,τι αφορά το μέλλον, οι εξαγωγές προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται να αυξηθούν με έντονο ρυθμό στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αντανακλώντας την ισχυρή εξωτερική ζήτηση τόσο από προηγμένες οικονομίες όσο και από οικονομίες με αναδυόμενες αγορές. Ωστόσο, οι εξαγωγές προς χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται να επηρεαστούν αρνητικά από την ισχυρότερη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, οδηγώντας σε αναθεώρηση προς τα κάτω της εξέλιξης των μεριδίων εξαγωγικής αγοράς, τα οποία αναμένεται, βάσει των προβολών, να μειωθούν κατά 1,1 ποσοστιαίες μονάδες στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Σε αντίθεση με τις εξαγωγές, οι εισαγωγές από χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται να ωφεληθούν από την ελαφρώς πιο θετική εξέλιξη της εγχώριας ζήτησης και την ισχυρότερη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ, με αποτέλεσμα τη μείωση κατά τι της συνολικής συμβολής του εμπορικού ισοζυγίου στην οικονομική ανάπτυξη.

Σε ένα περιβάλλον συγκρατημένης δυνητικής ανάπτυξης, ο εναπομένων βαθμός υποαπασχόλησης των πόρων στην οικονομία αναμένεται να υποχωρήσει στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Σε αντίθεση με τον σχετικά έντονο ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ, το δυνητικό προϊόν εκτιμάται

ότι θα αυξηθεί με ρυθμό ελαφρώς υψηλότερο από το 1% στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Ο υποτονικός ρυθμός αύξησης του δυναμικού προϊόντος αντανακλά κατά κύριο λόγο τη σχετικά χαμηλή συμβολή του κεφαλαιακού εξοπλισμού έπειτα από μια παρατεταμένη περίοδο ιστορικά χαμηλών επενδύσεων. Η συμβολή της εργασίας στη δυναμική ανάπτυξη αναμένεται, βάσει των προβολών, να είναι θετική, αντανακλώντας κυρίως την αυξανόμενη συμμετοχή στο εργατικό δυναμικό, λόγω προηγούμενων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Η συμβολή της εργασίας θα παραμείνει ωστόσο κάπως χαμηλότερη από τον προ κρίσης μέσο όρο της, στο πλαίσιο της μειούμενης συμβολής του πληθυσμού σε ηλικία εργασίας. Η συμβολή της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών επίσης αναμένεται να είναι ελαφρώς μικρότερη σε σχέση με το προ κρίσης επίπεδο της.

Η προϊούσα βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας αναμένεται να συνεχιστεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Η απασχόληση με βάση τον αριθμό των απασχολούμενων αυξήθηκε κατά 0,4% το α' τρίμηνο του 2017 και εκτιμάται ότι αυξήθηκε με παρόμοιο ρυθμό το β' τρίμηνο του 2017. Η πρόσφατη ενίσχυση του ρυθμού αύξησης της απασχόλησης έχει ευρεία βάση στις επιμέρους χώρες, αλλά μπορεί εν μέρει να αποδοθεί σε ευνοϊκούς προσωρινούς παράγοντες (π.χ. μέτρα δημοσιονομικής τόνωσης σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ). Καθώς αναμένεται σταδιακή εξασθένηση της επίδρασης αυτών των παραγόντων, η αύξηση της απασχόλησης εκτιμάται, βάσει των προβολών, ότι θα χάσει μέρος της δυναμικής της, αντανακλώντας επίσης τις αυξανόμενες ελλείψεις στην προσφορά ειδικευμένου προσωπικού.

Αντανακλώντας την κυκλική εξέλιξη της παραγωγικότητας, ο ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας της εργασίας αναμένεται να ενισχυθεί μεσοπρόθεσμα. Ο αυξανόμενος βαθμός χρησιμοποίησης του κεφαλαίου και της εργασίας σε συνθήκες μείωσης της υποαπασχόλησης των πόρων, η άνοδος του αριθμού πραγματικών ωρών εργασίας ανά εργαζόμενο και η σχετική ενίσχυση της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών παραγωγής υποδηλώνουν διαρκή βελτίωση του ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας.

Το ποσοστό ανεργίας αναμένεται να συνεχίσει να μειώνεται. Το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε σε 9,2% το β' τρίμηνο του 2017, στο χαμηλότερο επίπεδο που έχει καταγραφεί από τον Μάρτιο του 2009. Σε ό,τι αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, ο αριθμός των ανέργων αναμένεται, βάσει των προβολών, να μειωθεί σημαντικά. Το ποσοστό ανεργίας εκτιμάται ότι θα μειωθεί σε 8,1% το 2019, αλλά θα παραμείνει σε επίπεδα υψηλότερα από ό,τι πριν από την κρίση (7,5% το 2007).

Σε σύγκριση με τις προβολές του Ιουνίου 2017, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ έχει αναθεωρηθεί προς τα άνω για το 2017 και έχει παραμείνει σε γενικές γραμμές αμετάβλητος για τα επόμενα έτη. Η αναθεώρηση προς τα άνω για το 2017 συνδέεται κυρίως με τα πρόσφατα θετικά στοιχεία για το ΑΕΠ. Γενικότερα, οι ευνοϊκότερες προοπτικές για την εγχώρια ζήτηση, σύμφωνα με τα υψηλά επίπεδα των προσδοκιών των επιχειρήσεων και των καταναλωτών και τα χαμηλότερα επιτόκια, αντισταθμίζονται σε μεγάλο βαθμό από την αρνητική επίδραση που ασκεί στις εξαγωγές η απώλεια της ανταγωνιστικότητας των τιμών λόγω της πρόσφατης ανατίμησης του ευρώ.

Ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ αναμένεται να ακολουθήσει πορεία σε σχήμα V στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής καθώς οι επιδράσεις της βάσης σύγκρισης της ενεργειακής συνιστώσας θα έχουν αρνητική συμβολή στον πληθωρισμό βραχυπρόθεσμα, ενώ στη συνέχεια θα ακολουθήσει σταδιακή ανάκαμψη του υποκείμενου πληθωρισμού. Ο

μετρούμενος πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) αναμένεται να διαμορφωθεί σε 1,5% κατά μέσο όρο το 2017, να μειωθεί σε 1,2% το 2018 και να αυξηθεί σε 1,5% το 2019. Οι επιδράσεις της βάσης σύγκρισης συνεπάγονται σημαντική μείωση της συμβολής της ενεργειακής συνιστώσας στον μετρούμενο πληθωρισμό μεταξύ 2017 και 2018. Αν και συγκρατημένη, η εκτιμώμενη άνοδος των τιμών του πετρελαίου στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, όπως αντανακλάται στην καμπύλη των τιμών των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου, συνεπάγεται κάποια ανάκαμψη της ενεργειακής συνιστώσας το 2019. Η πρόσφατη ανάκαμψη του πληθωρισμού των τιμών των ειδών διατροφής αναμένεται σε γενικές γραμμές να διατηρηθεί στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, αντανακλώντας μεταξύ άλλων την κάπως εντονότερη, βάσει των υποθέσεων, άνοδο των διεθνών τιμών των τροφίμων. Η συνεχιζόμενη οικονομική ανάκαμψη αναμένεται να ωθήσει σταδιακά προς τα άνω τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Ένας βασικός παράγοντας που συντελεί σε αυτό είναι η αναμενόμενη αύξηση του κόστους εργασίας καθώς μειώνεται ο βαθμός υποχρησιμοποίησης του εργατικού δυναμικού.

Οι βελτιούμενες συνθήκες στην αγορά εργασίας θεωρούνται η κυριότερη πηγή αυξανόμενων πιέσεων στο εγχώριο κόστος τα προσεχή έτη. Ο ρυθμός αύξησης

της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό αναμένεται, βάσει των προβολών, ότι θα επιταχυνθεί από 1,5% το 2017 σε 2,3% το 2019. Δεδομένης της αναμενόμενης κυκλικής ανάκαμψης του ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας, ο ρυθμός αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αναμένεται να επιταχυνθεί κατά τι λιγότερο, από 0,8% το 2017 σε 1,4% το 2019. Ο μειωμένος βαθμός υποαπασχόλησης των πόρων στην αγορά εργασίας και οι αυξανόμενες ελλείψεις στην προσφορά εργασίας σε ορισμένα μέρη της ζώνης του ευρώ θεωρούνται σημαντικοί παράγοντες που συντελούν σε αυτήν την ανάκαμψη του ρυθμού αύξησης των μισθών. Πέραν τούτου, η πρόσφατη σημαντική επιτάχυνση του μετρούμενου πληθωρισμού μπορεί να αναμένεται ότι θα μεταφραστεί με την πάροδο του χρόνου σε υψηλότερες ονομαστικές αυξήσεις των μισθών σε χώρες της ζώνης του ευρώ όπου οι διαδικασίες καθορισμού των μισθών συναρτώνται εν μέρει με τον καταγεγραμμένο ή τον προσδοκώμενο πληθωρισμό. Επιπροσθέτως, ορισμένοι παράγοντες που επί του παρόντος επηρεάζουν αρνητικά τον ρυθμό αύξησης των μισθών αναμένεται να εξασθενήσουν σταδιακά. Οι παράγοντες αυτοί περιλαμβάνουν αφενός την ανάγκη συγκράτησης των μισθολογικών αυξήσεων προκειμένου να ανακτηθεί η ανταγωνιστικότητα τιμών σε ορισμένες χώρες και αφετέρου τη συνεχιζόμενη συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων η οποία συνδέεται με τις δεσμευτικές δυσκαμψίες προσαρμογής των ονομαστικών μισθών προς τα κάτω στη διάρκεια της κρίσης. Επιπλέον, τα μέτρα για τη μείωση των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης αναμένεται να λήξουν.

Τα περιθώρια κέρδους αναμένεται να διευρυνθούν στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Οι αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου και η επίδρασή τους στο κόστος των εισροών παραγωγής και στους όρους εμπορίου γενικότερα επέδρασαν αρνητικά στα περιθώρια κέρδους στις αρχές του 2017. Καθώς θα εξασθενούν αυτές οι περιοριστικές επιδράσεις, τα περιθώρια κέρδους αναμένεται να επωφεληθούν από τη συνεχιζόμενη οικονομική ανάκαμψη, περιοριζόμενα κάπως στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής από την επιτάχυνση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Οι εξωτερικές πιέσεις στις τιμές αυξήθηκαν σημαντικά τα τελευταία τρίμηνα και αναμένεται να διατηρήσουν κάποια ανοδική τάση στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Έπειτα από μια τετραετία μειώσεων των τιμών εισαγομένων, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών εισαγομένων αναμένεται να αποκτήσει θετικό πρόσημο το 2017. Αυτή η αναστροφή οφείλεται κυρίως στην ανάκαμψη των τιμών του πετρελαίου και των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων από το 2016 και μετά. Η υποχώρηση των ρυθμών μεταβολής που αναμένεται να επακολουθήσει αντανακλά τόσο τις συγκρατημένες εξελίξεις στις τιμές των βασικών εμπορευμάτων όσο και την αρνητική επίδραση της πρόσφατης ανατίμησης του ευρώ. Οι υποκείμενες παγκόσμιες πληθωριστικές πιέσεις γενικότερα αναμένεται να αυξηθούν σταδιακά στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής καθώς θα αυξάνεται το κόστος παραγωγής παγκοσμίως παράλληλα με την υποχώρηση του βαθμού υποαπασχόλησης των πόρων στην παγκόσμια οικονομία. Ωστόσο, με δεδομένο το επίπεδο αναξιοποίητου παραγωγικού δυναμικού παγκοσμίως που παραμένει υψηλό και τις παγκόσμιες ανταγωνιστικές πιέσεις, αυτό δεν αναμένεται να ασκήσει σημαντικές ανοδικές πιέσεις στις τιμές των εισαγωγών της ζώνης του ευρώ.

Σε σύγκριση με τις προβολές του Ιουνίου 2017, οι προοπτικές για τον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ) έχουν αναθεωρηθεί ελαφρώς προς τα κάτω. Η ανατίμηση του ευρώ στο διάστημα που μεσολάβησε από τις προηγούμενες προβολές ασκεί καθοδικές πιέσεις στον πληθωρισμό (βάσει του ΕνΔΤΚ). Στην περίπτωση του υποκείμενου πληθωρισμού, αυτές οι καθοδικές πιέσεις αντισταθμίζονται εν μέρει από τη βελτίωση των προοπτικών για την εγχώρια ζήτηση της ζώνης του ευρώ (βλ. Πλαίσιο 3).

Πλαίσιο 3

Αξιολόγηση της επίδρασης της πρόσφατης ανατίμησης του ευρώ στις προοπτικές για τον πληθωρισμό της ζώνης του ευρώ

Η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (ΟΣΣΙ) του ευρώ ανατιμήθηκε τους τελευταίους μήνες και ο μέσος όρος δέκα ημερών την τελευταία ημερομηνία που καλύπτουν αυτές οι προβολές (14 Αυγούστου 2017) ήταν 4,4% πάνω από ό,τι είχε υποτεθεί στις προβολές του Ιουνίου 2017. Το παρόν πλαίσιο εξετάζει τους παράγοντες που θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά την αξιολόγηση της επίδρασης της πρόσφατης ανατίμησης στις προοπτικές για τον πληθωρισμό της ζώνης του ευρώ.

Παρότι χαρακτηρίζονται από σημαντική ανομοιογένεια, οι ελαστικότητες των τυπικών υποδειγμάτων γενικά υποδηλώνουν ότι μια διαταραχή της συναλλαγματικής ισοτιμίας, του μεγέθους που παρατηρήθηκε τους τελευταίους μήνες, θα είχε μη αμελητέα επίδραση στις

προοπτικές για τον πληθωρισμό της ζώνης του ευρώ.⁴ Αυτές οι ελαστικότητες των υποδειγμάτων, ωστόσο, ισχύουν μόνο για εξωγενείς διαταραχές της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Αντιθέτως, η πρόσφατη ανατίμηση πιθανόν οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην περαιτέρω βελτίωση των προοπτικών για την οικονομική ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ, η οποία με τη σειρά της αντανάκλα τις βελτιωμένες προοπτικές για την εγχώρια ζήτηση. Αυτό θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη κατά την αξιολόγηση της επίδρασης της πρόσφατης ανατίμησης στις προοπτικές για τον πληθωρισμό.

Στις προβολές του Σεπτεμβρίου 2017, η συνολική επίδραση της ανατίμησης του ευρώ στον πληθωρισμό θεωρείται σαφώς πιο περιορισμένη από ό,τι υποδηλώνουν οι ελαστικότητες των τυπικών υποδειγμάτων, οι οποίες γενικά αναφέρονται σε εξωτερική διαταραχή της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Πρόσφατες εμπειρικές μελέτες αναγνωρίζουν τον ενδογενή χαρακτήρα των μεταβολών της συναλλαγματικής ισοτιμίας και δείχνουν ότι η επίδραση των μεταβολών αυτών στον πληθωρισμό εξαρτάται από τη φύση της διαταραχής (shock dependence)⁵. Δηλαδή η αντίδραση των τιμών σε μια μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορεί να διαφέρει ανάλογα με την υποκείμενη φύση της διαταραχής που προκαλεί τη μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας, καθώς μπορεί να αντανάκλα διαφορετικούς διαύλους μετάδοσης. Σε περίπτωση που η ανατίμηση προκαλείται εξ ολοκλήρου από ευνοϊκή διαταραχή της ζήτησης, οι εμπειρικές εκτιμήσεις υποδηλώνουν ακόμη και ανοδικές πιέσεις στις τιμές, μέσω της βελτίωσης των προοπτικών για την εγχώρια ζήτηση. Καθώς η πρόσφατη ανατίμηση του ευρώ προήλθε σε μεγάλο βαθμό από προσδοκίες για πιο ευνοϊκή οικονομική ανάπτυξη - οι οποίες αντανάκλουν βελτιωμένες προοπτικές για την εγχώρια ζήτηση -, οι αρνητικές επιδράσεις της στον πληθωρισμό θα πρέπει να είναι σημαντικά χαμηλότερες από ό,τι στην περίπτωση μιας αμιγώς εξωγενούς διαταραχής της συναλλαγματικής ισοτιμίας, την επίδραση της οποίας αποτυπώνουν οι ελαστικότητες των τυπικών υποδειγμάτων.

3 Δημοσιονομικές προοπτικές

Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να είναι κατά μέσο όρο ουσιαστικά ουδέτερη στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής. Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής μετρείται ως η μεταβολή του κυκλικά προσαρμοσμένου πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος χωρίς την κρατική στήριξη προς τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Η κατεύθυνση το 2017 επηρεάζεται από την ανάκαμψη των δημόσιων επενδύσεων μετά τις ασθενείς επιδόσεις που παρατηρήθηκαν το 2016 και από μια μη επαναλαμβανόμενη πληρωμή από το Γερμανικό Δημόσιο προς παραγωγούς πυρηνικής ενέργειας (περίπου 0,2% του ΑΕΠ της χώρας)⁶. Η γενικά

⁴ Βλ., για παράδειγμα, το άρθρο με τίτλο "Exchange rate pass-through into euro area inflation", *Economic Bulletin*, Τεύχος 7, ΕΚΤ, 2016.

⁵ Βλ., για παράδειγμα, Shambaugh, J., "A new look at pass-through", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 27, Issue 4, σελ. 560-591, Ιούνιος 2008, Forbes, K., Hjortsoe, I. and Nenova, T., "The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through", *Discussion Paper*, No 43, Bank of England, External MPC Unit, Νοέμβριος 2015, και Ciccarelli, M. and Osbat, C., "Low inflation in the euro area: Causes and consequences", *Occasional Paper Series*, No 181, ΕΚΤ, Ιανουάριος 2017.

⁶ Κατόπιν απόφασης του συνταγματικού δικαστηρίου με την οποία κρίθηκε αντισυνταγματικός ο φόρος επί των καυσίμων των αντιδραστήρων που επιβλήθηκε την περίοδο 2011-16.

ουδέτερη κατεύθυνση αντανakλά αντίρροπες επιδράσεις τόσο στην πλευρά των δαπανών όσο και στην πλευρά των εσόδων.

Στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, τόσο ο λόγος του δημοσιονομικού ελλείμματος όσο και ο λόγος του δημόσιου χρέους αναμένεται, σύμφωνα με τις προβολές, να ακολουθήσουν καθοδική πορεία. Οι προβολές για τις δημοσιονομικές εξελίξεις υποδηλώνουν σταδιακή μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, κυρίως λόγω της βελτίωσης της κυκλικής συνιστώσας και της μείωσης των πληρωμών για τόκους. Το κυκλικά προσαρμοσμένο πρωτογενές αποτέλεσμα παραμένει σε γενικές γραμμές αμετάβλητο. Ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ αναμένεται να συνεχίσει να ακολουθεί καθοδική πορεία στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, υποβοηθούμενος από τη βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος και την ευνοϊκή διαφορά ρυθμού ανάπτυξης-επιτοκίου.⁷

Σε σύγκριση με τις προβολές του Ιουνίου 2017, οι προοπτικές για την εξέλιξη του δημοσιονομικού ελλείμματος είναι σε γενικές γραμμές αμετάβλητες, ενώ ο λόγος του χρέους είναι κατά τι χαμηλότερος, αντανakλώντας κυρίως την ευνοϊκότερη διαφορά ρυθμού ανάπτυξης-επιτοκίου το 2017.

⁷ Αυτή υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ του ονομαστικού επιτοκίου εκτοκισμού του χρέους και του ρυθμού αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ.

Πίνακας 1

Μακροοικονομικές προβολές για τη ζώνη του ευρώ¹⁾

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

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

1) Το πραγματικό ΑΕΠ και οι συνιστώσες του βασίζονται σε στοιχεία διορθωμένα 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, No 77, ΕΚΤ, Σεπτέμβριος 2001, and Working Paper Series, No 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

Αναλύσεις ευαισθησίας

Οι προβολές βασίζονται σε μεγάλο βαθμό σε τεχνικές υποθέσεις 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 βασικές υποκείμενες υποθέσεις, καθώς και την ευαισθησία των προβολών σε αυτές τις μεταβλητές.

1) Εναλλακτική πορεία των τιμών του πετρελαίου

Με βάση εναλλακτικά υποδείγματα τιμών του πετρελαίου, υπάρχει κίνδυνος οι τιμές του πετρελαίου στον χρονικό ορίζοντα προβολής να είναι υψηλότερες από αυτές που προκύπτουν από τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου. 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 ελαφρά ανοδική πορεία των τιμών του πετρελαίου, με την τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent να αυξάνεται σε περίπου 53 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 σχετική σταθεροποίηση της παγκόσμιας οικονομικής ανάκαμψης. Όσον αφορά τους παράγοντες από την πλευρά της προσφοράς, η παράταση της συμφωνίας μεταξύ του ΟΠΕΚ και μεγάλων παραγωγών εκτός ΟΠΕΚ δεν έχει οδηγήσει σε σημαντική άνοδο της καμπύλης των τιμών των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου, πιθανώς λόγω του επιπέδου των αποθεμάτων πετρελαίου που – αν και υποχωρεί – εξακολουθεί να είναι υψηλό καθώς και ανησυχιών ότι ορισμένες από τις μεγαλύτερες πετρελαιοπαραγωγούς χώρες μπορεί να παρεκκλίνουν από τη συμφωνία. Επιπλέον, η ισχυρή επέκταση της παραγωγής σχιστολιθικού πετρελαίου στις Ηνωμένες Πολιτείες έχει αντισταθμίσει εν μέρει τις μειώσεις της παραγωγής από συμβατικούς παραγωγούς. Ένας συνδυασμός εναλλακτικών υποδειγμάτων που χρησιμοποιούν οι εμπειρογνώμονες του Ευρωσυστήματος⁸ για να προβλέψουν τις τιμές του πετρελαίου στη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής υποδηλώνει επί του παρόντος ελαφρώς υψηλότερες τιμές του πετρελαίου σε σχέση με τις τεχνικές υποθέσεις. Αυτή η πορεία ενδέχεται να είναι συμβατή με απροσδόκητες περαιτέρω διαταραχές της προσφοράς βραχυμεσοπρόθεσμα. Κάτι τέτοιο ενδέχεται να οδηγήσει, με τη σειρά του, σε ταχύτερη από την αναμενόμενη μείωση της ανισορροπίας μεταξύ προσφοράς και ζήτησης και, επομένως, σε υψηλότερες τιμές του πετρελαίου. Η υλοποίηση εναλλακτικής πορείας, σύμφωνα με την οποία οι τιμές του πετρελαίου είναι κατά 3,8% υψηλότερες από ό,τι υποθέτει το βασικό σενάριο μέχρι το 2019, θα επιβραδύνει οριακά τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ, ενώ θα επέφερε ελαφρώς ταχύτερη αύξηση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) (κατά 0,1 της ποσοστιαίας μονάδας το 2019).

2) Εναλλακτική πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας

Η παρούσα ανάλυση ευαισθησίας διερευνά, ενδεικτικά, τη μηχανική επίδραση που θα είχε η διαμόρφωση υψηλότερης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ σε σχέση με το βασικό σενάριο. Για ενδεικτικούς σκοπούς, η εναλλακτική πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ βασίζεται στο 75ο 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 Αυγούστου 2017. Η πορεία αυτή συνεπάγεται σταδιακή ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ σε 1,31 δολάρια ΗΠΑ ανά ευρώ το 2019, δηλαδή 11% περίπου υψηλότερα από την υπόθεση του βασικού σεναρίου για αυτό το έτος. Οι αντίστοιχες υποθέσεις για την ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία

⁸ Βλ. τον συνδυασμό τεσσάρων υποδειγμάτων που παρουσιάζεται στο άρθρο με τίτλο "Forecasting the price of oil", *Economic Bulletin*, Τεύχος 4, ΕΚΤ, 2015.

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 άνω της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ από την υπόθεση του βασικού σεναρίου και τη διαμόρφωσή της σε επίπεδο περίπου 6% πάνω από ό,τι υποθέτει το βασικό σενάριο για το 2019. Στο σενάριο αυτό, ο μέσος όρος των αποτελεσμάτων διαφόρων μακροοικονομικών υποδειγμάτων των εμπειρογνομόνων υποδεικνύει ότι ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ θα ήταν χαμηλότερος κατά 0,3 της ποσοστιαίας μονάδας τόσο το 2018 όσο και το 2019, ενώ ο πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) θα ήταν χαμηλότερος κατά 0,4 και 0,5 της ποσοστιαίας μονάδας το 2018 και το 2019 αντιστοίχως. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι αυτές οι εκτιμώμενες επιδράσεις στην ανάπτυξη και τον πληθωρισμό ισχύουν μόνο στην περίπτωση αμιγώς εξωγενούς διαταραχής της συναλλαγματικής ισοτιμίας (βλ. την ανάλυση στο Πλαίσιο 3).

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 εργασιμων 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 κατά κανόνα εντός των διαστημάτων που περιβάλλουν τις προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ (και τα οποία 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	Σεπτέμβριος 2017	2,2	1,8	1,7	1,5	1,2	1,5
		[2,1-2,3]	[1,0-2,6]	[0,6-2,8]	[1,4-1,6]	[0,6-1,8]	[0,7-2,3]
Ευρωπαϊκή Επιτροπή	Μάιος 2017	1,7	1,8	-	1,6	1,3	-
ΟΟΣΑ	Ιούνιος 2017	1,8	1,8	-	1,7	1,4	-
Βαρόμετρο της ζώνης του ευρώ	Αύγουστος 2017	2,0	1,8	1,5	1,6	1,4	1,7
Προβλέψεις της Consensus Economics	Αύγουστος 2017	2,0	1,8	1,4	1,5	1,3	1,7
Έρευνα μεταξύ των Επαγγελματιών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων	Ιούλιος 2017	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4	1,6
ΔΝΤ	Ιούλιος 2017	1,9	1,7	1,6	1,6	1,5	1,7

Πηγές: Ευρωπαϊκές Οικονομικές Προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Άνοιξη 2017· ΔΝΤ, Έκθεση ανά χώρα βάσει του άρθρου IV, 25 Ιουλίου 2017· ΟΟΣΑ, Economic Outlook, Ιούνιος 2017· Προβλέψεις της Consensus Economics, Αύγουστος 2017· MJEconomics για το Βαρόμετρο της Ζώνης του Ευρώ, Αύγουστος 2017· Έρευνα της ΕΚΤ μεταξύ των Επαγγελματιών Φορέων Διενέργειας Προβλέψεων, Ιούλιος 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)
EU catalogue No QB-CE-17-002-EL-N (pdf)